

L'immobilier dans votre portefeuille

Les pièges de l'évaluation

La norme comptable Swiss GAAP RPC 26 exige des caisses de pensions suisses d'inscrire leurs placements immobiliers au bilan selon la «true and fair view» de la valeur de marché. Ces valeurs peuvent fluctuer énormément, aussi bien pour les placements immobiliers directs que pour les engagements indirects.

Depuis 2005, les caisses de pensions n'ont plus le droit de comptabiliser leur portefeuille d'immobilier direct au prix d'acquisition, avec des provisions pour l'entretien et les rénovations, ou à la valeur du patrimoine taxable. De nouvelles méthodes d'évaluation ont été introduites, par exemple la méthode de la valeur productive (basée sur le rendement capitalisé) ou celle des cash-flows escomptés (méthode du DCF). Les placements immobiliers indirects cotés tels que les actions ou les fonds immobiliers nationaux ou internationaux, les REITs¹, ainsi que les certificats et les dérivés immobiliers sont évalués aux valeurs actuelles des cours.

Des sensibilités divergentes

Les placements immobiliers, surtout les indirects cotés, subissent de fréquen-

tes fluctuations de la valeur du fait de leur corrélation assez étroite avec les marchés des capitaux internationaux, avec les liquidités de la bourse au quotidien et de leur plus forte sensibilité aux changements des données économiques fondamentales. A l'heure de la crise que les marchés financiers traversent actuellement, ces placements souffrent plus que jamais des effets de corrélation avec les événements boursiers et ils ont déjà dû digérer des réappréciations en partie massives.

Des placements immobiliers directs, on a tendance à penser qu'ils sont assez peu sujets aux fluctuations de valeurs. Une hypothèse qui s'avère trompeuse à la fois dans une perspective historique et dans les conditions actuelles du marché. Nous prendrons pour preuve historique représentative la crise de l'immobilier suisse du début des années 90, d'autant que cette crise présente des parallèles structurels indéniables avec l'actuelle crise des subprimes aux Etats-Unis.

Cinq à dix ans de spéculation effrénée sur les prix, attisée par le financement excessif au moyen d'hypothèques calculées sur la base des prix d'achat et non des prix d'évaluation internes des banques, avec en sus des systèmes de faux incitatifs mis en place par divers acteurs du marché, ont fait chavirer le marché de l'immobilier suisse au début des années 90; des corrections massives sont intervenues, divisant carrément la valeur par deux dans

certain cas, tandis que les banques ont pu mettre une croix sur plus de 40 milliards de francs. Dans la phase avant le crash, aussi bien les loyers que les prix de transaction des immeubles de rapport étaient montés en flèche, déclenchant ainsi une spirale inflationniste qui a culminé à 5.9% en 1991. L'année d'après, en 1992, le marché a ployé et il lui a fallu jusqu'en 2000 pour retrouver un équilibre sain. Parmi les moyens mis en œuvre par les politiques pour réguler le marché figurait notamment l'impôt sur le gain foncier dépendant de la durée de détention, tandis que les banques suisses ont adopté une politique de financement plus restrictive. C'est à ces mesures que le marché de l'immobilier doit sa stabilité actuelle et l'absence quasi-totale d'exagérations en dépit de la crise financière.

En bref

- > Les actifs immobiliers directs peuvent aussi subir de fortes fluctuations
- > La vraie valeur de marché d'un immeuble n'apparaît qu'au moment d'un changement de mains

Une volatilité grandissante pour les placements immobiliers directs

Bien que le marché immobilier suisse se trouve en équilibre depuis l'an 2000, les placements immobiliers directs ont subi et subiront des fluctuations de valeur grandissantes. Ces fluctuations peuvent être exacerbées par l'application des nouvelles directives d'évaluation selon la norme Swiss GAAP RPC 26, ce qui va notamment intéresser les caisses de pensions.

