



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Immobilien-Kapitalanlagestrategien von Schweizer Pensionskassen: Eine theoretische und empirische Untersuchung

Verfasser: Konrad
Marcel
marcelkonrad@hotmail.de

Eingereicht bei: Prof. Dr. Michael Trübstein

Abgabedatum: 03.09.2018

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	V
Executive Summary.....	VI
1. Einleitung	1
1.1 Einführung und Problemstellung	1
1.2 Zielstellung	2
1.3 Methodik und Aufbau	3
1.4 Abgrenzung der Untersuchung	3
2. Theoretische Grundlagen.....	5
2.1 Wissenschaftliche Einordnung: Management Ansätze.....	5
2.1.1 Immobilien Kapitalanlagestrategie als Real Estate Management	5
2.1.2 Neue Institutionen Ökonomie.....	6
2.1.3 Organisationsstruktur: Transaktionskosten und Prinzipal-Agent-Theorie .	7
2.2 Das Vorsorgesystem der Schweiz.....	7
2.2.1 Die berufliche Vorsorge und die Schweizerischen Pensionskassen.....	8
2.2.2 Regulatorische Rahmenbedingungen Schweizerischer Pensionskassen	9
2.2.3 Kennzahlen zu den Pensionskassen.....	10
2.3 Möglichkeiten der strukturellen Gestaltung der Immobilien Kapitalanlagen .	12
2.3.1 Direkte und indirekte Immobilieninvestitionen.....	13
2.3.2 Unterschiedliche Arten der indirekten Immobilieninvestition	14
2.4 Immobilienmärkte und Entwicklungen.....	17
2.4.1 Zwei Werttreiber prägen den Immobilienmarkt der letzten Jahre.....	18
2.4.2 Der Wert des Underlyings – Wertentwicklung der Liegenschaften.....	19
2.4.3 Entwicklung der indirekten Anlagen.....	20
3. Kapitalanlagestrategien bei Schweizerischen Pensionskassen.....	23
3.1 Einführung in die Empirische Untersuchung zu Kapitalanlagestrategien	23

3.2	Ergebnisse und Diskussion der empirischen Erhebung	23
3.2.1	Auswertung und Gruppierung	25
3.2.2	Ergebnisse hinsichtlich Struktur der Immobilienkapitalanlagen.....	25
3.2.3	Ergebnisse hinsichtlich Anforderungen an die unterschiedlichen Arten von Immobilienkapitalanlagen	29
3.2.4	Gruppierung der Vorsorgeeinrichtungen.....	31
3.3	Expertenmeinungen von Pensionskassen: Qualitative Untersuchung	39
3.3.1	Einführung in die qualitative Untersuchung: Befragte Unternehmen	40
3.3.2	Erkenntnissen aus der qualitativen Untersuchung.....	40
4.	Erkenntnisse und Abgleich.....	43
4.1	Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung	43
4.1.1	Allgemeine Erkenntnisse im Bereich Struktur sowie Anforderungen an die unterschiedlichen Arten von Immobilienkapitalanlagen.....	43
4.1.2	Die vier Aussagen.....	45
4.2	Abgleich mit Expertenmeinungen sowie der Theorie	47
4.3	Ableiten von Handlungsempfehlungen	49
5.	Zusammenfassung und Ausblick.....	51
	Literaturverzeichnis	53
	Anhang	57

Abkürzungsverzeichnis

ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen vom 10. und 22. Juni 2011 (Stand 1. Juli 2014), 831.403.2
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (Stand 1. Januar 2018), 831.40
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (Stand 1. Oktober 2017), 831.441.1
CHF	Schweiz Franken
Exposure	Investiertes Kapital in einer abgegrenzten Anlageklasse, Bsp. Immobilienexposure als investiertes Kapital in der Anlageklasse Immobilien
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Stand 1. Juli 2016), 951.32
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
NAV	Net Asset Value / Nettoinventarwert
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
PK	Pensionskasse
SFAMA	Swiss Funds & Asset Management Association
SIX	SIX Swiss Exchange AG
SMI	Swiss Market Index
SPI	Swiss Performance Index

