

B , S , S .

BLÖCHLIGER, STAEHELIN & PARTNER.
VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BERATUNG

Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen

Vorstudie

Basel, den 13. September 2002

Umgang der Pensionskassen mit den Immobilienanlagen

Vorstudie

zuhanden des Bundesamtes für Wohnungswesen

Projektverantwortung: Dr. Wolfram Kägi

Projektbearbeitung: Martin Schäfli, lic.oec. HSG

Projektbegleitung: Dr. Elke Staehelin-Witt

B,S,S. Volkswirtschaftliche Beratung, Blumenrain 16, CH-4051 Basel

Tel: 061-262 05 55, Fax: 061-262 05 57, E-Mail: martin.schaefli@bss-basel.ch

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Tabellen- und Abbildungsverzeichnis.....	II
Abkürzungsverzeichnis	III
Management Summary	1
1. Einführung und Ausgangslage.....	3
2. Abgrenzung der Immobilienanlagen.....	5
2.1. Pensionskassen.....	5
2.2. Weitere Immobilienanlagen.....	6
2.3. Zwischenfazit.....	8
3. Immobilienanlagen der Pensionskassen.....	8
3.1. Anlagevorschriften.....	8
3.2. Anlageformen und Immobilienbestand der Pensionskassen.....	10
3.3. Zwischenfazit.....	13
4. Künftige Immobilieninvestitionen der Pensionskassen	14
4.1. Kapitalbestand und Desinvestitionshypothese.....	14
4.2. Zukünftige Bedeutung von Immobilienanlagen für Pensionskassen.....	18
4.3. Mögliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt.....	21
4.4. Mögliche zukünftige Entwicklungen und Szenarien	23
4.5. Fazit	25
5. Ausblick und offene Fragen	26
Literaturverzeichnis.....	28
Verzeichnis der Gesprächspartner	30

Tabellen- und Abbildungsverzeichnis

Tabelle 1: Anlagevorschriften für Pensionskassen	9
Tabelle 2: Anlageformen der Pensionskassen im Zeitvergleich in %.....	10
Tabelle 3: Entwicklung des Bestandes an Immobilienanlagen (in Mio. Sfr.).....	12
Tabelle 4: Einfluss eines erhöhten Immobilienanteils	25
Abbildung 1: Entwicklung von Aktien- und Immobilienanlagen im direkten Vergleich	11
Abbildung 2: Anzahl 20-64-jährige Erwerbspersonen pro 100 Personen im Alter von 65+	15
Abbildung 3: Entwicklung einiger für die berufliche Vorsorge wichtiger Parameter von 1992 bis 2000	15
Abbildung 4: Netto-Kapitalflüsse bzgl. des Kapitalstocks in % des BIP	17
Abbildung 5: Trend bezüglich direktem/indirektem Immobilienbesitz bei PK	19
Abbildung 6: Bedeutung von Immobilienanlagen in Abhängigkeit von Kapitalstock- und Kapitalmarktentwicklungen	24

Abkürzungsverzeichnis

BFS	Bundesamt für Statistik
BIP	Bruttoinlandprodukt
BSV	Bundesamt für Sozialversicherung
BV	Berufliche Vorsorge
BVG	Gesetz der beruflichen Vorsorge
BWO	Bundesamt für Wohnungswesen
EJPD	Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
PK	Pensionskasse
Sfr.	Schweizer Franken
VE	Vorsorgeeinrichtung

Management Summary

Auftrag

Das Bundesamt für Wohnungswesen (BWO) erwägt, im Rahmen seines Forschungsprogramms zu untersuchen, welche Bedeutung Immobilienanlagen für Pensionskassen in Zukunft haben werden. Die vorliegende Vorstudie soll abklären, ob in den nächsten Jahren mit einer signifikanten Desinvestition der Pensionskassen im Bereich des Immobilienmarktes zu rechnen sein wird.

Methodik

Nach der Abgrenzung der für diese Betrachtung relevanten Immobilienanlagen wurden diese beschrieben und quantifiziert. Die Desinvestitionshypothese wurde überprüft anhand von wahrscheinlichen zukünftigen Entwicklungen im Bereich der beruflichen Vorsorge. Von grosser Wichtigkeit waren dabei die demographischen Veränderungen der Gesellschaft (steigende Lebenserwartung und Alterung) und die Einschätzung der zukünftigen Bedeutung von Immobilienanlagen für Pensionskassen. Dazu wurden verschiedene Studien ausgewertet und Gespräche mit Pensionskassenvertretern, Anlagespezialisten und Bundesämtern geführt. Mittels den gesammelten Informationen sind, was den Immobilienmarkt betrifft, verschiedene zukünftige Entwicklungsmöglichkeiten ausgearbeitet worden.

Ergebnisse

Die These von einer massiven Desinvestition der Pensionskassen im Immobilienmarkt kann im Rahmen der Vorstudie nicht bestätigt werden. Viele Gründe sprechen sogar dafür, dass Immobilienanlagen in Zukunft wieder an Bedeutung und Attraktivität gewinnen werden. Insbesondere die gesunkenen

Renditen von Aktienanlagen, der Trend zu indirekten Immobilienanlagen sowie das grosse Diversifikationspotenzial sprechen für eine vermehrte Beachtung von Immobilien als Kapitalanlage. Trotz erhöhtem zukünftigem Liquiditätsbedarf der Pensionskassen (welcher zu erwarten ist) kann die Wahrscheinlichkeit, dass grössere Immobilienbestände liquidiert werden müssen, als klein eingeschätzt werden. Selbst im Falle des Verkaufs eines markanten Immobilienanteils sollte der Markt in der Lage sein, die dadurch ausgelösten Effekte abzufedern.

Massive negative Auswirkungen auf den Immobilienmarkt sind erst zu erwarten, wenn Kapitalstockabbau und stark sinkende Kapitalmarktrenditen zusammenfallen. In diesem Fall besteht die Möglichkeit, dass ein Aktienverkauf nicht die erforderlichen Erlöse bringt oder wegen des schlechten Kurses der Papiere nicht erwünscht ist und daher Immobilien verkauft werden.

Schlussfolgerungen für eine Hauptstudie

Aufgrund der ersten Erkenntnisse im Rahmen dieser Vorstudie ergibt sich nicht zwingend die Notwendigkeit einer Hauptstudie. Einige interessante Faktoren konnten jedoch nur ansatzweise erörtert werden.

Ausblick

Die Immobilienmärkte haben sich während den vergangenen Jahren stark weiterentwickelt. Vermehrte Transparenz und Professionalität haben in diesem Anlagesegment zu Renditen geführt, die auch den Vergleich mit Aktien nicht zu scheuen brauchen. Trotz dieser Fortschritte ist es jedoch gut möglich, dass institutionelle Investoren wie die Pensionskassen eine gewisse Zeit benötigen werden, um dieses Potenzial wieder neu zu entdecken. Für die Zukunft der beruflichen Vorsorge mitentscheidend werden des weiteren die 1. BVG-Revision sowie Anpassungen am Gesamtsystem (Minimalverzinsung, Umwandlungssatz und Beitragshöhe) sein.

1. Einführung und Ausgangslage

Schweizer Pensionskassen sind nicht zu unterschätzende Immobilienbesitzer. Rund 90% dieser Vorsorgeeinrichtungen investieren in der einen oder anderen Form in Immobilien.¹ Sie kontrollieren – direkt und indirekt – rund 3% des Schweizer Immobilienmarktes, dessen Volumen auf rund Sfr. 1'920 Mrd. beziffert wird.² Einen bedeutend grösseren Anteil besitzen die Pensionskassen am Wohnungsmarkt (rund 6%).

Das Bundesamt für Wohnungswesen (BWO) erwägt, im Rahmen seines Forschungsprogramms abklären zu lassen, wie Pensionskassen in den nächsten Jahren mit ihrem Immobilienbesitz umgehen werden. Insbesondere stellt sich die Frage, welche Auswirkungen eine allfällige Desinvestition der Pensionskassen auf den Immobilienmarkt im Allgemeinen und den Mietwohnungsmarkt im Besonderen hätte. Im Rahmen dieser Vorstudie gilt es abzuklären, ob in den nächsten Jahren überhaupt mit einer signifikanten Desinvestition der Pensionskassen im Bereich des Immobilienmarktes zu rechnen sein wird.

