

ALM verändert Risikowahrnehmung und Allokation von Immobilienanlagen

Gesucht: Duration

Investoren mit langfristigen Verpflichtungen suchen zunehmend Anlagen mit langfristigen Laufzeiten (Duration) und einer entsprechend hohen Zinssatz-Sensitivität der Marktwerte. Die früher gepriesene niedrige Korrelation zu Obligationen und somit niedrige Zinssatz-Sensitivität von Immobilien-Direktanlagen wirkt sich negativ auf deren Allokation aus. Dafür profitieren Anlagen in Hypotheken mit langen Laufzeiten.

Vor rund zehn Jahren tauchte bei den Immobilienverantwortlichen der Versicherer die Frage nach der Duration von Immobilienanlagen auf. Eines der übelsten Szenarien der Risikomanager waren weiterhin sinkende Zinsen. Sinkende Zinsen bedeuten, dass der Gegenwartswert der Verpflichtung steigt und eine Insolvenz droht, wenn der Wert der Kapitalanlagen nicht im gleichen Ausmass steigt. Die Frage der empirischen Zinssatz-Sensitivität der effektiven Marktwerte von Equity-Anlagen im Allgemeinen und Immobilien-Direktanlagen im Speziellen blieb bis heute weitgehend ungeklärt. Die entsprechenden Modell-Debatten mit der Finma halten an, eine Lösung ist nicht in Sicht.

Während im europäischen Ausland vor allem die hohen Volatilitäts-Annahmen für Immobilien im Rahmen von Solvency II auf die Quote der Immobilien-Direktanlagen drückt (siehe Artikel Loepfe in der Novemberausgabe), ist hierzulande die niedrige Zinssatz-Sensitivität im Swiss Solvency Test (SST) das limitierende Element. In beiden Fällen erwarten Marktteilnehmer eine Verlagerung von Immobilien-Direktanlagen (Real Estate Equity) zu hoch verzinsten und damit auch riskanten Hypotheken (Real Estate Debt). Die Aussage, der SST beziehungsweise Solvency II verdränge Immobilienanlagen, ist somit zu relativieren: Mutmasslich kommt es lediglich zu einer Umschichtung von Real Estate Equity zu Real Estate Debt. Befürchtet wird dabei, dass sich dadurch die Ertragskraft der Versicherungen verschlechtert.

Lieber Debt als Equity?

«Debt is the new core», verkündet das Pensionskassen-Magazin «IPE Real Estate», mit Referenz auf ertragsstarke Mezzanine-Finanzierungen europäischer Renditeliegenschaften. «Debt now best way to access property», meldete unlängst auch die Zeitschrift «Property Investor Europe». Ob diese Hypothekaranlagen den Immobilien oder den Obligationen zugewiesen werden, ist in den meisten Fällen noch ungeklärt und erinnert an die bekannte Debatte um die Zuweisung von Immobilien-Aktien (Immobilien oder Aktien). Es zeigt einmal mehr, dass Immobilien weniger als eigene Assetklasse neben Equity und Debt, sondern vielmehr als ein ertragsstarker Teil von Equity und Debt verstanden werden können.

Dabei ist, wie die Grafik (Seite 87) veranschaulicht, der Übergang von Real Estate Equity zu Real Estate Debt fließend. Equity-Engagements sind dabei keinesfalls a priori riskanter als Debt-Exposures. Eine Direktanlage in eine Core-Liegenschaft muss beispielsweise nicht riskanter sein als eine nachrangige Hypothek einer Immobilien-Projektentwicklung. Dementsprechend müsste die «High-Yield»-Hypothek auch besser rentieren als der Total Return der Core-Liegenschaft.

Aus Equity wird Debt

Auch im Bereich der Eigenkapitalanlagen reagiert die Fi-

nanzindustrie mit der Produktion von verpflichtungsgetriebenen Anlageinstrumenten. So hat etwa der britische Assetmanager Aviva einen Immobilien-Fonds mit Mietvertragslaufzeiten von 25 bis 40 Jahren aufgesetzt. Die deutsche Immobiliengruppe Corpus Sireo plant einen zweiten Healthcare-Fund, der ausschliesslich in deutsche Pflegeheime mit Mietlaufzeiten von mindestens 15 Jahren bei Bestandesliegenschaften und 20 Jahren bei Neubauten investiert. Auch Public-Private-Partnership-Modelle zum Beispiel im Bereich Student-Housing und Infrastruktur-Funds mit langen Vertragsdauern erfreuen sich grosser Beliebtheit: Während es vor fünf Jahren lediglich zwei oder drei europäische Infrastruktur-Funds gab, zählt Deloitte heute deren 40.