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Dreisäulenmodell: Vorsorgesystem der Schweiz.....	8
Abbildung 2: Möglichkeiten der Immobilien Kapitalanlagen.....	12
Abbildung 3: Wanderungssaldo der Schweiz 2000 – 2017.....	18
Abbildung 4: Zinsentwicklung (CHF 10y Swap).....	19
Abbildung 5: Total Return Liegenschaften Schweiz 2002 – 2017 gem. MSCI.....	20
Abbildung 6: Kursentwicklung des KGAST Hauptindex	21
Abbildung 7: Kursentwicklungen der Immobilien-Indizes der SXI	22
Abbildung 8: Befrage Vorsorgeeinrichtungen aufgeschlüsselt nach Anzahl versicherter Destinatären	24
Abbildung 9: Gegenüberstellung des Anteils direkter zu indirekter Immobilienanlage an den Gesamtanlagen.....	26
Abbildung 10: Management von direkt gehaltenen Immobilien.....	27
Abbildung 11: Delta zwischen Soll- und Zielrendite	27
Abbildung 12: Aufteilung der indirekten Immobilienanlagen über alle Teilnehmer	28
Abbildung 13: Beweggründe für indirekte Immobilienanlagen.....	30
Abbildung 14: Das klassische Immobilieninvestment: Beweggründe für direkte Immobilienanlagen mit internem Asset- und Portfoliomanagement.....	31
Abbildung 15: Verhältnis der direkter zu den indirekten Immobilienanlagen	32
Abbildung 16: Gegenüberstellung der indirekten Investitionen von jungen und alten Kassen.....	35
Abbildung 17: Ist- und Zielvermögensallokation in Immobilien, unterteilt nach Kassengrösse	36
Abbildung 18: Aufteilung der indirekten Immobilieninvestitionen unterteilt nach Kassengrösse	37

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Umfrageergebnisse im Total und aufgeteilt nach Rechtsform	24
--	----

Executive Summary

Schweizer Immobilien stellen eine der beliebtesten Investitionsklassen von Pensionskassen dar. Gleichzeitig geht der Immobilienmarkt schwierigeren Marktbedingungen entgegen. Mit diesem anspruchsvoller werdenden Umfeld sehen sich die Vorsorgeinstitutionen aktuell und in Zukunft konfrontiert – durch den Ausbau der Immobilienquoten mit besonders hoher Relevanz.

In der vorliegenden Arbeit wurden die Strategien bezüglich Immobilien-Kapitalanlagen von Schweizer Pensionskassen empirisch untersucht. In einem ersten Schritt wurde die strukturelle Gestaltung der Anlageklasse analysiert. Darüber hinaus wurden die jeweiligen Beweggründe im Zusammenhang mit den Strategien analysiert. In einem zweiten Schritt wurden Muster und Abhängigkeiten zwischen der Anlagestrategie und Charakteristiken der Pensionskasse geprüft. Grundlage und Kern der Arbeit bildet die Pensionskassenstudie der Swisscanto Vorsorge AG des Jahres 2018, welche mit spezifischen Fragen zu den Immobilienanlagen ergänzt werden konnte. In einem Zeitraum von Ende 2017 bis Frühjahr 2018 wurden 535 Vorsorgeeinrichtungen befragt.

Pensionskassen sind nach wie vor an einem Ausbau der Immobilienquote interessiert. Es wurde gezeigt, dass der Wandel der Struktur der Immobilienkapitalanlage, weg von direkten Anlagen hin zu indirekten Investments, in erster Linie von den privatrechtlichen Pensionskassen getrieben wird. Beweggründe liegen in Diversifikationsmöglichkeiten, Marktkenntnissen des Managements sowie Liquidität der Produkte. Eine bessere Performance oder aber angestrebte Kostensenkungen spielen lediglich eine untergeordnete Rolle. Öffentlich-rechtliche Institute bevorzugen nach wie vor die direkten Anlagen. Sie werten vor allem den Vorteil der besseren Liquidität indirekter Produkte geringer, weisen hingegen ein grösseres Vertrauen in einen Wissensvorsprung des eigenen, internen Immobilienmanagements aus. Des Weiteren konnte aufgezeigt werden, dass ambitionierte Pensionskassen mit einer hohen Zielrendite trotz aktuell gleicher Immobilienallokation eine verhältnismässig deutlich höhere Zielallokation in Immobilien verfolgen als jene Kassen mit mittleren oder tiefen Zielrenditen.

1. Einleitung

Die Einleitung bietet eine Einordnung des Themas in ihren Kontext. Die Problemstellung und die daraus abgeleitete Zielstellung wird aufgezeigt. Abschliessend wird die Methodik der Herangehensweise dargestellt und die Untersuchung abgegrenzt.