Ob und wenn ja in welchem Umfang mit einer signifikanten Desinvestition der Pensionskassen im Bereich des Immobilienmarktes zu rechnen ist, hängt von verschiedenen Entwicklungen ab. Ein entscheidendes Element ist die demographische Entwicklung der schweizerischen Bevölkerung, d.h. primär die zukünftige Veränderung der Altersstruktur. Die Höhe der für die Rentenzahlungen der Pensionskassen benötigten finanziellen Mittel hängt von der Anzahl Personen ab, die in Pension gehen werden. Ein weiterer entscheidender Punkt ist die Portfoliostrategie der Pensionskassen. Sie bestimmt, in welchen Bereichen die Pensionskassengelder angelegt und im Falle eines erhöhten Bedarfs wieder abgezogen werden. Neben den Pensionskassen sind ev. noch weitere Gefässe und Produkte der Kapitalbindung für die Altersvorsorge zu beachten. Insbesondere die 3. Säule, Lebensversicherungen sowie frei handelbare Fonds führen Immobilien in ihren Portfolios, die von einer eventuellen Desinvestition betroffen sein könnten.

In Rahmen dieser Vorstudie sollen mögliche Auswirkungen der veränderten

¹ vgl. Robeco et al (2002), S. 16

² Marktwerte, Angaben von Wüest & Partner AG, Zürich

Altersstruktur auf den Immobilienmarkt abgeschätzt werden. In einem ersten Schritt wird eine Abgrenzung der für diese Fragestellung relevanten Immobilienanlagen vorgenommen. In einem zweiten Schritt werden die für relevant befundenen Anlagen genauer beschrieben und quantifiziert. Die Überprüfung der Desinvestitionshypothese unter Berücksichtigung der zukünftigen Bedeutung von Immobilienanlagen ist Untersuchungsgegenstand des dritten Schritts. Speziell geht es um die Frage, wie Pensionskassen mit ihren Immobilien umgehen werden und welche Entwicklungen bei unterschiedlichen Rahmenbedingungen zu erwarten sind. Im Ausblick werden zum Schluss einige Themen und Fragestellungen aufgeworfen, die im Rahmen dieser Vorstudie nicht näher behandelt werden konnten.

Bis heute existieren bezüglich den Auswirkungen der demographischen Entwicklung auf den Immobilienmarkt nur wenige wissenschaftliche Arbeiten. Zudem haben sich verschiedene frühere Berechnungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung des Kapitalstocks der Pensionskassen im Nachhinein wieder als falsch erwiesen. Aussagen zu in ferner Zukunft liegenden Entwicklungen solch komplexer Themengebiete sind daher mit der nötigen Vorsicht zu geniessen.

Für die vorliegende Arbeit wurden verschiedenste Gespräche mit Bundesämtern, Pensionskassen und externen Beratern geführt (vgl. Liste der Gesprächspartner). Zusätzlich wurde eine grosse Anzahl von in- und ausländischen Studien und Untersuchungen herangezogen, um für dieses komplexe, breite und momentan sehr brisante Themengebiet einen möglichst aktuellen Überblick geben zu können.

2. Abgrenzung der Immobilienanlagen

2.1. Pensionskassen

Allgemeine Informationen

In der Schweiz gab es Ende 2000 total 9'000 Vorsorgeeinrichtungen, die für insgesamt 3.22 Millionen Versicherte zuständig sind (inklusive den mehrfach Versicherten).³ Sie verwalten die Beiträge von Arbeitnehmern und Arbeitgebern und sind für die Organisation der Auszahlung dieser Gelder an die Versicherten zuständig. Diese sogenannte 2. Säule oder auch *Berufliche Vorsorge* leistet damit neben der 1. Säule (Staatliche Vorsorge) und der 3. Säule (Selbstvorsorge) einen wichtigen Beitrag zum Ziel der Sozialen Sicherheit bei Alter, Tod und Invalidität. Im Gegensatz zur staatlichen Vorsorge, die nach dem *Umlageverfahren* konzipiert ist, funktioniert die berufliche Vorsorge nach dem *Kapitaldeckungsverfahren*. Seit der letzten Erhebung im Jahre 1998 hat die Bilanzsumme resp. das aufgelaufene Kapital der Pensionskassen um weitere 62 Milliarden Franken auf ein Total von 490 Milliarden Franken zugenommen.⁴ Damit verfügt die Schweiz – gemessen in Prozent des BIP – über den grössten Kapitalstock der Welt und ein sehr weit fortgeschrittenes System der beruflichen Vorsorge.

Pensionskassen sind als Verwalter dieses Kapitalstocks wichtige Investoren auf dem Immobilienmarkt (vgl. Kapitel 3.2.). In ihrem Besitz sind rund 6% des Schweizer Wohnungsbestandes.⁵ Die Bedeutung von Immobilienanlagen hat allerdings während den vergangenen zehn Jahren laufend abgenommen. Diese Trendwende konnte Ende der 80-er, zu Beginn der 90-er Jahre beobachtet werden, als der Immobilienboom langsam abflaute und die Aktienmärkte überdurchschnittlich stark zu steigen begannen. Trotz den in den letzten Jahren stark ausgebauten Aktienpositionen im Portfolio betrug der Immobilienanteil bei Pensionskassen im Jahr 2000 mit ca. Sfr. 60 Mrd. aber immer noch 12.4% des

³ Darin enthalten ist jedoch eine Vielzahl von stillgelegten Stiftungen und patronalen Fonds, womit sich die effektive Zahl von Vorsorgeeinrichtungen um etwa die Hälfte reduziert (vgl. www.vorsorgeforum.ch)

⁴ vgl. BFS (2002): Pressemitteilung vom 30. April 2002, Die berufliche Vorsorge in der Schweiz

⁵ vgl. Credit-Suisse (2002), S. 4

Gesamtkapitals.⁶ Gerade für Pensionskassen als grosse institutionelle Anleger bieten Immobilienanlagen grosse Diversifikationspotenziale, womit das Risiko eines Portefeuilles markant gesenkt werden kann.⁷

2.2. Weitere Immobilienanlagen

Die 1. Säule der Vorsorge

Die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) bildet zusammen mit der Invalidenversicherung (IV) die 1. Säule des schweizerischen Systems der sozialen Sicherheit. Die AHV soll die Existenzsicherung im Alter gewährleisten und basiert auf einem sogenannten Generationenvertrag. Dies bedeutet, dass jeweils mit den laufenden Beiträgen der erwerbstätigen Generation die laufenden Renten der Pensionierten finanziert werden. Bei diesem Umlageverfahren wird im Gegensatz zum Kapitaldeckungsverfahren kein Kapitalstock aufgebaut. Einzig als Schwankungsreserve wird eine Kapitalreserve gebildet, die aufkommende Unregelmässigkeiten auf der Ausgaben- und Einnahmenseite ausgleichen soll.

Dieser Ausgleichsfonds sollte in der Regel nicht unter den Betrag einer Jahresausgabe der AHV sinken, damit ein reibungsloser Zahlungsablauf sichergestellt werden kann.⁸ Die Gelder in diesem Fonds werden so angelegt, dass ihre Sicherheit sowie eine marktgerechte Rendite gewährleistet sind.⁹ Im Jahr 2000 betrug der Bestand an Geldern im AHV-Ausgleichsfonds Sfr. 22.7 Mrd., was ca. 82% der Ausgaben im entsprechenden Jahr entsprach.¹⁰ Verglichen mit dem Kapitalstock der beruflichen Vorsorge ist jener der AHV verschwindend klein. Die Mehrheit dieser Gelder sind in Form von Darlehen und Inlandsobligationen (ca. 55%) und in Schweizer Aktien (ca. 18%) angelegt.¹¹ In Immobilien sind zum jetzigen Zeitpunkt nur rund 1% der gesamten Mittel investiert (indirekte Anlagen),

⁶ vgl. BFS (2002): Pressemitteilung vom 30. April 2002, Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, S. 6

⁷ vgl. Credit-Suisse (2002), S. 72

⁸ vgl. Bundesgesetz über die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHVG), Art. 102, Abs. 3 (SR 831.10)

⁹ vgl. AHVG, Art. 108, Abs. 1

¹⁰ vgl. BSV (2001a), S. 3

¹¹ vgl. BSV (2001b), S. 74

was im Jahr 2000 einen Betrag von ca. Sfr. 200 Mio. ausmachte. Für die Zukunft wird ein Ausbau dieser Anlageposition angestrebt, das Ziel beträgt 5%.¹² Trotz dieser Verfünffachung des heutigen Immobilienbestandes ist auf Grund des immer noch sehr kleinen Volumens kein signifikanter Einfluss der Anlagepolitik der 1. Säule auf den Immobilienmarkt zu erwarten.

Die 3. Säule der Vorsorge

Die dritte Säule der sozialen Sicherheit ist jene der privaten Vorsorge. Sie ist freiwillig, liegt ganz im Ermessen des Einzelnen und ist somit die individuelle Ergänzung zu den Säulen 1 und 2. Bei der 3. Säule wird unterschieden in die gebundene (3a) und die freie Vorsorge (3b). Die gebundene Vorsorge wird steuerlich begünstigt, womit die Bezugsmöglichkeiten stark eingeengt sind. Die freie Vorsorge besteht aus privatem Sparen und Versichern (inkl. Bildung von Wohneigentum). Sie dient aber nicht ausschliesslich der Altersvorsorge, sondern kann je nach Belieben erweitert oder aufgelöst werden.