In Kürze

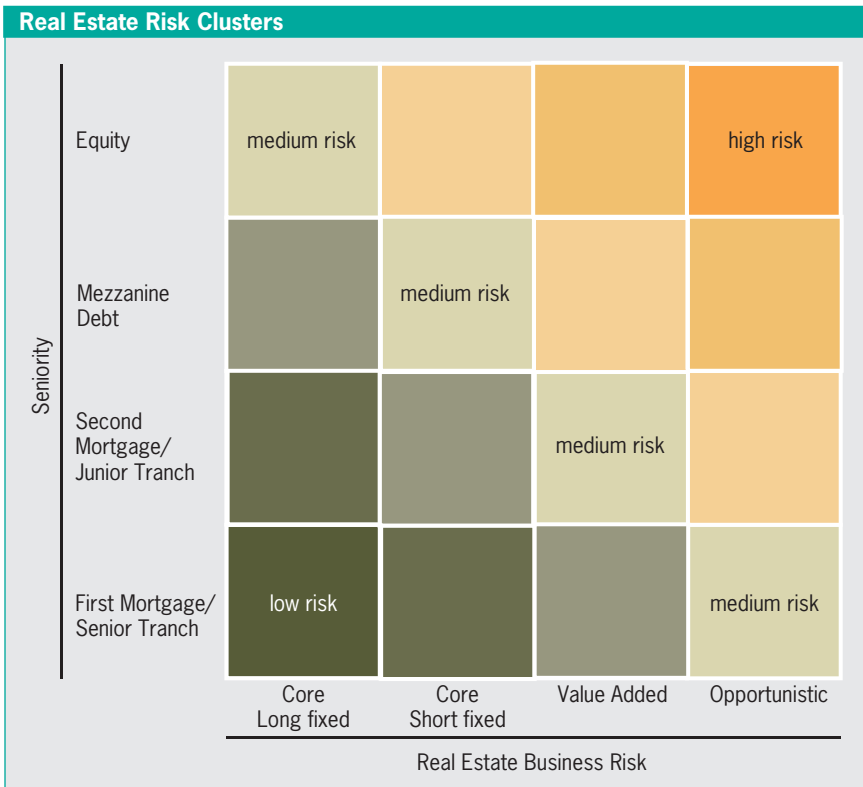
- > Es ist seitens der Versicherer ein Wechsel von Immobilienbesitz hin zum Kauf von Hypotheken zu erwarten
- > Die Einordnung der Risiken der unterschiedlichen Immobilieninvestitionsformen bleibt ein Thema

Vielfach handelt es sich dabei aber um sehr spezifische Anlagen mit einer schlechten Drittverwendbarkeit, welche die langen Vertragslaufzeiten erst legitimieren. Damit ist primär die Bonität des Mieters und nicht der Wert der zugrunde liegenden Assets das eigentliche Haftungssubstrat. Wird zum Beispiel eine Brücke oder Pipeline nicht mehr gebraucht, ist sie praktisch wertlos. Wenn die Zahlungsfähigkeit des Vertragspartners das eigentliche Risiko ist, müssten diese langfristigen Engage-

Autor

Andreas Loepfe
Geschäftsführer,
INREIM AG





ments sinnvollerweise den Kreditrisiken (Debt) und nicht den Marktrisiken (Equity) zugewiesen werden, was diese aber selbstverständlich nicht risikoärmer macht.

Eines der faszinierendsten Beispiele der realen Umwandlung von Real Estate Equity in Real Estate Debt liefert zurzeit der spanische Wohneigentumsmarkt: Banken kaufen «distressed» Häuser unter Markt und verkaufen diese wieder bis zu 40 Prozent teurer zusammen mit einer 100-prozentigen Finanzierung mit einer Laufzeit bis zu 50 Jahren. Ökonomisch unterscheidet sich dieser Fixed-Income-Finanzkontrakt (Debt) von einem (Triple-Net-)Mietvertrag mit einer Laufzeit von 50 Jahren im Wesentlichen dadurch, dass der Vermieter, nicht aber der Fremdkapitalgeber das Wertentwicklungs-Risiko trägt. Da jedoch nur knapp 10 Prozent des Gegenwartswerts der Mieteinnahmen aus der Zeit nach dem Jahr 50 stammen, ist der Unterschied marginal. Dies zumal

bei den üblichen Inflationsraten das Wertentwicklung-Risiko nach 50 Jahren primär ein Upside-Risk darstellt. Darauf setzt wohl auch der Hypothekenehmer, der im Gegensatz zu den USA mit seinem Vermögen für die Schuld haftet und offenbar heute bereit ist, das Haus über Markt zu kaufen. Wenn Hypothek und Mietvertrag in diesem Fall praktisch identisch sind, sind es auch deren Risiken: Man darf gespannt sein, wie lange es geht, bis diese Hypotheken mit Equity-ähnlichen Risiken von durationssuchenden Versicherungen gekauft werden. Nach der Krise ist vor der Krise.