Des fluctuations de valeurs peuvent par exemple se produire en cas de corrections de l'évaluation à court et à moyen terme du produit des loyers sous-jacents ou des coûts de gestion, de remise en état et de rénovation. Ces corrections, imputables entre autres à des variations du taux d'inflation comme celle qui le fait actuellement caracoler autour de 2.5 à 3.0%, peuvent lourdement grever les rendements et coûts futurs. Un autre facteur d'influence est celui des taux d'escompte adaptés au

¹ Un Real Estate Investment Trust (REIT, en français: société immobilière par actions avec parts notées en bourse) est une société de capitaux dont l'activité principale consiste à détenir et/ou à gérer des immeubles. Une société de financement de l'immobilier peut aussi être une REIT. Ces entreprises redistribuent le gros de leurs bénéfices sous forme de dividendes. Au niveau de la société, ces redistributions sont exonérées d'impôts, les détenteurs de parts paient un impôt sur leurs dividendes en fonction de leur taux d'imposition. Les critères exacts auxquels doit répondre une telle société varient de pays de pays. Les premières REITs ont vu le jour en 1960 aux Etats-Unis: les Pays-Bas, l'Australie, le Canada et le Japon ont été les suivants à les autoriser.

risque qui se composent normalement d'un taux de base correspondant à celui des obligations de la Confédération sur dix ans, plus les suppléments de risques pour le marché immobilier et l'objet, ainsi qu'un supplément d'illiquidité. Des corrections infimes de ces paramètres dans un sens ou dans l'autre se traduisent déjà par des fluctuations de valeur des actifs immobiliers. Souvent, des corrections deviennent nécessaires parce que les conditions changent sur les marchés financiers ou sur les marchés locaux de la location. Les frais de rénovation peuvent aussi déclencher un besoin de corrections. Ce point concerne tout particulièrement les caisses de pensions qui ont tendance à garder dans leur portefeuille des immeubles d'un certain âge avec un besoin accumulé de travaux d'entretien.

Cependant, les fluctuations de valeur susmentionnées ne sont que d'une importance marginale dans la pratique actuelle en raison de la grande constance affichée par les experts de l'évaluation souvent mandatés pour de longues années qui reprennent simplement les valeurs des années précédentes. Ce phénomène que la science qualifie de «behavioural real estate» peut engendrer des effets de lissage

systémiques. Le comportement de placement des institutions de prévoyance suisses renforce encore cet effet, car elles privilégient souvent l'approche «buy and hold» et ne vendent leurs objets qu'après les avoir longtemps possédés, phases durant lesquelles les valeurs de marché desdits objets ne sont pas testées dans un environnement de marché réel. Cette routine des institutions de prévoyance et de leurs experts de l'évaluation a pour conséquence que les corrections de valeur nécessaires, si corrections il y a, ne se font que très lentement et par petits pas, ce qui n'est pas sans risques même si les actifs immobiliers directs demeurent longtemps dans un portefeuille global.

L'indice CAFP (2) qui est basé sur les évaluations illustre parfaitement ce qui précède. Alors que le SMI et les indices des prix des transactions du IAZI ont subi de fortes fluctuations durant la période sous observation, l'indice CAFP est resté pratiquement constant. Les risques du marché réel ont donc été lissés, ce qui n'est pas vraiment dans l'esprit de la «true and fair view». D'un autre côté, il peut être bon pour une caisse de pensions de ne pas constamment exposer ses actifs immobiliers directs ou ses participations in-

Dans l'environnement actuel du marché, les défis se multiplient pour les caisses de pensions au niveau de la gestion immobilière. Dans le prochain numéro de notre revue, l'auteur examinera la problématique de la diversification et plus particulièrement, de la répartition géographique.

directes dans une fondation de placements immobiliers aux exagérations en partie irrationnelles du marché, avec les corrections de la valeur que cela suppose.

Si toutefois il devait être nécessaire de vendre à court terme ou de faire un apport en nature (asset share deal) dans une fondation de placement, il se pourrait, selon le cycle du marché dans lequel on se trouve, que les expertises d'évaluation et les offres des investisseurs présentent de fortes divergences dans un sens ou dans l'autre. C'est à ce moment-là au plus tard que de nombreux acteurs du marché découvriront la différence entre la valeur estimée (fair value) et la valeur effective telle que reflétée dans l'offre d'un acheteur (valeur d'investissement). ■

Lars Fillmann

Immobilienanlagen im Portfolio

Die Tücken der Bewertung

Swiss GAP FER 26 verlangt von Schweizer Pensionskassen, die Immobilienanlagen gemäss «true and fair view» nach Marktwerten zu bilanzieren. Diese Werte können bei direkten und indirekten Immobilienanlagen stark schwanken.