Da zur Säule 3a noch keine offizielle Statistik existiert, führte das BSV eine Umfrage bei den Bankstiftungen und Versicherungseinrichtungen durch. Diese kam zum Schluss, dass sich die im Rahmen der gebundenen Vorsorge angelegten Vermögenswerte auf ungefähr Sfr. 33.2 Mrd. belaufen (Stichtag: 31.12.1999).¹³

Bezüglich der freien Vorsorge (Säule 3b) existieren noch keine genaueren Untersuchungen. Sehr grobe Schätzungen gehen davon aus, dass sich in der 3. Säule ein Kapital zwischen Sfr. 1'000 und 2'000 Mrd. angesammelt hat. Ein Teil dieses Kapitals, dessen Ausmass auf Grund der heutigen Datenlage nicht abgeschätzt werden kann, ist in Form von Immobilien (direkt und indirekt) angelegt.

¹² Gemäss mündlicher Auskunft von Herr Dominique Salamin, Geschäftsführer des AHV-Ausgleichsfonds.

¹³ vgl. Sommer (2001), S. 145

2.3. Zwischenfazit

Nach dieser kurzen Betrachtung der verschiedenen Anlagegefässe, die Immobilien enthalten, sind wir zum Schluss gekommen, im Rahmen der Vorstudie nur die Immobilienanlagen der Pensionskassen zu betrachten. Dies aus folgenden Überlegungen:

- Zur Schaffung von Liquidität werden in erster Linie die Pensionskassen Anteile ihrer Vermögenswerte liquidieren müssen.
- Die Kapitalbestände von AHV und Säule 3a sind im Vergleich zu jenem der Pensionskassen sehr klein. Beeinflussungen des Immobilienmarktes durch AHV und Säule 3a sind daher äusserst unwahrscheinlich.
- Zur Säule 3b existieren noch nicht ausreichend Daten für eine Analyse der hier zu diskutierenden Fragestellung. Ausserdem dient die Säule 3b nicht ausschliesslich der Altersvorsorge, was die Prognose von zukünftigen Kapitalflüssen verunmöglicht. Ausserdem würde die Berücksichtigung des gesamten Kapitalmarktes den Rahmen dieser Vorstudie sprengen.

Im folgenden Kapitel werden nun die für diese Untersuchung relevanten Immobilienanlagen der Pensionskassen genauer betrachtet.

3. Immobilienanlagen der Pensionskassen

3.1. Anlagevorschriften

Die Pensionskassen sind verpflichtet, das ihnen anvertraute Kapital wirtschaftlich anzulegen, um eine dem Markt entsprechende Rendite zu erwirtschaften. Das Risiko des Anlageportfolios soll dabei möglichst tief sein, was mittels einer Diversifikation der Anlagen angestrebt wird. Bezüglich der Anlagen sind die Pensionskassen grundsätzlich frei. Die BVV 2¹⁴ gibt jedoch Rahmenbedingungen

¹⁴ BVV 2: Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18.

vor, womit unverantwortbare Anlagerisiken vermieden werden. Zum Schutz der heutigen und zukünftigen Rentenbezüger gelten die folgenden Regelungen:¹⁵

Tabelle 1: Anlagevorschriften für Pensionskassen

Art der Anlage	Zulässiger Höchstbetrag (in % der Bilanzsumme)
<i>Anlagen in der Schweiz</i>	
Forderungen aller Art	100
Grundpfandtitel	75
<i>Liegenschaften und Immobiliengesellschaften</i>	50
Aktien und ähnliche Wertschriften	30
<i>Anlagen im Ausland</i>	
Aktien und ähnliche Wertschriften	25
Fremdwährungen, konvertibel	20
Forderungen	30
<i>Liegenschaften und Immobiliengesellschaften</i>	5
<i>Anlagen beim Arbeitgeber</i>	
Ungesicherte Forderungen inkl. Aktien	20
Gesicherte Forderungen	100
Aktien	10

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an BFS (2001), S. 52

Von Gesetzes wegen könnte somit ein relativ grosser Anteil der Anlagen in Form von Immobilien getätigt werden. Die gesetzlichen Möglichkeiten werden aber in der Realität bei weitem nicht ausgeschöpft. Pensionskassen haben durchschnittlich deutlich weniger als die erlaubten 55% ihrer Anlagen im Immobilienbereich investiert, nämlich nur rund 12% (im Jahr 2000).

April 1984, SR 831.441.1

¹⁵ vgl. BFS (2001a), S. 52

3.2. Anlageformen und Immobilienbestand der Pensionskassen

Entwicklung des Immobilienanteils bei Pensionskassen

Tabelle 2 gibt einen Überblick über die Anlagen der schweizerischen Pensionskassen. Aus den verschiedenen Anlagekategorien geht hervor, dass die Immobilienanlagen für Pensionskassen zwar nach wie vor eine grosse Bedeutung haben, diese in den letzten Jahren jedoch gesunken ist. Ihr Anteil an der Bilanzsumme betrug im Jahr 2000 rund 12.4% (direkte Anlagen: 10.5%; indirekte Anlagen: 1.9%). Auf der anderen Seite waren Aktien Ende 2000 mit ca. 33% (direkt: 26.5%; indirekt: 6.3%) der Bilanzsumme die wichtigste Anlageform, gefolgt von den Obligationen mit 31% (direkt: 26.5%; indirekt: 4.7%). Seit 1992 hat es bei der Anlageform z.T. grosse Verschiebungen gegeben, was auch aus Tabelle 2 und Abbildung 1 deutlich zum Vorschein kommt. Bei den indirekten Immobilienanlagen handelt es sich um den Kauf von Anteilen bei Anlagefonds, Anlagestiftungen und Immobiliengesellschaften (s.a. S. 12 für weitere Informationen).

Tabelle 2: Anlageformen der Pensionskassen im Zeitvergleich in %

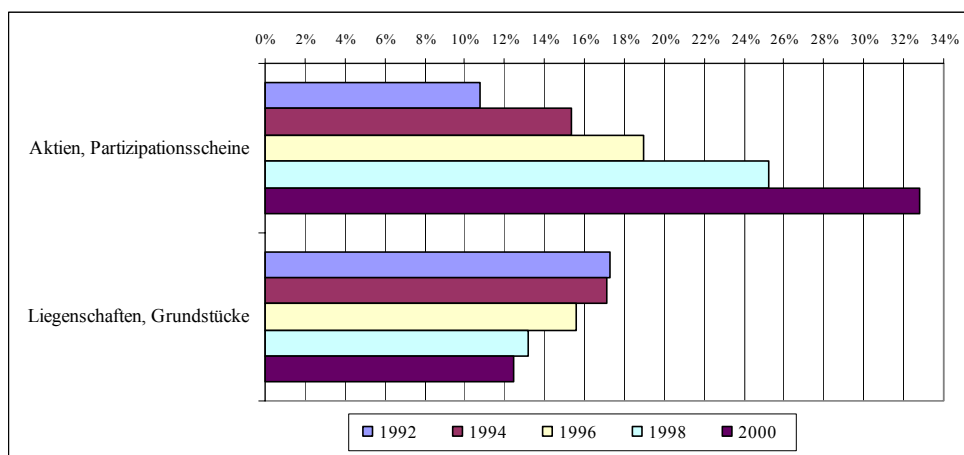
	1992	1994	1996	1998	2000
Direkte Anlagen	92.0	90.5	87.7	86.9	84.0
davon:					
Obligationen/Kassascheine	29.7	28.0	26.4	26.2	26.5
Aktien und Partizipationsscheine	9.7	13.7	16.0	21.1	26.5
Liegenschaften/Grundstücke	16.3	16.1	14.3	11.8	10.5
Anlagen beim Arbeitgeber	14.7	14.8	12.7	11.0	6.2
Flüssige Mittel/kurzfristige Anlagen	12.3	9.5	11.3	11.1	9.2
Hypotheken	9.2	8.4	7.0	5.6	4.8
Verschiedenes	0.1	0.0	0.0	0.1	0.3
Indirekte Anlagen	7.2	8.6	11.2	12.4	15.2
davon:					
Obligationen	3.7	3.9	4.6	4.6	4.7
Immobilienanlagen	1.0	1.0	1.4	1.3	1.9
Aktien	1.0	1.7	3.0	4.2	6.3
Verschiedenes	1.5	2.0	2.2	2.3	2.3
übrige Aktiven	0.8	0.9	1.1	0.7	0.8
Total	100	100	100	100	100

Quelle: Pensionskassenstatistik BFS

Für diese Verschiebung der Gewichtung von Anlageformen im Zeitraum von 1992 bis 2000 lassen sich insbesondere zwei Gründe aufführen:

- In den 90er-Jahren waren auf den Aktienmärkten aussergewöhnlich hohe Renditen zu erzielen, was eine stärkere Gewichtung von Aktienanlagen auslöste (Verdreifachung seit 1992).
- Diese Umschichtung hin zu Aktien wurde teilweise zu Lasten der trägeren Immobilienanlagen vollzogen (Rückgang um rund 30%). Auch der starke Rückgang bei den Hypotheken wird grösstenteils darauf zurückzuführen sein.

