

## Hypothekenvergabe durch Pensionskassen

# Ein Trend unter der Lupe

Pensionskassen haben die Freude an Hypotheken (wieder-)entdeckt:

Als Reaktion auf das gegenwärtige Zinsumfeld investieren immer mehr Pensionskassen Geld in Hypotheken, sei dies auf direktem oder indirektem Weg. Eine Bestandesaufnahme.

Wenn viele Pensionskassen im Anlagebereich plötzlich dasselbe machen, kann dies in der Regel zwei Gründe haben: Entweder es ist die ideale Antwort auf die aktuelle Situation, also quasi das Gebot der Stunde. Oder es ist auf neudeutsch ein Hype, sprich eine (oft anbietergetriebene) Entwicklung, bei der viele Investoren ohne ausreichende Reflexion aufspringen und den Schritt später mitunter bereuen.

Wie steht es nun bei den Hypothekeninvestitionen? Im Gespräch mit einem Anbieter, einem Berater und einer Pensionskasse suchen wir eine Antwort.

### Der Anbieter

Eine der auffälligsten Entwicklungen ist die Auflage neuer Teilvermögen durch Anlagestiftungen. Samuel Leuenberger ist der verantwortliche Portfoliomanager eines entsprechenden neuen Gefässes der UBS Anlagestiftung. Für Leuenberger zeigte sich im Prozess der Aufsetzung des Teilvermögens, dass damit eine klassische Win-Win-Situation geschaffen werden konnte: Auf Seite der Pensionskassen ist ein grosses Interesse an einem Weg vorhanden, in qualitativ hochstehende Hypotheken zu investieren. Für Grossbanken sind zugleich aus regulatorischen Gründen genau diejenigen Hypotheken unattraktiv geworden, die Pensionskassen suchen: Gute Schuldner mit eher langer Laufzeit.

Für die Auswahl der Hypotheken konnte die Anlagestiftung Kriterien wie

eine maximale Belehnung oder eine Mindestlaufzeit festlegen und selber die Auswahl der Hypotheken treffen. Entsprechend betont Leuenberger: «Durch die Konstellation einer Grossbank und einer mit ihr verbundenen Anlagestiftung besteht kein Interessenkonflikt zu Ungunsten des Investors.» Vereinfacht ausgedrückt, gibt eine Bank aus den oben angesprochenen regulatorischen Gründen lieber gute als schlechte Hypotheken ab.

Der Anlagestiftung steht es grundsätzlich offen, bei der Generierung von Hypotheken auch andere Partner als UBS zu berücksichtigen. Aus Kosten- und Risikoüberlegungen wurde dies bisher nicht gemacht, sagt Leuenberger. «Die Vermittlung von Hypotheken durch Drittanbieter ist eher teuer, zudem können wir uns beim aktuellen Partner auf einen bewährten Kreditvergabe- und Überwachungsprozess verlassen», führt er als Gründe ins Feld.

Zur Attraktivität von Hypotheken für Pensionskassen ist Leuenberger realistisch: «Die gegenwärtige relative Attraktivität von Hypotheken könnte bei stark steigenden Zinsen abnehmen.» Er sieht aber keine Gefahr für sein Anlagevehikel, wenn Investoren aussteigen sollten: Ein gutes Fälligkeitsprofil sorgt dafür, dass laufend Cash aus auslaufenden Hypotheken hereinkommt, mit dem Investoren ausgezahlt werden könnten. Nichtsdestotrotz weist Leuenberger in Ver-

kaufgesprächen immer auf den Umstand hin, dass es sich grundsätzlich um ein langfristiges und eher illiquides Investment handelt.

### Der Berater

Die meisten Pensionskassen lassen sich in ihren Investitionsentscheiden von einem Consultant unterstützen. Philipp Weber ist Senior Consultant und Leiter Research bei c-alm und begleitet in dieser Funktion viele Kassen. Für ihn ist klar: «Für viele Kassen sind Hypotheken ein Thema, wenn sie ihre Anlagestrategie überprüfen.» Der Treiber ist klar das Zinsumfeld, insbesondere die positive Renditedifferenz gegenüber Schweizer Obligationen. Hypotheken werden denn auch als Alternative zu Schweizer Obligationen gesucht, ihre Rendite wird an diesen gemessen. Weber selber schätzt Hypotheken als «Fixed Income Asset mit Risikoexponierung gegenüber dem Immobilienmarkt» ein. Aufgrund der übli-

«Durch die Konstellation einer Grossbank und einer mit ihr verbundenen Anlagestiftung besteht kein Interessenkonflikt zu Ungunsten des Investors.»