1.1 Einführung und Problemstellung

Die aufaddierten Vermögen der Schweizer Pensionskassen lagen im Jahr 2016 bei über CHF 800 Mrd. und wuchsen seit dem Jahr 2012 um durchschnittlich 5.2% pro Jahr (BFS, 2018b, S. 8). Das Vermögen der Pensionskassen übertrifft somit das gesamte Bruttoinlandprodukt der Schweiz deutlich. Dies ist auch im internationalen Vergleich ein Spitzenwert und zeigt die Bedeutung der beruflichen Vorsorge in der Schweiz (Willis Tower Watson, 2018, S. 9). Bei der Vermögensallokation der Vorsorgeeinrichtungen erfreuen sich Investitionen in Immobilien einer anhaltenden Beliebtheit: Das Immobilienexposure der Pensionskassen hat sich über die letzten Jahre kontinuierlich erhöht und befindet sich im Jahr 2016 bei ca. 19% der Gesamtanlagen, was absolut mehr als CHF 155 Mrd. entspricht. Dabei liegt der Fokus klar auf inländischen Immobilien (BFS, 2018b, S. 13-14).

Gleichzeitig geht der Schweizerische Immobilienmarkt schwierigeren Marktbedingungen entgegen. Die seit 2007 beobachtete, zusätzliche Flächennachfrage nach Wohnungen aufgrund der Zuwanderung nimmt seit einigen Jahren ab (Credit Suisse, 2018, S. 19). Aufgrund einer anhaltenden Optimierung des durchschnittlichen Flächenverbrauchs pro Büroangestelltem befindet sich die jährliche Zusatznachfrage nach Büroflächen bei unter 1% des Gesamtbestandes (JLL, 2018, S. 6). Trotz eines endogenen Beschäftigungswachstums verbleibt der Büroflächenmarkt mieterfreundlich. Der Retailmarkt befindet sich aufgrund der Digitalisierung in einem Wandel. Die Anzahl Beschäftigte wie auch die Flächennachfrage geht zurück (Credit Suisse, 2017, S. 20-21). Auf der Angebotsseite führt eine anhaltende, im langjährigen Durchschnitt hohe Neubautätigkeit zu einer weiteren Ausweitung des Flächenangebotes (BFS, 2018a, S. 7).

In Summe konnte mehrfach empirisch aufgezeigt werden, dass zukünftig eine Stagnation auf den Immobilienmärkten wahrscheinlich ist (UBS, 2018, S. 16, Trübstein, 2017, S. 52-53).

Mit diesen anspruchsvollen Entwicklungen des Immobilienmarktes werden Schweizerische Pensionskassen aktuell und zukünftig konfrontiert. Die bestehenden Anlagestrategien müssen hinterfragt und optimiert werden. Die Entwicklung der Immobilien-Kapital-

anlagestrategie ist daher von besonderer Relevanz. In diesem Kontext setzt die vorliegende Arbeit an. Die aktuellen Kapitalanlagestrategien von Schweizerischen Pensionskassen werden anhand einer breiten Studie empirisch untersucht.

Den Hintergrund bietet die neue Institutionen Ökonomie. Diese wirft einen speziellen Fokus auf die Institutionen und den daraus abgeleiteten Rahmen für wirtschaftliche Austauschprozesse (Spars, 2001, S. 24). Im Unterschied zu neoklassischen Analysen wird nicht von einer Welt ohne Transaktionskosten ausgegangen. Unter dem Begriff der Prinzipal-Agent-Theorie wird auf den Umgang mit Informationsasymmetrien zwischen Auftraggeber und Auftragnehmer eingegangen und im Rahmen der Transaktionskostentheorie wird die Institution als solches begründet.

1.2 Zielstellung

Das Forschungsziel der Arbeit ist die Untersuchung von Immobilien-Kapitalanlagestrategien von Schweizerischen Pensionskassen. Einerseits soll dabei die Art und Weise wie in Immobilien investiert wird empirisch untersucht werden. Andererseits werden Abhängigkeiten zwischen der Anlagestrategie und den Charakteristiken der Pensionskassen gesucht. Die gewonnenen Erkenntnisse werden mit Experteninterviews abgeglichen. In einem letzten Schritt werden aus den gewonnen Erkenntnissen Handlungsempfehlungen zur Kapitalanlagestrategie für die Pensionskassen abgeleitet. Der Fokus liegt dabei auf der Anlagestruktur.