Abbildung 1: Entwicklung von Aktien- und Immobilienanlagen im direkten Vergleich



Quelle: BFS

Entwicklung des Immobilienbestandes in absoluten Zahlen

Zwar haben die Immobilien bei Vorsorgeeinrichtungen in den vergangenen Jahren prozentual als Anlageform an Bedeutung verloren. Trotz des sinkenden relativen Anteils der Immobilien an der Bilanzsumme haben die absoluten Beträge in der gleichen Zeitperiode aber zugenommen. Der Wert der von den Pensionskassen kontrollierten Immobilien hat sich von 1992 bis 2000 wie folgt entwickelt:

Tabelle 3: Entwicklung des Bestandes an Immobilienanlagen (in Mio. Sfr.)

Immobilienbestand	1992	1994	1996	1998	2000
Direkte Anlagen	41'754	47'584	49'771	50'695	51'570
Indirekte Anlagen	2'503	3'057	4'576	5'651	8'400
Total Anlagen	44'257	50'641	54'347	56'346	59'970
rel. Anteil Immob.	17.2%	17.1%	15.6%	13.2%	12.4%

Quelle: BFS

Die ausländischen Liegenschaften sind in den oben dargestellten Zahlen jeweils bereits enthalten; ihr Anteil ist jedoch sehr marginal (z.B. 0,2% für das Jahr 2000). Gesamthaft waren im Jahr 2000 rund Sfr. 60 Mrd. an Pensionskassengeldern im Immobilienbereich investiert.

Trend zu indirekten Anlagen

Während die direkten Immobilienanlagen relativ gesehen rückläufig sind, ist ein allgemeiner Aufwärtstrend bei den indirekten, kollektiven Anlageformen zu beobachten (+ 45% seit 1998, s. auch Tabellen 2 und 3).¹⁶ Bei diesen indirekten resp. kollektiven Anlagen handelt es sich – im Gegensatz zum direkten Erwerb von Immobilienobjekten – um in Anteilscheinen gehandelte Immobilienfonds oder Anlagestiftungen sowie um Beteiligungen an börsenkotierten Immobiliengesellschaften. Der Immobilienanteil bei den indirekten Anlagen ist aber noch sehr klein (rund 1.9% im Jahr 2000). Für die Zukunft ist in diesem Bereich auch seitens der Pensionskassen mit einer weiteren Zunahme der Nachfrage zu rechnen. Indirekte Anlagen werden zunehmend als Alternative zu Direktanlagen gesehen, weil¹⁷

- der Immobilienbestand in ein grösseres Portfolio eingebracht wird, was die Realisierung von Skaleneffekten ermöglicht,
- das aufwändige Immobilienmanagement an eine Gruppe mit Kernkompetenz in diesem Bereich abgetreten werden kann,

¹⁶ vgl. BFS (2002): Pressemitteilung vom 30. April 2002, Die berufliche Vorsorge in der Schweiz

¹⁷ vgl. Credit-Suisse (2002), S. 57f.

- bei indirekten Anlagen deutlich weniger Transaktionskosten auftreten als bei Direktanlagen.

An dieser Stelle gilt es jedoch anzumerken, dass ein Engagement in indirekte Immobilienanlagen teils mit relativ hohen Verwaltungskosten verbunden sein kann. Bei Anlagefonds können diese zwischen 2.5% und 7.5% des Totalertrags liegen.¹⁸

3.3. Zwischenfazit

Abschliessend zu diesem Kapitel lässt sich folgendes zusammenfassen:

- Während der Beobachtungsperiode hat die prozentuale Bedeutung von Immobilienanlagen bei Pensionskassen abgenommen. Diese Entwicklung ist teilweise auf die hohe Attraktivität der Aktienmärkte zurückzuführen, was das Gewicht von Aktienanlagen im gleichen Zeitraum markant erhöhte.
- Trotz dieser Entwicklung haben die von den Pensionskassen verwalteten Immobilienwerte in absoluten Zahlen konstant zugenommen.
- In den letzten Jahren konnte ein Trend zu indirekten Immobilienanlagen beobachtet werden, der sich in Zukunft noch verstärken dürfte.

¹⁸ vgl. Ammann/Scherrer (2000), S. 6

4. Künftige Immobilieninvestitionen der Pensionskassen

4.1. Kapitalbestand und Desinvestitionshypothese

Die zukünftige Entwicklung des Kapitalstocks und somit die Frage, ob und wenn ja in welchem Umfang Desinvestitionen zu erwarten sind, ist u.a. abhängig von der demographischen Entwicklung unserer Gesellschaft und vom Kapitalertrag, der an den Kapitalmärkten erwirtschaftet werden kann.

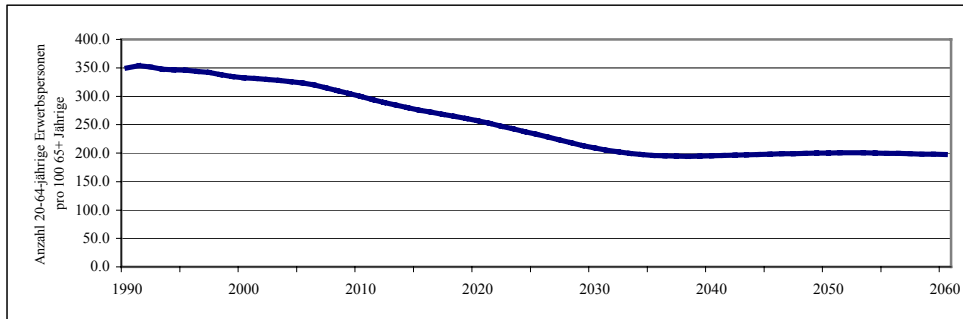
Demographische Entwicklungen und Trends

In Zukunft ist mit einschneidenden demographischen Veränderungen zu rechnen, welche Gesellschaft und Wirtschaft der Schweiz stark beeinflussen werden. Die Diskussionen wieder intensiviert haben die vom Bundesamt für Statistik (BFS) im letzten Jahr erarbeiteten Demographieszenarien. Diese sagen eine markante Alterung zwischen 2005 und 2035 sowie eine rückläufige Erwerbsbevölkerung ab 2015 voraus (vgl. auch Abbildung 2).¹⁹ Hängt die Funktion des Umlageverfahrens der AHV stark vom Verhältnis zwischen aktiver Bevölkerung und Rentnern ab, so ist für die berufliche Vorsorge hauptsächlich die steigende Lebenserwartung von Bedeutung. Während in Westeuropa im Jahr 1950 ein 65-Jähriger noch eine Lebenserwartung von 15 Jahren vor sich hatte, sind es heute bereits rund 18 Jahre. Bis im Jahr 2050 sollen es 20 Jahre sein. Je grösser die Lebenserwartung für einen 65-jährigen Menschen ist, desto länger sind Rentenzahlungen zu entrichten, was zu höheren Ausgaben führt. Dieser Entwicklung gilt es u.a. mit der Anpassung des Umwandlungssatzes Rechnung zu tragen.²⁰ Zu beachten ist auch die bevorstehende Pensionierung der *Baby-Boom-Generation* (Nachkriegsgeneration), die einen grossen Anteil der heute erwerbstätigen Bevölkerung darstellt. Mit der Pensionierung dieser Generation wird die Zahl der Rentenbezüger ab dem Jahr 2010 überdurchschnittlich stark ansteigen. Die seit 1964 massiv zurückgegangenen Geburtenraten tragen dazu bei, dass die Erwerbsbevölkerung ab ca. 2015 wahrscheinlich rückläufig sein wird.

¹⁹ vgl. BFS (2001b), S. 1

²⁰ Der Umwandlungssatz bestimmt, welcher Anteil des angesparten Alterskapitals in Form einer jährlichen Rente ausbezahlt wird. Über die Anpassung dieses Umwandlungssatzes wird zur Zeit diskutiert.