Samuel Leuenberger



**Kaspar Hohler**  
Chefredaktor «Schweizer Personalvorsorge»

chen Belehnungsvorschriften dürften jedoch erst starke Verwerfungen an den Immobilienmärkten zu realisierten Verlusten auf den Hypothekenportfolios führen.

Viele Kassen schätzen gemäss Weber zudem einen regulatorischen Aspekt von Hypotheken: Pensionskassen müssen hier, anders als bei Obligationen, nicht stets die Marktwerte verbuchen, sondern können Buchwerte führen. Dadurch schwankt der ausgewiesene Deckungsgrad weniger stark. Anlagestiftungen haben zwar den Marktwert in den Büchern, aus technischen Gründen ergibt sich aber ein Bewertungsschutz gegen die ersten Zinsschritte der Nationalbank, da erst Zinssteigerungen über 0 Prozent hinaus in der Bewertung fühlbar werden.

Sieht Weber die Gefahr, dass Kassen nun einen Schritt machen, den sie bereuen, sobald die Zinsen wieder steigen? «Man muss die Situation immer zu dem Zeitpunkt bewerten, in dem man ist», meint Weber. Natürlich können Kassen später möglicherweise aus ihren aktuellen Hypothekenengagements Opportunitätsverluste erwachsen. Dem stehen aber laufende Opportunitätskosten gegenüber, wenn sie es jetzt nicht machen. Für Weber ist dies eine wichtige Abwägung, die ein Stiftungsrat vornehmen muss, wenn er ein Hypothekenengagement diskutiert.

Während Pensionskassen nach Webers Erfahrung diese Abwägung gründlich machen, hält er den gewählten Umsetzungsweg nicht immer für ideal. Er stellt insbesondere eine starke Zurückhaltung gegenüber einer direkten Hypothekenvergabe durch die Kasse selbst fest. «Für grosse Pensionskassen muss dies ein Thema sein», unterstreicht Weber, denn nur so könne das gesamte Renditepotenzial ausgeschöpft werden

#### Die Pensionskasse

Die Pensionskasse Thurgau (pk.tg) ist mit einem Anlagevermögen von rund 3.5 Milliarden eine der grösseren Schweizer Pensionskassen. Der heutige Geschäftsführer der pk.tg, Rolf Hubli, arbeitet seit 1981 für die Pensionskasse

– und ebenso lange vergibt die Kasse auch selber Hypotheken an ihre Versicherten. Über Jahrzehnte offerierte sie ihren Versicherten den Zinssatz der Thurgauer Kantonalbank mit einem Abschlag von ein Viertel Prozent. «Seit die pk.tg Hypotheken vergibt, ist nicht eine einzige ausgefallen», merkt Hubli an.

Heute offeriert die pk.tg marktconforme Zinsen, was mit ein Grund dafür sein dürfte, dass der Bestand an Direkthypotheken tendenziell zurückgeht. Per Ende 2016 waren 267 Hypotheken in der Höhe von 56 Mio. Franken ausstehend. Das Management dieses überschaubaren Bestands wird von der Geschäftsführung selber gemacht und ist dadurch sehr kosteneffizient. Innerhalb der Kasse wurde gemäss Hubli mehrfach diskutiert, ob man – wie andere Kassen – den Fächer öffnen und Hypotheken auch Personen anbieten soll, die nicht bei der pk.tg versichert sind. Man entschied sich dagegen, unter anderem wegen des deutlich grösseren Aufwands und der nötigen Kontrollen.

Der gewünschte Ausbau des Hypothekenportfolios geschah daher seit längerem über Investitionen in Kollektivgefässe. Unterdessen wurden auf diesem Weg 74 Mio. investiert. Die pk.tg sieht das entsprechende Engagement als Ersatz für Obligationen und misst es entsprechend an den Erträgen einer Schweizer Obligation guter Bonität. Renditemässig sind diese Investitionen für Hubli «kein Hit», aber im heutigen Umfeld eben dennoch interessant.