Folgende Fragestellungen sind zu beantworten:

- Wie sind die Immobilien-Kapitalanlagestrategien bei Schweizer Pensionskassen aktuell ausgestaltet?
- In welchem Zusammenhang stehen die Immobilien-Kapitalanlagestrategien zu den Charakteristiken der anlegenden Schweizerischen Pensionskasse?
- Welche Beweggründe für die Immobilien-Kapitalanlagestrategien stehen im Vordergrund?

Die aktuellen Verteilungen der Immobilien-Kapitalanlagestrategien werden in einer breiten Studie bei Schweizer Pensionskassen empirisch untersucht. Es wird aufgezeigt, welche Art von Pensionskasse, welche Strategie wählt und welches die zentralen Beweggründe dafür darstellen. Die Erkenntnisse werden anschliessend ausgewählten Expertenmeinungen gegenübergestellt. Die breite Datenbasis wird dadurch mit den Expertenmeinungen abgeglichen. Dies ermöglicht eine Ergänzung der empirischen Erkenntnisse mit qualitativen Beurteilungen.

1.3 Methodik und Aufbau

Als Herangehensweise wird ein exploratives Vorgehen gewählt. Aufbauend auf einer breiten empirischen Marktstudie bei Schweizer Pensionskassen werden Erkenntnisse abgeleitet. Als empirische Grundlage wird die Pensionskassenstudie der Swisscanto Vorsorge AG des Jahres 2018 genutzt. Die Studie konnte mit spezifischen Fragen zu den Immobilienanlagen zielführend ergänzt werden. Der Befragungszeitraum fand von Ende 2017 bis anfangs April 2018 statt. Die Studie basiert auf einer schriftlichen Umfrage bei den Schweizerischen Pensionskassen. Die gestellten Fragen befinden sich im Anhang. Als Abgleich der Erkenntnisse der quantitativen Grundlagen wurden qualitative Interviews mit Exponenten ausgewählter Pensionskassen durchgeführt.

Die Arbeit gliedert sich in fünf Teile. Nach der Einleitung in das Thema folgen die theoretischen Grundlagen. Im Kontext der Management Ansätze wird auf die Schweizerischen Pensionskassen, ihre regulatorischen Rahmenbedingungen sowie die möglichen Immobilien Kapitalanlagen und Charakteristika eingegangen. In einem dritten Teil erfolgt die Auswertung der empirischen Studie sowie der Expertenmeinungen aus den qualitativen Interviews. Das vierte Kapitel zeigt die gewonnenen Erkenntnisse auf, welche anschliessend zu Handlungsempfehlungen verdichtet werden. Zudem findet eine Gegenüberstellung der Erkenntnisse aus der empirischen Studie, den Expertenmeinungen und der Theorie statt. Zum Schluss folgt eine kurze Zusammenfassung sowie ein Ausblick.

1.4 Abgrenzung der Untersuchung

Das Ziel der Arbeit ist die Analyse der Immobilien-Kapitalanlagestrategien von Schweizer Pensionskassen. Der beschränkte Umfang verlangt thematische Abgrenzungen. Der Fokus liegt auf den Immobilien als Kapitalanlage. Andere Asset Klassen werden nicht beleuchtet. Ein übergeordnetes Asset-Liability-Management über verschiedene Anlageklassen hinweg wird nicht analysiert.

Die Arbeit beschränkt sich auf Schweizer Immobilienanlagen mit Equity Charakter. Ausländische Anlagen oder aber Anlagen im Immobilien-Dept Bereich wie zum Beispiel Hypotheken sind nicht Bestandteil der Untersuchung.

Der Fokus liegt auf einem breiten Feld der Vorsorgeeinrichtungen; auf Pensionskassen im engen Sinne sowie auf Gemeinschaftseinrichtungen und Sammelstiftungen, sowohl autonome Einrichtungen wie auch teilautonome oder aber gedeckte Vorsorgeinstitute.

Untersucht werden die gewinnorientierten Immobilieninvestitionen im Rahmen von Kapitalanlagen (Real Estate Investment Management REIM). Nutzungsorientierte Immobilienanlagen im Bereich des Corporate Real Estate (CREM), welche von Vorsorgeeinrichtungen gehalten werden oder aber auch Public Real Estate (PREM) sind nicht Bestandteil der Analyse.