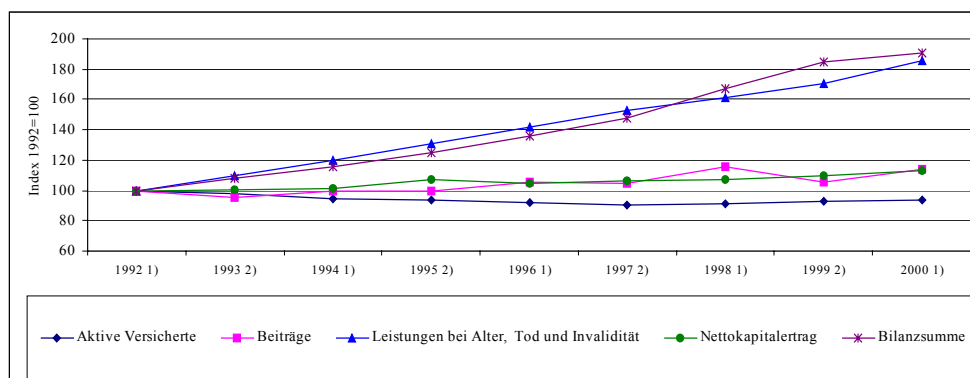
Abbildung 2: Anzahl 20-64-jährige Erwerbspersonen pro 100 Personen im Alter von 65+

Quelle: BFS (Szenario *Trend*)

Auswirkungen auf den Kapitalstock der beruflichen Vorsorge

Ein erstes Element, das den Kapitalstock massgeblich zu verändern vermag, ist das Verhältnis von Beitragszahlungen einerseits und auszuzahlenden Leistungen andererseits. Momentan befinden wir uns noch in der Aufbauphase dieses Kapitalstocks wie auch die Entwicklung der Bilanzsumme in Abbildung 3 zeigt. Dieser momentane Aufbau des Kapitalstocks ist teilweise auch systembedingt, da das heutige System der obligatorischen beruflichen Vorsorge erst seit 1985 existiert.

Abbildung 3: Entwicklung einiger für die berufliche Vorsorge wichtiger Parameter von 1992 bis 2000



Quelle: BFS (1) bedeutet Vollerhebung, 2) Schätzung)

Einer zunehmenden Zahl von Personen im Alter von 65 und mehr Jahren steht eine abnehmende Erwerbsbevölkerung gegenüber (vgl. Abbildung 2). Diese Entwicklung begünstigt einen abnehmenden Kapitalstock, da sich das Verhältnis

von Ein- und Auszahlungen zu Ungunsten der Einzahlungen verschlechtert. Hier stellt sich die Frage, inwiefern dies ein tatsächliches Problem darstellt. Offen bleibt diesbezüglich die Frage nach dem optimalen Verlauf des Kapitalstocks. Dazu existieren verschiedene Ansichten. Für eine vertiefte Auseinandersetzung mit dieser Problematik sei an dieser Stelle auf die Studie von Zimmermann/Bubb verwiesen.²¹

Zusätzliche Jahre an Lebenserwartung bedeuten bei konstanten Renten steigende Rentenzahlungen. Diese dazukommenden Mehrkosten sowie der kontinuierliche Wegfall von Einzahlungen der bedeutenden geburtenreichen Generation führt zu abnehmenden Zuflüssen einerseits und voraussichtlich zu einem sinkenden Kapitalstock andererseits. Wann dieser Abbau beginnt, wie gross er sein wird und ob dieser Prozess nach einer gewissen Zeit zum Stillstand kommt, kann momentan nicht eindeutig vorausgesagt werden. Diese Entwicklung wird – abgesehen von der Ausgabe- und Einnahmesituation – stark beeinflusst von den Schwankungen an den Kapitalmärkten, dem Wirtschaftswachstum, den zukünftigen Einwanderungen und nicht zuletzt durch Veränderungen in der Ausgestaltung der 2. Säule.²²

Kapitalertrag

Eine entscheidende Rolle für die Entwicklung des Kapitalstocks der Altersvorsorge spielen die Kapitalmärkte. Mit einer einfachen Zinseszinsrechnung lässt sich nachweisen, dass der Anteil der Verzinsung am Alterskapital bereits bei einem durchschnittlichen Zins von 4% beinahe 59% ausmacht (Annahmen: monatliche Einzahlungen von Sfr. 1'000 während einer Erwerbsdauer von 40 Jahren).²³ Die Entwicklung des Kapitalstocks hängt also in grossem Masse von der Entwicklung der am Kapitalmarkt erzielten Renditen ab. Genau diese Entwicklung kann jedoch nicht vorausgesagt werden.

²¹ vgl. Zimmermann/Bubb (2002), S. 81ff.

²² z.B. Minimalverzinsung, Umwandlungssatz oder Beitragssätze

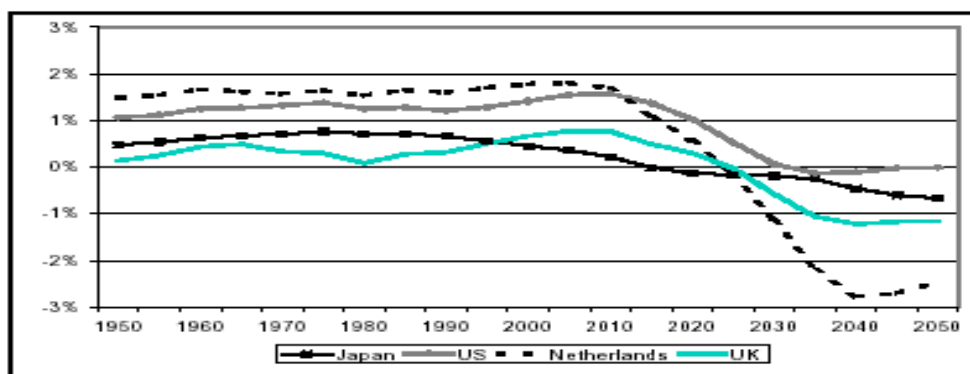
²³ vgl. Zimmermann/Bubb (2002), S. 29

Empirische Untersuchungen

Verschiedene internationale Untersuchungen rechnen damit, dass ungefähr während den nächsten zehn bis zwanzig Jahren der Kapitalstock weiter aufgebaut wird, was zusätzliche Investitionen am Kapitalmarkt ermöglicht. Ca. ab 2025 wird mit einer Abnahme des Kapitalstocks gerechnet, was die Liquidation von Vermögenspositionen zur Folge haben wird.²⁴ Da für die Schweiz keine aktuelle Modellrechnung für die Entwicklung des Kapitalstocks der Pensionskassen existiert, werden im folgenden einige Resultate einer internationalen Untersuchung präsentiert.

Abbildung 4 zeigt die Resultate einer Studie von Merrill Lynch für vier ausgewählte Länder.²⁵ Dargestellt sind jeweils die geschätzten Netto-Kapitalflüsse (d.h. Nettozu- resp. –abfluss zum Kapitalstock der Pensionskassen) in Prozent des Bruttoinlandproduktes. Danach beginnt der Abbau des Kapitalstocks für diese Länder zwischen den Jahren 2020 und 2035. Die Folgen treffen jedes Land in einem anderen Ausmass, je nach Entwicklung von Demographie, Merkmalen des Pensionskassensystems, Wirtschaftsentwicklung usw.. Generell verläuft die Entwicklung jedoch mehr oder weniger parallel, was auch für die Schweiz zu erwarten ist. Aussagen zu Detailentwicklungen lassen sich im Rahmen dieser Studie aber nicht machen.

Abbildung 4: Netto-Kapitalflüsse bzgl. des Kapitalstocks in % des BIP



Quelle: Mantel (2000), S. 13

²⁴ vgl. u.a. Stowe (2001); Winter (2002); Mantel (2000)

²⁵ vgl. Mantel (2000), S. 13

Mit einem Abbau des heute sehr hohen Kapitalstocks wird somit, nach dem momentanen Stand der Dinge, in absehbarer Zukunft zu rechnen sein – grundlegende Veränderungen des Status Quo in Form von z.B. Beitragserhöhungen und langfristiger, überdurchschnittlicher Performance der Kapitalmärkte ausgenommen. Wird der Kapitalstock reduziert, so bedeutet dies, dass Vermögensbestände der Pensionskassen liquidiert werden müssen – es wird desinvestiert. Der Umfang dieser Desinvestition ist aber wiederum u.a. von den weiter oben genannten Faktoren abhängig und somit nur schwer zu beziffern. Um mögliche Auswirkungen von solchen Desinvestitionen auf den Immobilienmarkt abschätzen zu können, muss zuerst kurz auf die Bedeutung von Immobilien für Pensionskassen eingegangen werden.