Bei der Auswahl eines neuen Anlagegefässes stehen für die pk.tg drei Kriterien im Vordergrund: Erstens muss überhaupt eine genügende Zeichnungskapazität vorhanden sein, konkret 20 bis 30 Mio. Franken. Zweitens wird der Anbieter unter die Lupe genommen. Dabei wird insbesondere darauf geachtet, ob beispielsweise bei banknahen Anlagestiftungen ein sauberer Prozess der

Hypothekenübernahme gegeben ist, der Interessenkonflikte ausschliesst. Drittens werden die finanziellen Aspekte verglichen, sprich Kostens-, Laufzeit- und Bonitätsstruktur sowie die Renditerwartung.

Die Gefahr, in einem Umfeld steigender Zinsen mit den Hypotheken plötzlich schlecht dazustehen, sieht Hubli dabei gelassen. «Wir kennen den Hypothekenmarkt seit dreissig Jahren und wissen, dass es Wellenbewegungen gibt.»

«Wir kennen  
den Hypothekenmarkt  
seit dreissig Jahren  
und wissen, dass es  
Wellenbewegungen gibt.»

Rolf Hubli

#### Die Antwort

Hype oder Gebot der Stunde? Wenig überraschend stimmen

beide Etiketten nicht für Hypothekeninvestitionen durch Pensionskassen. Die Wahrheit liegt aber näher am Letzteren. Es dürfte sich für jede Pensionskasse lohnen, einen Einstieg in dieses Anlagesegment oder einen Ausbau des vorhandenen Portfolios zu prüfen. Dabei ist ein Kernpunkt die Abwägung, ob man durch den Verzicht laufende Opportunitätskosten oder durch eine Investition die Möglichkeit künftiger Opportunitätskosten in Kauf nehmen will.

Entscheidet man sich für eine Investition, gilt es, den für die Kasse passenden Weg zu bestimmen – sei dies nun die direkte Vergabe von Hypotheken, die Vergabe mit Hilfe eines Dienstleisters oder der indirekte Weg über Kollektivgefässe. So oder so muss man sich bewusst sein, dass die Anlageklasse (im Gegensatz zu Obligationen, als deren Ersatz sie gerne betrachtet wird) vergleichsweise illiquide ist. ■

«Man muss  
die Situation immer  
zu dem Zeitpunkt  
bewerten,  
in dem man ist.»

Philipp Weber

L'octroi d'hypothèques par les caisses de pensions

## Une tendance sous la loupe

Les caisses de pensions ont (re-)découvert leur engouement pour les hypothèques: en réaction à l'environnement de taux actuel, de plus en plus de caisses de pensions placent leur argent directement ou indirectement dans des hypothèques. Un état des lieux.

Quand beaucoup de caisses de pensions font subitement la même chose en matière de placements, il y a normalement deux explications à ce phénomène: soit elles ont trouvé la réponse idéale à une situation donnée et ne peuvent pratiquement pas faire autrement, soit il s'agit d'une folie passagère (souvent amplifiée par le battage publicitaire des distributeurs) dans laquelle de nombreux investisseurs se laissent entraîner par une réaction grégaire qu'ils regrettent souvent par la suite.

Dans quelle catégorie faut-il placer les investissements hypothécaires? Nous avons discuté avec un distributeur, un conseiller et une caisse de pensions pour tenter de répondre à cette question.

### Le distributeur

L'émission de nouveaux compartiments par les fondations de placement est une des manifestations les plus frappantes du phénomène. Samuel Leuenberger est le gérant de portefeuille responsable d'un nouveau véhicule d'investissement de ce type à la Fondation de placement UBS. Pour Leuenberger, il est apparu au cours du processus de constitution de ce compartiment que l'on créait une situation gagnant-gagnant classique: aux caisses de pensions s'ouvre ainsi une voie intéressante pour investir dans des hypothèques de qualité de débiteurs avec des durées relativement longues alors que ces mêmes hypothèques perdent leur attrait pour les grandes banques en raison de contraintes réglementaires.