Pensionskassen dürfen seit 2005 direkt gehaltene Immobilienbestände nicht mehr zu Anschaffungskosten mit Rückstellung für Unterhalt und Renovationen oder zu Substanzwerten bilanzieren. Sie sind mit neuen Methoden zu bewerten wie beispielsweise mittels kapitalisierter Erträge (Ertragswertmethode) oder abdiskontierter Cashflows (DCF-Methode). Indirekte kotierte Immobilienanlagen, wie nationale und internationale Immobilienaktien und -fonds, REITs¹ sowie Immobilienzertifikate und -derivate, werden zu den aktuellen Kurswerten bewertet.

Unterschiedliche Sensitivitäten

Vor allem indirekte kotierte Immobilienanlagen sind häufig starken Wertschwankungen ausgesetzt, was auf die erhöhten Korrelationen mit den internationalen Kapitalmärkten, die börsentägliche Liquidität

und die stärkere Sensitivität gegenüber Veränderungen bei ökonomischen Fundamentaldaten zurückzuführen ist. Insbesondere in der aktuellen globalen Finanz- und Kapitalmarktkrise leiden diese Anlagen unter Koppelungseffekten mit den jeweiligen Börsenentwicklungen und mussten bereits teilweise massive Wertkorrekturen hinnehmen.

Für direkt gehaltene Immobilienbestände besteht die landläufige Auffassung, dass diese eher geringen Wertschwankungen ausgesetzt sind. Diese Aussage trifft allerdings weder auf die historischen noch auf die heutigen Marktbedingungen zu. Im historischen Rückblick kann die Schweizer Immobilienkrise Anfang der 90er-Jahre beispielhaft herangezogen werden. Die damalige Krise weist zudem durchaus strukturelle Parallelen zur aktuellen Subprime-Krise in den USA auf.

Nach fünf bis zehn Jahren übertriebener Preisspekulationen, getrieben durch überhöhte Hypothekenfinanzierungen – auf Basis von Kaufpreisen und nicht bankeninternen Bewertungspreisen – in Kombination mit falschen Anreizsystemen diverser Marktteilnehmer, kam es Anfang der 90er-Jahre in der Schweiz zu einem Immobilien-Crash. Dieser führte zu massiven Wertkorrekturen von bis zu 50 Prozent und bankenseitigen Abschreibungen von über 40 Mrd. Franken. In der Phase vor dem Crash sind so-

wohl die Mietpreise (vergleiche Grafik 1) als auch die Transaktionspreise (vergleiche Grafik 2) für Renditeimmobilien stark überhöhten Steigerungsraten ausgesetzt gewesen, was 1991 durch eine stetig steigende Inflationsrate von bis 5.9 Prozent begleitet wurde. Im Folgejahr 1992 brach der Markt zusammen und erreichte erst wieder im Jahr 2000 ein gesundes Gleichgewicht. Politische Mittel zur Marktregula-

In Kürze

- > Auch direkt gehaltene Immobilien können stark im Wert schwanken
- > Den wirklichen Marktwert einer Immobilie kennt man immer erst, wenn eine Handänderung stattfindet

tion waren unter anderem die Einführung der heldedauerbezogenen Grundstückgewinnsteuer und einer restriktiveren Finanzierungspolitik bei Schweizer Banken. Diese Massnahmen führen aktuell dazu, dass wir trotz der aktuellen internationalen Bankenkrise einen nach wie vor ausgeglichenen Schweizer Immobilienmarkt vorfinden, an dem sich bis auf wenige Ausnahmen keine Übertreibungen feststellen lassen.