4.2. Zukünftige Bedeutung von Immobilienanlagen für Pensionskassen

Pensionskassen und Immobilien morgen

Mit der sinkenden Attraktivität von Aktien scheinen Immobilien als Anlageform langsam aber sicher wieder ins Rampenlicht zu rücken. Immobilien werden quasi wiederentdeckt. Verschiedene Studien, Untersuchungen und Experten rechnen denn auch mit ansteigenden Investitionen im Immobilienmarkt.²⁶ Je näher der Auszahlungstermin einer ansteigenden Zahl von Renten rückt, desto eher wird das Kapital in Anlagen mit tieferen Wertschwankungen investiert.²⁷ Dies ist durchaus ein weiteres plausibles Argument für eine steigende Nachfrage der PK nach Immobilienanlagen. Die relativ geringe Dynamik der Ertragsströme des Immobiliensektors wird vermehrt wieder positiv gewertet, da die Investitionsrentabilität auch auf längere Frist berechenbarer ist als bei volatileren Anlagen.²⁸

Ein einheitlicher Trend lässt sich bei den indirekten Immobilienanlagen beobachten. Der Markt für diese Anlageformen ist stark am Wachsen und bietet

²⁶ siehe u.a. Roder (2002); Buchschacher (2002); Suter/Benz (2001); Watson Wyatt (2002)

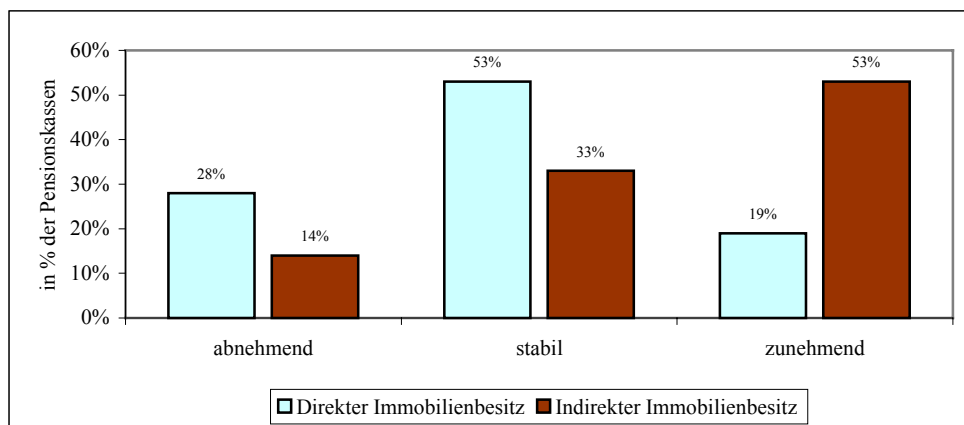
²⁷ vgl. Mantel (2000), S. 25f.

²⁸ vgl. Roder (2002), S. 59

Investoren zahlreiche Vorteile (s.a. Kapitel 3.2.). Indirekte Immobilienanlagen stehen in der Schweiz erst am Anfang der Entwicklung und werden sich in den kommenden Jahren weiter professionalisieren. Einer Umfrage der Swissca Portfolio Management AG bei den öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen zu Folge werden im Bereich der Immobilienanlagen die in Abbildung 5 dargestellten Strategien angestrebt.

Während bei direkten Immobilienanlagen laut dieser Untersuchung keine grossen Verschiebungen zu erwarten sind, besteht ein klarer Nachholbedarf bei indirekten Anlagen. Nicht weniger als 53% der öffentlich-rechtlichen Pensionskassen, die an der Umfrage teilgenommen haben, wollen in Zukunft vermehrt indirekt im Immobilienmarkt investieren.²⁹ Momentan ist eine Umschichtung festzustellen, indem Pensionskassen ihre Immobilien den Anlagestiftungen zum Kauf anbieten und von ihnen wiederum Anteile zeichnen.³⁰ Allerdings fehlen heute oft noch die entsprechenden Anlagemöglichkeiten. Mit der steigenden Nachfrage wird sich dieser Markt aber schneller als bis anhin entwickeln und kreative Investitionsprodukte gerade auch für institutionelle Anleger schaffen.

Abbildung 5: Trend bezüglich direktem/indirektem Immobilienbesitz bei PK



Quelle: Roder (2002), S. 60

Zu sehr ähnlichen Ergebnissen kommt auch eine Umfrage der Rabo Robeco Bank

²⁹ Es gibt verschiedene indirekte Investitionsarten im Immobilienmarkt: Kauf von Anteilen eines Immobilienfonds; Investition in Anlagestiftungen und Erwerb von Aktien der Immobilienbeteiligungsgesellschaften.

³⁰ Telefongespräch mit Heinz Roder von der Prevista Anlagestiftung vom 8.7.02

(seit 1. Juli 2002 Teil der Sarasin Bank) bei Pensionskassen bezüglich Anlagen und Anlagestrategie der Jahre 2000-2002 (die Ergebnisse beziehen sich auf den Stichtag des 31.12.2000). Bei anhaltender Börsenflaute sei es durchaus denkbar, dass Immobilienanlagen wieder an Gewicht gewinnen werden. Diese für mittlere und grosse Pensionskassen repräsentative Umfrage stellte auch einen Trend zu indirekten Anlagen fest. Das anvisierte 5-Jahres-Ziel sieht bei den inländischen Immobilienanlagen einen minimalen Rückgang vor (von 18.19% auf 17.4%).³¹ Angesichts der heutigen Börsenlage ist eine Neueinschätzung des vor rund 1 ½ Jahren genannten Asset Allokations-Ziels durchaus realistisch. Hinzu kommt, dass die genannten rund 17% Immobilienanteil der an der Umfrage beteiligten 164 Kassen, die mit Sfr. 201 Mrd. übrigens beinahe die Hälfte des Gesamtkapitals der 2. Säule repräsentieren, deutlich über dem gesamtschweizerischen Durchschnitt von 12.4% liegen. Bedeutet dies, dass ev. einige PK bei Immobilienanlagen einen grösseren Nachholbedarf aufweisen?

Für eine in Zukunft wieder wachsende Bedeutung von Immobilienanlagen bei Pensionskassen sprechen verschiedene Gründe, u.a. die folgenden:

- Einige Untersuchungen empfehlen für ein effizientes Portefeuille einen Immobilienanteil zwischen 20 und 30%.³² Dies würde bedeuten, dass gerade Pensionskassen mit einem durchschnittlichen Immobilienanteil von gegenwärtig nur rund 12% in Zukunft vermehrt in Immobilien investieren müssten.
- Zunehmend attraktivere indirekte Anlagemöglichkeiten öffnen auch kleineren Vorsorgeeinrichtungen die Türen zum Immobilienmarkt. Diese verfügen oft nicht über das nötige Kapital, um ein gut diversifiziertes Immobilienportefeuille mit direkten Anlagen aufzubauen.
- Anlagestiftungen, Pensionskassenberater und Banken scheinen den Wert von Immobilien als Anlage wieder erkannt oder neu entdeckt zu haben und propagieren dementsprechend ihre neue Sicht der Dinge. Dies könnte durchaus das zukünftige Anlegerverhalten beeinflussen.

³¹ vgl. Robeco et al (2002), S. 5 und S. 16f.

³² vgl. Credit-Suisse (2002), S. 71; Wüest & Partner (1996), S. 97f.; Ammann/Scherer (2000), S. 16

- Immobilienanlagen bieten die Möglichkeit, einen vorübergehenden Liquiditätsbedarf mit der Aufnahme von Fremdmitteln zu finanzieren, ohne dabei die Vermögenswerte veräußern zu müssen. Dies erhöht entscheidend die Flexibilität bei vorübergehend erhöhtem Liquiditätsbedarf.³³

4.3. Mögliche Auswirkungen auf den Immobilienmarkt

Der Immobilienmarkt der Zukunft wird von zahlreichen Faktoren beeinflusst, für die sich keine verlässlichen langfristigen Prognosen erstellen lassen. Die Mehrheit der nachfolgend aufgelisteten Einflussfaktoren kann in dieser Vorstudie auch nicht eingehend behandelt werden. Im Besonderen sind dies:

- Umfang des Kapitalauf- bzw. -abbaus (d.h. Liquiditätsbedarf) der Pensionskassen.
- Veränderungen und Attraktivität des Immobilien- und Aktienmarktes.
- Zinsentwicklungen/-erwartungen auf dem Kapital- und Geldmarkt.
- Inflationsentwicklung/-erwartung.
- Änderungen in der Ausgestaltung der beruflichen Vorsorge (Mindestzinssatz, Umwandlungssatz, Beitragshöhe usw.).