2. Theoretische Grundlagen

Die theoretischen Grundlagen bilden den Kontext der weiteren Arbeit. Eine Darstellung der relevanten Wissenschaftstheorie bildet den Hintergrund. Darauf aufbauend werden einerseits die Schweizerischen Pensionskassen beschrieben, ihre regulatorischen Rahmenbedingungen aufgezeigt sowie ihre Möglichkeiten der Investition in Immobilien dargestellt. Andererseits wird der Immobilienmarkt Schweiz dargestellt.

2.1 Wissenschaftliche Einordnung: Management Ansätze

Werden wirtschaftliche Fragestellung innerhalb der Anlagekategorie der Immobilien untersucht, bewegt man sich im Wissenschaftsgebiet der Immobilienökonomie. Dabei stossen unterschiedliche Disziplinen aufeinander. Verortet sich beispielsweise die Wertermittlung einzelner Immobilien im finanzmathematischen Bereich, so findet man sich bei der Abbildung des ermittelten Wertes wie auch bei den diversen Zahlungsströmen einer Immobilie in der Disziplin des Accounting wieder. Die Gemeinsamkeit und was das Wort der «Immobilienökonomie» – als Zusammenzug aus Gegenstand und der Disziplin zur theoretischen Erfassung des Gegenstandes selber – bereits vorwegnimmt, ist eine regelmässige Gegenüberstellung der Theorie und dem Untersuchungsgegenstand – eine Nähe von Theorie und Praxis (Sotelo, 2006, S.42-43). So soll im Folgenden in dieser Tradition auf die betriebswirtschaftlichen Grundlagen eingegangen werden, bevor über die Empirie die Brücke zur Praxis geschlagen wird.

2.1.1 Immobilien Kapitalanlagestrategie als Real Estate Management

Das einer Institution zur Verfügung gestellte Kapital kann in unterschiedliche Anlageklassen investiert werden, welche sich nach Risiko- und Renditeprofil unterscheiden (Funke et al, 2006, S. 11). In der vorliegenden Arbeit wird ausschliesslich auf die Kapitalanlage in Immobilien eingegangen.

Die Anlage in Immobilien weist verschiedene Besonderheiten aus, auf welche hier nicht alle eingegangen werden soll. Doch wie das Wort bereits sagt, ist das Investitionsgut lokal gebunden. Die damit einhergehende feste Verbindung mit einer Lage führt zu einer Einmaligkeit jeder Immobilie und bedingt letztlich eine Heterogenität des Investitionsgutes. Hinzu kommen hohe Übertragungskosten welche vor allem bei Immobilien als Kapitalanlagen von Relevanz sind. Insbesondere diese Übertragungskosten wie auch die Heterogenität sorgen für eine Intransparenz des Immobilienmarktes (Brauer, 2009, S. 10-11).

Das Real Estate Management muss mit dieser Intransparenz arbeiten. Real Estate Management als Management der Kapitalanlage «Immobilie» und als Synonym für das Im-

mobilienmanagement bezeichnet die Führungslehre der Immobilienwirtschaft und umfasst sowohl die Planung wie auch die Steuerung und die Kontrolle sämtlicher auf die Immobilie gerichteten Transformationsprozesse (Kämpf-Dern, 2009, S. 2). Anwendung findet der Begriff sowohl für die Immobilienaktivitäten der Unternehmen in der Privatwirtschaft, der öffentlichen Hand wie auch der privaten Haushalte (Reichmann, 2007, S. 11). Letztere beiden Punkte finden in der vorliegenden Arbeit keine Behandlung.

Innerhalb des Real Estate Managements gibt es unterschiedliche Management Disziplinen und Zielsetzungen. Eine eindeutige Begriffsdefinition mit konsistenten Aufgabenzuordnungen und Abgrenzung existiert allerdings nicht (Kämpf-Dern, 2009, S. 1). Diese Arbeit richtet sich auf die übergeordnete Investitionsebene mit der Immobilie als Kapitalanlage. Das professionelle Management der Immobilien im Rahmen von Kapitalanlagegesichtspunkten fokussiert in erster Linie auf die Optimierung der Performance und kann sowohl intern wie auch extern erfolgen. Die auf betrieblichen Aspekte ausgerichteten Managementthemen sind von untergeordneter Bedeutung. Im Zentrum steht der Investor und seine strategische Ausrichtung. (Teichmann, 2007, S. 9f-10).