Vom Duration- zum Cashflow-Matching

Das Duration-Matching beruht auf den Zinssatz-Sensitivitäten der Marktwerte der Assets und soll sicherstellen, dass die zukünftigen Verpflichtungen auch bei sinkenden Zinsen erfüllt werden können. Die Marktwerte werden aber bei den langen Haltedauern von Immobilien und Infrastrukturinvestments nur sehr selten realisiert; das heisst, das Duration-Matching basiert weitgehend auf nicht realisierten Gewinnen und Verlusten und ignoriert die langfristige reale Ertragskraft unterschiedlicher Equity-Exposures.

Ob und in welchem Ausmass Assets überhaupt verkauft werden müssen und Marktwerte somit im Fortführungsfall überhaupt relevant sind, würde mit einer umfassenden Modellierung aller zukünftigen Ein- und Ausgabenströme erkannt werden können. Mit diesem expliziten Cashflow-Modell könnten auch Korrelationen zwischen Einkommen und Ausgaben systematischer erfasst und neben Zinsänderungen weitere Stresstests wie eine Rezession oder Börsencrashes realistischer simuliert werden. Die Suche nach Duration wird dabei als eine von vielen Fragen an Bedeutung verlieren. ■

L'ALM modifie la perception des risques et l'allocation des placements immobiliers

A la quête de duration

Les investisseurs avec des engagements au long cours se tournent de plus en plus vers les placements avec des durées longues et qui de ce fait présentent une sensibilité importante aux fluctuations de taux d'intérêt des valeurs du marché. La faible corrélation des placements immobiliers directs avec les obligations, et en corollaire leur faible sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt exerce un effet négatif sur leur allocation.

Il y a dix ans à peu près, les responsables de l'immobilier des assureurs ont commencé à s'interroger sur la duration des placements. Un des pires scénarios que pouvaient s'imaginer les gérants des risques était une baisse persistante des taux. Car quand les taux baissent, la valeur actuelle des engagements monte et l'insolvabilité menace si la valeur des placements ne progresse pas au même rythme. La question de la sensibilité empirique aux fluctuations des taux des valeurs de marché effectives de placements de type equity en général et de placements immobiliers directs en particulier n'a pas été élucidée à ce jour. Les discussions se

poursuivent avec la Finma sur les modèles à prendre pour référence et il n'y a pas d'issue en vue.

Tandis que dans nos pays voisins européens c'est surtout l'hypothèse d'une très haute volatilité qui pèse sur la quote-part des placements immobiliers directs dans le cadre de Solvency II (voir article Loepfe dans le numéro de novembre), c'est la faible sensibilité aux fluctuations des taux d'intérêt qui constitue chez nous un facteur limitateur dans le Swiss Solvency Test (SST). Dans un cas comme dans l'autre, les acteurs du marché anticipent que l'on passera des placements immobiliers directs (real estate equity) aux hypothèques

à taux d'intérêt élevé et donc risqué (real estate debt). Quand on affirme que le SST et Solvency II sont la fin des placements immobiliers, il faut donc relativiser: il est plus probable que l'on assistera à une réorientation des produits real estate equity vers les produits real estate debt et la rentabilité des assurances risque d'en souffrir.

En bref

- > On peut s'attendre à ce que les assureurs se mettent à acheter des hypothèques plutôt que de l'immobilier
- > Le classement des risques des différentes formes de placements immobiliers reste un sujet d'actualité

Debt ou equity – que choisir?

«Debt is the new core», clame la revue des caisses de pensions IPE Real Estate en référence aux financements mezzanine à haute rentabilité d'immeubles de rente européens. «Debt now best way to access property», renchérit la revue Property Investor Europe dans un récent numéro. Dans la plupart des cas, on ignore encore si ces placements hypothécaires seront attribués à l'immobilier ou aux obligations et l'on se souvient qu'un même débat avait

déjà eu lieu concernant l'affectation des actions immobilières (actions ou immobilier?). Une fois de plus il s'avère que l'immobilier, plus qu'une classe d'actifs à part et parallèle aux produits equity et debt, peut être compris comme une partie intégrante et hautement rentable de l'un ou de l'autre.