Weitere Aspekte, die es in diesem Zusammenhang zu beachten gilt:

Müssen die Pensionskassen infolge erhöhtem Liquiditätsbedarf Vermögenswerte veräußern, so wird prinzipiell lediglich das Eigentum daran transferiert. Welche Preisanpassungen diese Transaktionen auf den Märkten auslösen (wenn überhaupt), ist jeweils von verschiedenen Effekten der Märkte abhängig (Liquidität, Risikopräferenzen der Akteure, Diversifikation usw.), die nur schwer

³³ vgl. Roder (2002), S. 60f.

prognostizierbar sind.³⁴ Bei Aktien dürften solche Transaktionen keinen dramatischen Einfluss auf den Markt haben. Bei Immobilien muss die Situation allerdings etwas differenzierter betrachtet werden. Fragen in diesem Zusammenhang sind: Was geschieht z.B., wenn ein ausländischer Investor eine grössere Anzahl von Wohnungen in der Schweiz aufkauft? Hat ein solcher Transfer Auswirkungen auf die derzeitigen Mieter? Mögliche negative Effekte solcher Transaktionen müssten in der zukünftigen Politik und Gesetzgebung des Wohnungsmarktes mit berücksichtigt werden.

Des weiteren wird den Kapitalmärkten Informationseffizienz unterstellt, womit erwartete Ereignisse keine Preiseffekte auszulösen vermögen. Dies kann damit erklärt werden, dass alle verfügbaren Informationen bzgl. voraussehbarer Entwicklungen bereits heute in die Preisgestaltung mit einfließen. Dass auf Grund der demographischen Entwicklung (Alterung, steigende Lebenserwartung) mit einem Abbau des Kapitalstocks der Pensionskassen und folglich mit der Liquidierung von gewissen Vermögensanteilen zu rechnen ist, scheint ein erwartetes Ereignis darzustellen, das die Märkte antizipieren und somit nicht überraschen wird. Diese Informationen werden bereits in die heutigen Anlageentscheidungen miteinbezogen. Es kommt hinzu, dass die Pensionskassen eine erhöhte Liquidität nicht von heute auf morgen brauchen, sondern diese kontinuierlich aufbauen werden. Es ist also nicht davon auszugehen, dass Märkte plötzlich mit Vermögenswerten der Pensionskassen überschwemmt werden. Ein sogenannter Liquidationseffekt und als Folge davon ein Zusammenbruch der Immobilienmärkte (und Kapitalmärkte) scheint damit eher unwahrscheinlich zu sein.³⁵

Will man die Folgen von Vermögensveräusserungen auf den Immobilienmarkt abschätzen, so ist ein weiterer wichtiger Punkt zu beachten: der potenzielle Abnehmerkreis. Für Immobilien war der mögliche Investorenkreis lange Zeit sehr limitiert, denn v.a. für ausländische Investoren war der Immobilienerwerb in der Schweiz mit grossen Auflagen verbunden. In der Zwischenzeit haben sich diese Rahmenbedingungen in vielerlei Hinsicht gelockert. Je nach Nutzungszweck des Grundstücks unterliegt dessen Erwerb durch Ausländer der Bewilligungspflicht. Bei direkten Anlagen ist der Erwerb von Wohnimmobilien grundsätzlich

³⁴ vgl. Zimmermann/Bubb (2002), S. 86f.

³⁵ vgl. Zimmermann/Bubb (2002), S. 88f.; Zimmermann (2002)

bewilligungspflichtig.³⁶ Gewerbeimmobilien können dagegen durch ausländische Investoren ohne Bewilligung erworben werden.³⁷ Indirekte Immobilienanlagen können Ausländer in Form von regelmässig gehandelten Immobilienfondsanteilen erwerben. Eine aktuelle Gesetzesrevision sieht vor, dass Personen im Ausland in Zukunft auch Anteile börsenkotierter Wohnimmobiliengesellschaften ohne Bewilligung kaufen können.³⁸ Mit diesen Entwicklungen vergrössert sich der Kreis potenzieller Abnehmer einer eventuellen Veräusserung von Immobilienanlagen. Die Wahrscheinlichkeit von Preiseinbrüchen am Immobilienmarkt mangels Investoren wird damit nochmals reduziert.

4.4. Mögliche zukünftige Entwicklungen und Szenarien

Zum Abschluss werden mit Hilfe obiger eher allgemeiner Informationen einige Szenarien durchgespielt, die aus heutiger Sicht mögliche Entwicklungen und dessen Effekte auf den Immobilienmarkt darstellen sollen. Auf Sensitivitätsrechnungen wurde jedoch verzichtet. Zu viele unberechenbare Faktoren beeinflussen den Immobilienmarkt, so dass solche Berechnungen nur eine Scheingenauigkeit wiedergeben könnten.

Abbildung 6 ist der Versuch einer qualitativen Darstellung der Bedeutung von Immobilienanlagen für Pensionskassen in Abhängigkeit von Kapitalstock- und Kapitalmarktentwicklungen.

³⁶ Mit der Inkraftsetzung der bilateralen Verträge am 1. Juni 2002 gelten für EU-Bürger gelockerte Richtlinien; siehe dazu www.europa.admin.ch

³⁷ für genauere Informationen und Ausnahmen vgl. Bundesamt für Justiz (2002)

³⁸ vgl. EJPD: Pressemitteilung vom 3.7.02

Abbildung 6: Bedeutung von Immobilienanlagen in Abhängigkeit von Kapitalstock- und Kapitalmarktentwicklungen

Kapitalstock Kapital- marktrendite	konstant	steigt	sinkt
konstant			
steigt			
sinkt			

Quelle: eigene Darstellung

Unter der Annahme, dass Immobilienanlagen grundsätzlich wieder an Bedeutung gewinnen werden, ist nur in den folgenden der oben dargestellten Fällen mit einem negativen Effekt für die Immobilienmärkte zu rechnen:

- Bei konstantem Kapitalstock und steigenden Kapitalmarktrenditen ist eine Verschiebung zu Aktienanlagen auf Kosten der Immobilienanlagen zu erwarten.
- Befindet sich bei steigenden Kapitalmarktrenditen der Kapitalstock in einer Phase des Abbaus, so ist auch eine abnehmende Bedeutung von Immobilienanlagen zu erwarten. Benötigte Liquidität wird mittels dem Verkauf von Immobilien beschafft.
- Die negativste Konstellation ist bei gleichzeitigem Eintreffen von Kapitalstockabbau und stark sinkenden Kapitalmarktrenditen zu erwarten. Bei einem allfälligen längerfristigen Börsencrash besteht die Möglichkeit, dass trotz schlechter Aktienrenditen nicht diese Papiere liquidiert werden, da sie entweder nichts mehr wert sind oder die Realisierung solcher Verluste in diesem Moment nicht sinnvoll scheint. In diesem Falle könnten beständigere Werte wie z.B. Immobilien veräußert werden. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Szenario kann als eher klein eingestuft werden.

Tabelle 4 zeigt den Einfluss eines höheren Immobilienanteils anhand eines illustrativen Szenarios. Selbst bei einem Abbau des Kapitalstocks um 20% sinkt der Immobilienbestand nicht unter den heutigen Wert, wenn gleichzeitig der Immobilienanteil im Portefeuille erhöht wird. Eine zunehmende Bedeutung von Immobilienanlagen, was sehr realistisch ist, hat demnach eine grössere Wirkung als eine allfällige Desinvestition der Pensionskassen.

Tabelle 4: Einfluss eines erhöhten Immobilienanteils

	Heute	Szenario 1	Szenario 2
Kapitalstock in Sfr.	1000	800	800
Immobilienanteil in %	12	15	18
Immobilienbestand in Sfr.	120	120	135

Quelle: eigene Darstellung

4.5. Fazit

Es ist einleuchtend, dass die berufliche Vorsorge in der Schweiz von der demographischen Entwicklung betroffen sein wird. Über den Zeitpunkt und das genaue Ausmass dieser Effekte besteht jedoch eine grosse Unsicherheit. Die Komplexität sowie die langfristige Sichtweise erschweren die Erstellung von Zukunftsprognosen in diesem Bereich. Unwahrscheinlich scheint jedoch das in letzter Zeit mancherorts an die Öffentlichkeit getragene Crash-Szenario des Pensionskassensystems und damit auch grössere negative Effekte für den Immobilienmarkt. Die nachfolgende Aufzählung soll nochmals zusammenfassend darlegen, warum wir im Rahmen dieser Vorstudie zu obigem Schluss kommen:

- Finanzmärkte sind grundsätzlich informationseffizient und antizipieren somit voraussehbare Entwicklungen. Die in Zukunft liegende Liquidierung gewisser Vermögensanteile der Pensionskassen wird die Märkte nicht überraschen und dadurch keinen Einbruch hervorrufen.
- Trotz der in den letzten Jahren zurückgegangenen Gewichtung sind Immobilienanlagen seit Jahrzehnten eine wichtige Anlageform für Pensionskassen. Es spricht einiges dafür, dass in Zeiten unsicherer Aktienmärkte Immobilien als effektives Diversifizierungsinstrument von

Investoren wieder neu entdeckt werden und diesem Markt dadurch wieder vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt wird. Ein sich stark entwickelndes Angebot von indirekten Immobilienanlagemöglichkeiten verleiht den Immobilienmärkten eine zusätzliche Dynamik und Attraktivität.