Zunehmend volatile direkte Immobilienanlagen

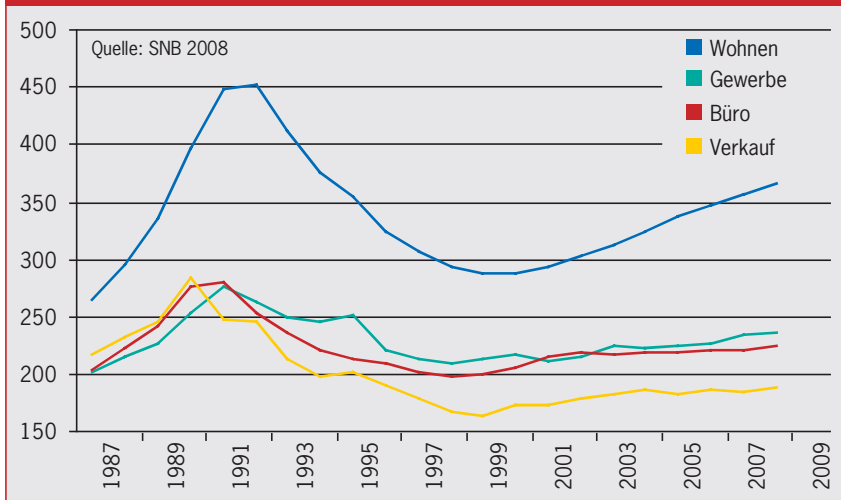
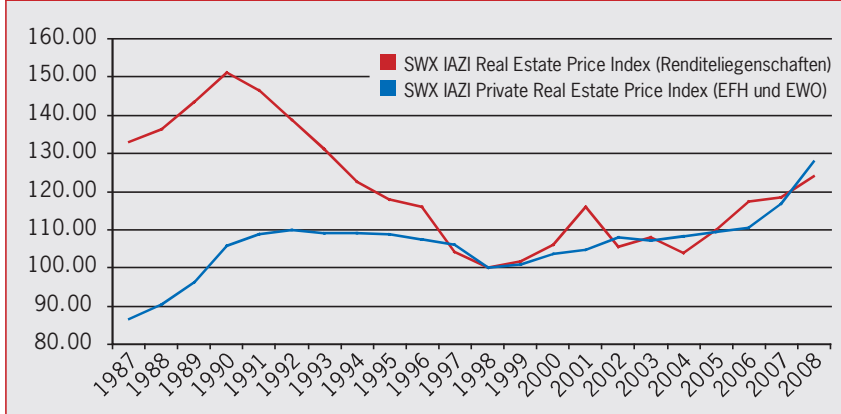
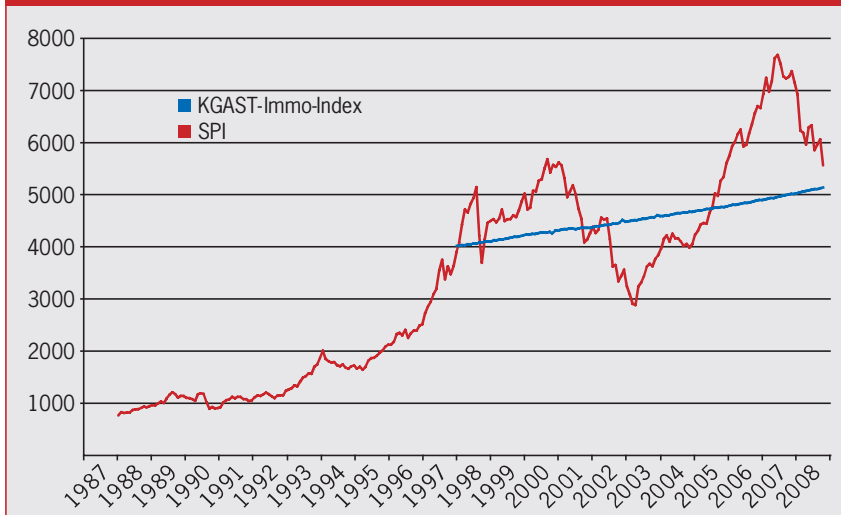
Trotz der seit dem Jahr 2000 ausgeglichenen Situation am Schweizer Immobilienmarkt sind und werden direkt gehaltene Immobilienanlagen vermehrt Wertschwankungen ausgesetzt sein. Diese Schwankungen können durch die Anwen-

Autor

Lars Fillmann
UBS, Director,
Real Estate M&A



¹ Ein Real Estate Investment Trust (REIT, deutsch: Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen) ist eine Kapitalgesellschaft, deren Hauptgeschäftsfeld darin besteht, Immobilien zu besitzen und/oder zu verwalten. Auch Gesellschaften, die Immobilien finanzieren, können ein REIT sein. Die Unternehmen schütten einen Grossteil ihres Gewinns als Dividende aus. Auf Ebene der Gesellschaft sind die Ausschüttungen steuerfrei, die Anteilseigner versteuern ihre Dividende nach ihrem Steuersatz. Die genauen Kriterien, die eine Gesellschaft erfüllen muss, sind von Land zu Land unterschiedlich. REITs wurden erstmals 1960 in den USA und im Anschluss daran unter anderem in den Niederlanden, Australien, Kanada und Japan zugelassen.