2.1.2 Neue Institutionen Ökonomie

Die vorliegende Arbeit fokussiert auf die Eigentümerseite. Die Investitionen in Immobilien sollen der Erreichung von Renditezielen wie auch der Kapitalerhaltung während der Anlagedauer dienen (Kämpf-Dern, 2009, S. 3). Es stehen nicht Fragen der Nutzung wie Flächenverwendung, Entwicklung von Nutzungskonzepten, Unterhaltsoptimierung oder die Verbuchung von Cash Flows im Zentrum, sondern Fragen der Finanzierung der Immobilie. Es geht um die betriebswirtschaftliche Einordnung der Eigentums- und Verfügungsrechte und somit um Institutionen. Gerade diese sind aufgrund der beschriebenen Besonderheiten von Immobilienanlagen und die daraus entstehende Intransparenz des Marktes von besonderer Bedeutung im Immobilienkapitalanlagemarkt.

Als Forschungsdisziplin richtet sich die Neue Institutionenökonomik (NIÖ) innerhalb der Wirtschaftswissenschaften auf den Bereich der Institutionen aus und macht die einzelnen Institutionen wie Verträge und Rechte zu ihrem Untersuchungsgegenstand. Dabei werden Institutionen definiert als «...formale (Verordnungen, Gesetze, Verfassungen) und informelle Beschränkungen (Verhaltensnormen, Sitten, selbstauferlegte Verhaltenskodizes) zur Regelung des gesellschaftlichen Zusammenlebens und ihre Durchsetzungsmechanismen» (Mesch, 2011, S. 349). Zur Neuen Institutionenökonomie gehören neben der Property-Rights-Theorie, welche hier keine weitere Behandlung erfährt, die Transaktionskostentheorie sowie die Principal-Agent-Theorie (Mesch, 2011, S. 348).

2.1.3 Organisationsstruktur: Transaktionskosten und Prinzipal-Agent-Theorie

Der theoretische Rahmen des Real Estate Management ist nicht durch einen perfekten Markt ohne Transaktionskosten gegeben. Wie bereits von R.H. Coase im Jahre 1937 dargelegt, führen aber erst die Kosten in Transaktionsprozessen zur Existenz von Institutionen (Coase, 1937, S. 393). Grundthese der NIÖ ist, dass die Institutionen als Systeme formaler oder informeller Verhaltensnormen die bestehenden Transaktionskosten senken (Richter/Furubotn, 1999, S. 7). Die Neue Institutionenökonomik bezeichnet alle Aufwendungen, welche nicht durch die eigentliche Transaktionsleistung, sondern durch die Notwendigkeit einer vertraglichen Einigung sowie deren Überwachung und Durchsetzung verursacht werden, als Transaktionskosten (Heinrich & Lobigs, 2003, S. 248).

Der Analyserahmen wird innerhalb der NIÖ zudem um die Prinzipal-Agenten Theorie ergänzt, indem Informationsasymmetrien zwischen Institutionen berücksichtigt werden (Heinrich & Lobigs, 2003, S. 295). Institutionen gehen durch Verträge Kooperationen ein. Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, dass der beauftragte Kooperationspartner (der Agent) den Nutzen des Auftragsgebers (Prinzipal) maximiert (Spars, 2001, S. 37-38). Unterschiedliche Interessen sowie Informationsasymmetrien können zu Interessenskonflikten führen. Um die Handlungen des Agenten auf die Bedürfnisse des Prinzipals auszurichten entstehen wiederum Kosten (Jensen & Meckling, 1976, S. 308-309).

Die zentrale Frage ist: Welches sind die optimalen Organisationsstrukturen, welche, je nach Investor, die Transaktionskosten minimieren? Geprägt ist diese Frage durch die Abwägung zwischen einer internen Leistungserstellung und einem externen Leistungsbezug. Diese Kernfrage und ihre Herleitung bildet die theoretische Grundlage sowohl für das Kapitel 2.3 in welchem die Möglichkeiten der strukturellen Gestaltung von Immobilienkapitalanlagen als gesamtes aufgeführt werden wie auch Kapitel 3 wo empirisch untersucht wird, welche Kapitalanlagestrategien von welchen Pensionskassen gewählt werden.

2.2 Das Vorsorgesystem der Schweiz

Die Vermeidung von Altersarmut ist ein grundlegendes, sozialpolitisches Ziel der Schweiz. Um dieses Ziel zu erreichen wurde das Schweizerische Vorsorgesystem entwickelt, welches folgende drei Bereiche umfasst und aus diesem Grund häufig als «Dreisäulenmodell» bezeichnet wird.