La fondation de placement a pu choisir elle-même les hypothèques en fonction de critères tels que le nantissement maximal ou une durée minimale. Ce qui fait dire à Leuenberger que «grâce à la constellation d'une grande banque liée à une fondation de placement, il ne se produit pas de conflit d'intérêts au détriment de l'investisseur.» Ou pour simplifier: compte tenu des contraintes réglementaires susmentionnées, une banque préfère céder des bonnes hypothèques plutôt que des mauvaises.

La fondation de placement est en principe libre d'approcher d'autres partenaires qu'UBS pour l'acquisition d'hypothèques. Elle ne l'a pas fait jusqu'ici pour des raisons de coûts et de risque, précise Leuenberger. «Le courtage d'hypothèques par des distributeurs tiers est plutôt coûteux et en plus, nous avons la certitude chez notre partenaire actuel de pouvoir nous fier à un processus d'octroi et de surveillance des crédits parfaitement éprouvé», explique-t-il.

Concernant l'attractivité des hypothèques pour les caisses de pensions, Leuenberger ne se fait pas d'illusions: «Actuellement, les hypothèques sont relativement attractives, mais cela pourrait changer si les taux d'intérêt remontaient en flèche.» Cependant, il ne s'inquiète pas pour son véhicule de placement si des investisseurs décidaient d'en sortir: un profil d'échéances favorable garantit une rentrée de fonds régulière par les hypothèques qui arrivent à échéance, ce qui

permettrait de rembourser leur mise aux investisseurs sortants. Lors des entretiens de vente, Leuenberger insiste cependant toujours sur le fait qu'il s'agit en principe d'un investissement conçu pour le long terme et relativement illiquide.

### Le conseiller

La plupart des caisses de pensions prennent leurs décisions de placement avec l'aide d'un conseiller en placement. Philipp Weber est Senior Consultant et Responsable Recherche chez c-alm et en cette qualité, il accompagne de nombreuses caisses. Pour lui, il n'y a pas de doute: «Bon nombre de caisses qui passent en revue leur stratégie de placement trouvent les hypothèques intéressantes.» Leur intérêt est clairement attisé par l'environnement de taux bas et des rendements nettement supérieurs à ceux des obligations suisses. C'est effectivement comme alternative aux obligations suisses que les hypothèques sont recherchées et c'est par rapport à elles que leur rendement est mesuré. Pour Weber, les hypothèques sont des «actifs à revenu fixe avec exposition aux risques du marché immobilier». A cause des prescriptions sur la mise en gage actuellement en vigueur, il faudrait sans doute un véritable séisme sur les marchés immobiliers pour que les portefeuilles hypothécaires encourrent des pertes.

D'après Weber, de nombreuses caisses apprécient aussi les hypothèques pour des raisons réglementaires: elles ne doivent pas toujours les comptabiliser à la valeur de marché, contrairement aux obligations, mais peuvent aussi utiliser les valeurs comptables. De ce fait, le degré de couverture déclaré fluctue moins fortement. Dans la comptabilité des fondations de placement figurent certes les

«Grâce à la constellation d'une grande banque liée à une fondation de placement, il ne se produit pas de conflit d'intérêts au détriment de l'investisseur.»

Samuel Leuenberger

valeurs de marché, mais pour des raisons techniques, les premiers tours de vis monétaires de la banque nationale n'affectent pas les évaluations qui ne réagissent que lorsque les relèvements dépassent le seuil de 0%.

Les caisses risquent-elles maintenant de faire un pas qu'elles regretteront aussitôt que les taux d'intérêt repartiront à la hausse? «On doit toujours évaluer une situation sur le moment», réplique Weber. Bien entendu, on ne peut pas exclure que les caisses qui s'engagent dans des hypothèques maintenant n'essuient des pertes d'opportunité par la suite. A l'inverse, elles paient actuellement des coûts d'opportunité si elles ne le font pas. Pour Weber, une caisse de pensions doit soulever ces deux facteurs lorsqu'elle discute d'un éventuel engagement dans des placements hypothécaires.