Grafik 1: Nominale Mietpreisentwicklung Schweizer Renditeliegenschaften 1987–2008**Grafik 2: Entwicklung Immobilientransaktionspreise 1987–2008****Grafik 3: KGAST-Immobilien-Index Schweiz**

dung der neuen Bewertungsrichtlinien gemäss Swiss GAP FER 26 verstärkt werden, was insbesondere für Pensionskassen von Relevanz ist.

Die beschriebenen Wertschwankungen resultieren beispielsweise aus kurz- und mittelfristigen Schätzungskorrekturen bei den zugrunde liegenden Mieterträgen

oder den Kosten für Bewirtschaftung, Instandhaltung und Renovationen. Diese können sich beispielsweise durch Korrekturen bei der Inflationsrate – wie aktuell mit 2.5 bis 3.0 Prozent der Fall – durchaus dominant auf zukünftige Erträge und Kosten auswirken.

Ein weiterer Einflussfaktor resultiert aus den risikogerechten Diskontierungszinssätzen, die sich in der Regel aus einem Basiszinssatz von zehnjährigen Bundesobligationen plus Zuschlägen für Immobilienmarkt- und Objektrisiken und einem Illiquiditätszuschlag zusammensetzen. Bereits geringfügige Anpassungen bei den vorgenannten Parametern können starken Einfluss auf die Immobilienwerte in beide Richtungen ausüben. Die Notwendigkeit für Anpassungen resultiert oft aus veränderten Bedingungen an den aktuellen Kapital- oder Finanzmärkten sowie den lokalen Mietmärkten. Ein weiterer Anpassungsbedarf ergibt sich häufig aus Renovationskosten. Dies ist vor allem bei Immobilienbeständen von Pensionskassen relevant, da diese oft ältere Immobilienbestände halten, die zumeist aufgestauten Unterhalt aufweisen.

In der derzeitigen Praxis treten die erwähnten Wertschwankungen allerdings nur wenig dominant zum Vorschein. Der Grund hierfür liegt in der hohen Bewertungskonsistenz der oft langjährig beauftragten Schätzungsexperten, die sich häufig an den Vorjahreswerten orientieren. Dieses Phänomen wird in der Wissenschaft unter der Thematik «behavioural real estate» subsumiert und kann zu systembedingten Glättungseffekten führen. Das spezifische Anlageverhalten der Schweizer Vorsorgeeinrichtungen begünstigt zudem diesen Effekt, da sie vornehmlich als «Buy and hold»-Investoren agieren und ihre Objekte erst nach langen Haltephasen am Ende des Lebenszyklus veräussern und folglich die Marktwerte der Objekte im realen Marktumfeld nicht überprüfen. Dieses Verhalten der Vorsorgeeinrichtungen und deren Bewertungsexperten führt dazu, dass notwendige Wertkorrekturen – wenn überhaupt – oft nur schrittweise über einen längeren Zeitraum erfolgen. Diese Praxis birgt geringe Risiken, wenn betroffene Direktbestände auch langfristig im Gesamtportfolio verbleiben.

Am Beispiel des bewertungsbasierten KGAST-Index (vergleiche Grafik 3) lässt sich dieser Effekt besonders deutlich ablesen. Während der SMI und die Transaktionspreisindizes von IAZI im beobachteten Zeitraum starken Schwankungen ausgesetzt waren, blieb der KGAST-Index nahezu konstant. Die realen Marktrisiken werden folglich geglättet. Dies entspricht zwar nicht wirklich der «true and fair view», andererseits kann es für Pensionskassen auch von Vorteil sein, dass sie ihre direkt gehaltenen Bestände oder indirekten An-

teile an einer Immobilien-AST nicht stetig den zum Teil irrationalen Marktüberreibungen aussetzen und im Wert korrigieren müssen.

Sollte allerdings ein kurzfristiger Verkauf oder eine Sacheinlage (asset-share deal) in eine Anlagestiftung notwendig sein, können je nach aktuellem Marktzyklus starke Unterschiede zwischen den Bewertungsgutachten und den Investorenofferten in beide Richtungen zutage treten. Spätestens zu diesem Zeitpunkt wird vielen Marktteilnehmern der Unterschied

Pensionskassen sind im heutigen Marktumfeld erhöhten Herausforderungen bezüglich Immobilienmanagement ausgesetzt. In der kommenden Ausgabe analysiert der Autor die Problematik der Diversifikation und im Speziellen der geografischen Verteilung.

zwischen dem Schätzwert (fair value) und einem effektiven Offertpreis aus Sicht eines Käufers (investment value) vor Augen geführt. ■