Et comme le montre le graphique (page 87 dans l'article allemand), le passage de real estate equity à real estate debt est progressif. Autre constat: les engagements equity ne sont pas nécessairement plus risqués que les expositions au risque de crédit. Il n'y a pas de raison en effet que le placement direct dans un immeuble core présente plus de risque qu'une hypothèque de rang postérieur d'un projet de promotion immobilière. L'hypothèque «high yield» devrait alors logiquement aussi rapporter plus que le retour total de l'immeuble core.

Equity devient debt

Dans le domaine des placements de capitaux propres, l'industrie financière réagit aussi par la création d'instruments de placement qui exploitent les engagements. Ainsi, le gérant d'actifs britannique Aviva a émis un fonds immobilier avec des durées de bail de 25 à 40 ans. Le groupe immobilier allemand Corpus Sireo projette le lancement d'un deuxième fonds de santé qui investira exclusivement dans des établissements médicalisés ou de soins allemands dont les baux courent sur au moins 15 ans pour les objets déjà existants et 20 ans pour ceux encore à construire. Les modèles de partenariat entre le public et le privé, par exemple dans le domaine de l'hébergement d'étudiants ou des fonds d'infrastructure avec des durées de contrat longues sont également très populaires. Alors qu'il existait à peine deux ou trois fonds européens d'infrastructure il y a cinq ans, Deloitte en recense 40 aujourd'hui.

Cependant, ces investissements portent souvent sur des objets très spécifiques et sans grand utilité pour un tiers, d'où d'ailleurs la longue durée des contrats. C'est donc avant tout la solvabilité du locataire et non la valeur de l'actif sous-tendu qui constitue le substrat effectif du gage. Un pont ou un pipe-line désaffecté par exemple perd pratiquement toute sa valeur. Si la solvabilité de la partie au contrat représente le risque effectif, les

engagements à long terme devraient logiquement être classés dans les risques de crédit (debt) et non dans les risques de marché (equity), mais cela n'en diminuerait évidemment pas le risque.

Un des processus les plus fascinants d'une mutation réelle de real estate equity en real estate debt se joue actuellement sur le marché espagnol du logement en propriété: les banques rachètent des maisons «en détresse» sous la valeur du marché et les revendent en majorant le prix de 40% et assurant le financement à 100% avec une durée de jusqu'à 50 ans. D'un point de vue économique, la grande différence entre ce contrat financier à revenu fixe (debt) et un contrat à bail (triple net) d'une durée de 50 ans réside dans le fait que le risque d'évolution de la valeur est porté par le propriétaire et non par le bailleur de fonds tiers. Mais comme à peine 10% de la valeur actuelle des recettes de loyer proviennent de la période après la 50e année, la différence est marginale. Ce d'autant plus qu'avec des taux d'inflation ordinaires, le risque d'évolution de la valeur sera avant tout positif après 50 ans. C'est probablement là-dessus que mise aussi le preneur d'hypothèque qui, contrairement à ce qui se passe aux États-Unis, répond de la dette avec sa fortune et qui semble néanmoins prêt aujourd'hui à acquérir une maison à un prix supérieur au marché. Lorsque l'hypothèque et le contrat de bail sont pratiquement identiques, leurs risques le sont aussi: on peut se demander combien de temps les assurances en quête de duration vont attendre avant d'acheter ces hypothèques avec des risques similaires à ceux des produits equity. Après la crise, c'est avant la crise.

De la synchronisation des durations à celle des flux de trésorerie

La synchronisation des durations exploite la sensibilité de la valeur de marché des actifs aux fluctuations des taux d'intérêt et elle a pour but de garantir que les engagements futurs puissent être honorés même si les taux baissent. Mais comme la durée de garde des immeubles et des investissements infrastructurels est généralement longue, les valeurs de marché sont très rarement réalisées: en d'autres termes, la synchronisation des durations repose avant tout sur des bénéfices et des pertes non réalisés et fait

abstraction de la rentabilité réelle des différentes expositions au capital-investissement sur le long terme.

Des modélisations détaillées de tous les futurs flux de recettes et de dépenses permettraient de déterminer si des actifs doivent effectivement être vendus et dans quelle mesure, et s'il vaut seulement la peine de déterminer les valeurs de marché lorsque la vente n'est pas prévue. Le même modèle des flux de trésorerie permettrait aussi de saisir les corrélations entre recettes et dépenses plus systématiquement et de simuler non seulement des modifications de taux, mais également d'autres scénarios de stress très réalistes, par exemple un scénario de récession ou de crash boursier. La question de la duration deviendra alors une question parmi d'autres et ne sera plus que d'une importance relative. ■

Andreas Loepfe