Die erste Säule dient der Existenzsicherung nach der Pensionierung und ist für alle Einwohner obligatorisch. Die Finanzierung geschieht über ein Umlageverfahren, indem die arbeitende Bevölkerung (Arbeitnehmer und Arbeitgeber) über Lohnabzüge die Auszah-

lungen an die Rentner sowie über allgemeine Bundesmittel zur Auffangung der Defizite finanziert (Bundesamt für Sozialversicherungen, 2017, S. 13).

Als zweite Säule umschreibt die berufliche Vorsorge. Neben der Existenzsicherung soll die Fortsetzung des bisherigen Lebensstandes nach der Pensionierung gesichert werden indem ein persönliches Altersguthaben aufgebaut wird (Döhnert, 2015, S. 51). Die Institutionalisierung der Vorsorgeeinrichtungen findet mittels der Pensionskassen statt (vgl. nächstes Kapitel).

Die dritte und letzte Säule dient der privaten Vorsorge. Im Gegensatz zu den ersten beiden Säulen ist diese freiwillig ausgestaltet. Wie bei der zweiten Säule erfolgt die Finanzierung über das Kapitaldeckungsverfahren.

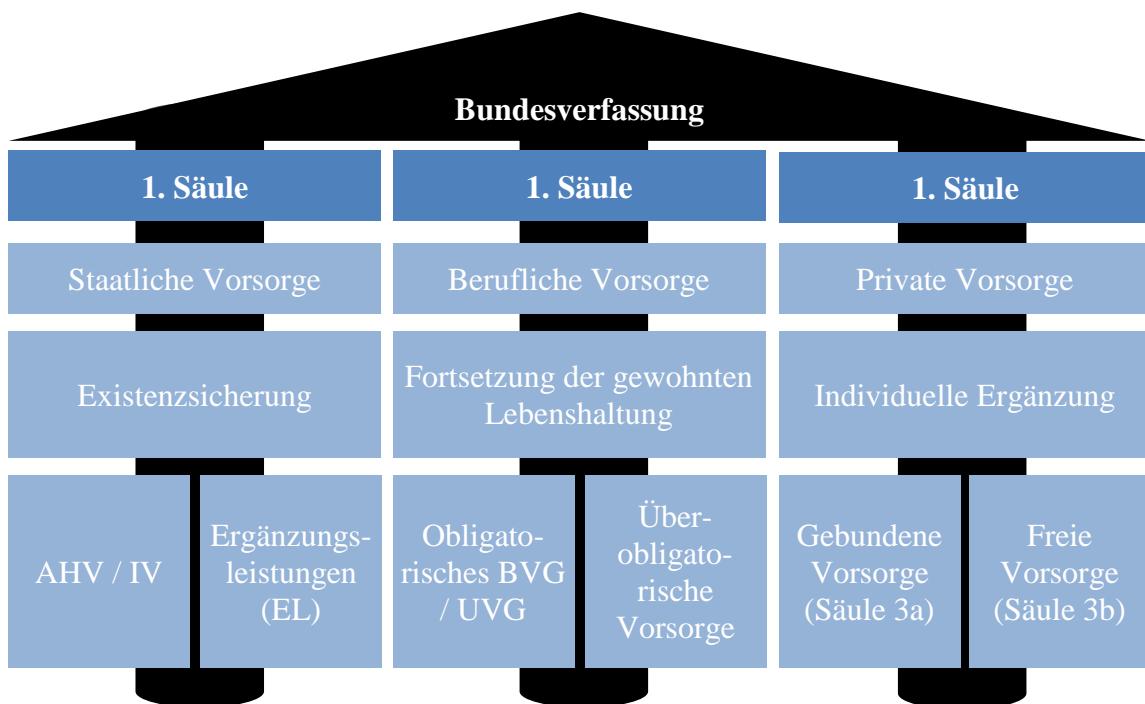


Abbildung 1: Dreisäulenmodell: Vorsorgesystem der Schweiz (in Anlehnung an Helbling, 2006, S. 28)