Sa propre expérience fait dire à Weber que les caisses savent parfaitement soulever le pour et le contre de ces deux aspects mais qu'ensuite, la mise en œuvre n'est pas toujours idéale. Il constate notamment une forte réticence des caisses à octroyer des hypothèques directement. «Les grandes caisses doivent considérer cette option», souligne Weber, car selon lui, c'est indispensable pour épuiser tout le potentiel de rendement.

#### La caisse de pension

La caisse de pension du canton de Thurgovie (pk.tg) a environ 3.5 milliards de francs sous gestion, ce qui la place parmi les grandes caisses de pensions suisses. Rolf Hubli, son directeur actuel, travaille à la pk.tg depuis 1981 – et la caisse octroie des hypothèques à ses assurés depuis déjà tout ce temps. Pendant des décennies, ses assurés ont bénéficié de taux d'intérêt inférieurs de un quart pour cent à ceux du marché. «Depuis que la pk.tg accorde des hypothèques, nous n'avons pas enregistré une seule défaillance», note Hubli.

Les taux d'intérêt de la pk.tg sont désormais alignés sur ceux du marché, ce qui explique sans doute en partie un certain recul du portefeuille hypothécaire. A fin 2016, 267 hypothèques d'une valeur de 56 mios de francs étaient en cours. Ce portefeuille facilement contrôlable

est géré par la direction elle-même, d'où la grande efficacité des coûts. Nous avons aussi discuté à plusieurs reprises au sein de la pk.tg d'un éventuel élargissement de l'offre d'hypothèques au-delà du cercle de nos assurés comme le font d'autres banques. Mais nous avons été dissuadés par le surcroît de travail et de contrôles qui serait allé de pair avec cette ouverture, avoue Hubli.

C'est donc dans des véhicules collectifs que l'on investit depuis déjà un certain temps pour obtenir l'élargissement souhaité du portefeuille des hypothèques. 74 mios de francs ont déjà été investis de la sorte. La pk.tg voit dans cet engagement un remplacement des obligations et mesure donc ses rendements à l'aune d'une obligation suisse de bonne qualité. Sans être «décoiffant», le rendement de tels investissements est néanmoins intéressant dans l'environnement actuel, affirme Hubli.

Lors de la sélection d'un nouveau véhicule de placement, trois critères sont essentiels pour la pk.tg. Tout d'abord, la capacité de souscription doit être suffisante, soit environ 20 à 30 mios de francs. Puis le distributeur est examiné sous toutes les coutures. S'il s'agit d'une fondation de placement proche d'une banque, on vérifiera en particulier si le processus de reprise des hypothèques est clairement réglé et qu'un conflit d'intérêts est exclu. Enfin, on se penche sur les aspects financiers tels que la structure des coûts, des durées et des solvabilités, ainsi que les attentes de rendement.

La perspective d'une remontée des taux qui le laisserait dans l'embarras avec ses hypothèques n'inquiète pas Hubli. «Nous connaissons le marché hypothécaire depuis trente ans et savons qu'il s'y produit des mouvements ondulatoires.»

#### La réponse

Folie passagère ou solution incontournable? Aucune de ces deux étiquettes ne colle aux investissements hypothé-

caires des caisses de pensions. Mais la deuxième réponse est plus proche de la vérité. Toutes les caisses de pensions ont intérêt à étudier l'option de placements hypothécaires ou d'un développement de leur portefeuille existant. Si elles décident de n'en rien faire, elles le paieront en coûts d'opportunité actuels. Si elles investissent, elles risquent de le payer en coûts d'opportunité futurs. A elles de choisir.

Une fois la décision prise d'investir, la caisse devra opter soit pour l'octroi direct d'hypothèques, soit pour l'octroi avec l'aide d'un prestataire, soit s'engager dans la voie indirecte des instruments collectifs. Quelle que soit la voie choisie, il faudra se dire que cette classe d'actifs (contrairement aux obligations dont on aime à penser qu'elle peut s'y substituer) est relativement illiquide. **I**

#### Kaspar Hohler

«Nous connaissons le marché hypothécaire depuis trente ans et savons qu'il s'y produit des mouvements ondulatoires.»

Rolf Hubli

«On doit toujours évaluer une situation sur le moment.»

Philipp Weber