- Eine allfällige Desinvestition der Pensionskassen wird mit einiger Wahrscheinlichkeit durch die Erhöhung des *Immobilienanteils* im Gesamtportfolio der Pensionskassen ausgeglichen.
- Der laufend verbesserte Zugang von ausländischen Investoren zum schweizerischen Immobilienmarkt vergrössert den potenziellen Abnehmerkreis im Falle eines Verkaufs von Immobilien. Diese Entwicklung reduziert das Risiko und erhöht die Liquidität des Immobilienmarktes.

Aufgrund der im Rahmen dieser Vorstudie gewonnenen ersten Erkenntnisse ergibt sich nicht zwingend die Notwendigkeit einer Hauptstudie. Viele Faktoren konnten jedoch nur ansatzweise erörtert werden. Es könnte daher von Interesse sein, diese genauer zu untersuchen.

5. Ausblick und offene Fragen

Die zukünftige Entwicklung der beruflichen Vorsorge beeinflussen werden auch die momentan laufende und in dieser Vorstudie nur am Rande erwähnte 1. BVG-Revision sowie die aktuellen Diskussionen um die Anpassung der Mindestverzinsung und des Umwandlungssatzes. So entlastet eine Senkung des Minimalzinssatzes, wie zur Zeit diskutiert wird, die Ausgabenseite der Pensionskassen bedeutend. Gleichzeitig hat eine solche Massnahme aber auch markante Kürzungen bei den zukünftigen Renten der heute aktiven Erwerbsbevölkerung zur Folge. In Zeiten des schnellen Wandels scheint eine starre Lösung keine Antwort auf die künftigen Herausforderungen zu sein. Ein flexibles, sich den aktuellen Gegebenheiten anpassendes System wäre hier bestimmt vorteilhafter. Auf Grund der steigenden Lebenserwartung wird auch der Umwandlungssatz angepasst werden müssen, da die Altersguthaben auf eine längere Bezugsdauer zu verteilen sind.

Dies sind nur einige Punkte, die unser System der Altersvorsorge entscheidend prägen werden. Auch von diesem Standpunkt aus lässt sich die These vertreten, dass Immobilienanlagen in Zukunft eher an Bedeutung gewinnen werden. In Zeiten der Unsicherheit sucht man wieder die sicheren und beständigeren Werte, die konstante und berechenbare Erträge generieren.

Die Immobilienmärkte haben sich während den vergangenen Jahren stark weiterentwickelt. Vermehrte Transparenz und Professionalität haben in diesem Anlagesegment zu Renditen geführt, die auch den Vergleich mit Aktien nicht zu scheuen brauchen. Trotz dieser Fortschritte ist es jedoch gut möglich, dass institutionelle Investoren wie die Pensionskassen eine gewisse Zeit benötigen werden, um dieses Potenzial wieder neu zu entdecken. Zum Abschluss sollen noch einige offene Fragen angetönt werden, denen im Zusammenhang mit einer zunehmenden Bedeutung des Immobilienmarktes für institutionelle Investoren durchaus Beachtung zu schenken ist:

- Welche Bedeutung kommt der Nationalität des Investors zu? Welchen Einfluss hat z.B. der Kauf einer grossen Anzahl von Wohnungen durch einen ausländischen Grossinvestor auf den Immobilienmarkt, Mieter und Mieterschutz?
- Selbst wenn die Pensionskassen grössere Immobilienbestände veräussern müssten, stellt sich die Frage, ob dies den Immobilienmarkt vor markante Probleme stellen würde. Welche Regionen (strukturstarke/-schwache) wären vor welche Herausforderungen gestellt? Sind überhaupt unterschiedliche Auswirkungen zu erwarten? Wenn ja, welche?
- Welche Trends sind im Bereich der indirekten Anlagemöglichkeiten zu beobachten? Inwiefern wird die zunehmende Beliebtheit von indirekten Immobilienanlagen den Immobilienmarkt beeinflussen?

Literaturverzeichnis

Ammann, D., Scherer, H. (2000): Immobilien als Baustein der Vermögensanlagen: Anlageformen und Rendite- und Risikoeigenschaften, Eine Studie der PPCmetrics AG, Zürich, Januar 2000

BFS (2001a): Die berufliche Vorsorge in der Schweiz: Ein Überblick über die wichtigsten Fakten zur Pensionskassenstatistik, Neuchâtel

BFS (2001b): Szenarien zur Bevölkerungsentwicklung der Schweiz 2000-2060, Pressemitteilung, April 2001, Neuchâtel

BSV (2001a): AHV-Statistik 2001, Bern

BSV (2001b): Schweizerische Sozialversicherungsstatistik 2001: Gesamtrechnung, Hauptergebnisse und Zeitreihen der AHV, IV, EL, BV, KV, UV, EO, ALV, FZ, Bern

Buchsacher, R. (2002): Immobilien-Anteil wurde unfreiwillig erhöht, in: Immobilien Business, Nr. 3/02, S. 11f.

Bundesamt für Justiz (2002): Erwerb von Grundstücken durch Personen im Ausland: Merkblatt, Bern, 3. Juni 2002

Credit-Suisse (2001): Alterung und Gesellschaft: Auslegeordnung, Economic Research and Consulting, Zürich, Mai 2001

Credit-Suisse (2002): Der Schweizer Immobilienmarkt 2002 – Fakten und Trends, Economic Research and Consulting, Zürich, Februar 2002

EJPD: Lex Koller soll massvoll gelockert werden; Bundesrat schickt Gesetzesrevision in die Vernehmlassung, Pressemitteilung vom 3.7.02

Mantel, J. (2000): Demographics and the Funded Pension System, Merrill Lynch & Co., Global Securities Research & Economics Group, London, 30. October 2000

Robeco/Bilanz/Bilan/Schweizer Personalvorsorge (2002): 3. Umfrage über Pensionskassenanlagen 2000-2002: Ausgewählte Ergebnisse und Kommentare, Zürich, 27. Februar 2002

Roder, H. (2002): Der Trend geht in Richtung indirekte Anlagen, in: Swissca Portfolio Management AG: Umfrage: Die Vorsorgeeinrichtungen öffentlich-rechtlicher Körperschaften 2002, S. 59-61

Rudolf, M. (1998): Standpunkt: Schweizer Pensionskassen und Demographie, in: Finanzmarkt und Portfoliomanagement, Nr. 2, 12. Jahrgang, S. 227-231

Sommer, M.-C. (2001): Gebundene Vorsorge oder Säule 3a: Umfrage des BSV zu den gebundenen Vorsorgevereinbarungen und –versicherungen, in: BSV (Hrsg.): Soziale Sicherheit (CSS), Nr. 3/2001, S. 144-146

Stowe, R. (2001): Hard Landings: A White Paper on the Financial Markets Impact of Population Ageing, Center for Strategic and International Studies (CSIS)

Suter, R., Benz, M. (2001): Kriterien und Bedürfnisse bei indirekten Immobilienanlagen, in: Schweizer Personalvorsorge – Prévoyance Professionnelle Suisse, Nr. 12/01, S. 911-915

Watson Wyatt (2002): Property: The dinosaur asset class no more, Investment insights, Reigate UK, April 2002

Winter, J. (2002): The impact of pension reforms and demography on stock markets, mea – Mannheimer Forschungsinstitut Ökonomie und Demographischer Wandel

Wüest & Partner (1996): Immobilienmarkt Schweiz: Monitoring 1997, Verlag Wüest & Partner, Zürich

Zimmermann, H., Bubb, A. (2002): Das Risiko der Vorsorge: Die zweite Säule unter dem Druck der alternden Gesellschaft (im Auftrag von Avenir Suisse)

Zimmermann, H. (2002): BaZ-Gast: Prof. Heinz Zimmermann - PK: Crash-Szenario ist unwahrscheinlich, erschienen am 27.5.2002 in BaZ-Online

Verzeichnis der Gesprächspartner

Beat Zaugg, Watson Wyatt AG

Dominique Salamin, Geschäftsführer AHV Ausgleichsfonds

Hansruedi Scherer, PPCmetrics AG

Heinz Roder, Leiter Immobilien, Prevista Anlagestiftung

Bernd Herzog, Versicherungsmathematiker BSV

Niels Zilkens, Credit-Suisse Economic Research & Consulting

Peter Eberhard, BSV

Publica, Pensionskasse des Bundes

Urs Hausmann, Wüest & Partner AG

Versicherungskasse der Stadt Zürich