2.2.1 Die berufliche Vorsorge und die Schweizerischen Pensionskassen

Die berufliche Vorsorge blickt auf eine lange Tradition in der Schweiz zurück. Bereits Anfangs des 19. Jahrhunderts waren erste Arbeitnehmer in einer, dem Arbeitgeber angegliederten, Pensionskasse versichert. Doch erst 1985 wurde die Versicherung aller Arbeitnehmer und Arbeitnehmerinnen über einem, vom Bundesrat definierten, Mindestjahreseinkommen obligatorisch. Selbstständig Erwerbende und Personen, welche weniger als das Mindestjahreseinkommen verdienen, können sich freiwillig versichern. Die Verwaltung der Vermögen sowie die administrative Organisation der Prozesse werden seit je

her hauptsächlich durch Pensionskassen sichergestellt (Armingeon, 2018, S. 43-44). Jeder Arbeitgeber muss entweder eine eigne Vorsorgeeinrichtung haben, oder sich aber (mindestens) einer bestehenden Vorsorge-, Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtung anschliessen.

Die Finanzierung der zweiten Säule erfolgt über das Kapitaldeckungsverfahren, was einem individuellen Zwangssparen gleichkommt (Armingeon, 2018, S. 43). Arbeitnehmer (erster Beitragszahler) und Arbeitgeber (zweiter Beitragszahler) zahlen während der Erwerbsdauer über Lohnabzüge Kapital ein, welches durch die Pensionskassen fortlaufend investiert wird. Der dritte Bestandteil der Finanzierung bildet die generierte Verzinsung des angesparten Kapitals (dritter Beitragszahler). Je grösser die Vermögen sind, desto gewichtiger ist der Einfluss des dritten Beitragszahlers. Dieser Beitrag hängt stets von den Renditen der Kapitalanlagen ab. Je grösser die Vermögen, desto wichtiger ist somit die Anlagerendite für den nachhaltigen Bestand der zweiten Säule.

Das erzielte Vermögen wird auf individuellen Konti pro Versichertem geführt und bei einem Wechsel des Arbeitgebers in die neue Pensionskasse überführt. Ausbezahlt werden die Leistungen spätestens mit Erreichen des AHV-Pensionsalters, entweder direkt oder aber als Verrentung (Bütler & Jaeger, 2007, S. 4).

2.2.2 Regulatorische Rahmenbedingungen Schweizerischer Pensionskassen

Das Fundament und gleichzeitig der regulatorische Rahmen der zweiten Säule bildet das Gesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG). Grundlegendes Ziel, ist die Leistung aus der ersten Säule so zu ergänzen, dass der gewohnte Lebensstandard auch nach der Pensionierung weitergeführt werden kann (Döhnert, 2015, S. 51). So umschreibt das Gesetz die Mindestanforderungen, welche im Rahmen der 2. Säule erfüllt werden müssen, wie beispielsweise die minimale Verzinsung des angesparten Kapitals im Obligatorium, jenem Lohnbestandteil welcher zwingend über die 2. Säule zu versichern ist. Um die berufliche Vorsorge von der privaten Vorsorge abzugrenzen und um zu verhindern, dass versicherte Personen übermässige steuerliche Vorteile durch die 2. Säule erlangen können, sind verschiedene Grundsätze festgelegt worden. Neben Angemessenheit, Gleichbehandlung, Kollektivität und dem Versicherungsprinzip ist hierbei vor allem die Planmässigkeit hervorzuheben. Sie sieht vor, dass eine Vorsorgeeinrichtung ihre Leistungsversprechen und die damit zusammenhängende Finanzierung genau festlegt und somit plant; eine Herausforderung im Angesicht der unsicheren Kapitalmärkte und den schwankenden Beiträgen des Dritten Beitragszahlers. (Axa Winterthur, 2017, S. 6-9).

Durch die Zwangskomponente der zweiten Säule, hat ein Arbeitnehmer keinen direkten Einfluss auf die Behandlung des von ihm angesparten Kapitals vor Ausbezahlung der Leistungen. Aus diesem Grund hat der Bund verschiedene Schutzmechanismen vorgeschrieben (Döhnert, 2015, S. 51):

- Eigene Rechtspersönlichkeit: Trennung der Pensionskasse von den Unternehmen
- Paritätische Aufteilung des Stiftungsrates als oberstes Organ zwischen Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertreter
- Vorschriften hinsichtlich Vermögensverwaltung (Asset Allocation)

Der letztgenannte Punkt, die Vorschriften zur Vermögensverwaltung, ist in der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge (BVV 2) geregelt. Ein zentraler Bestandteil ist das Vorsichtsprinzip. Das oberste Organ einer Institution der beruflichen Vorsorge soll sich bei der strategischen Ausgestaltung der Vermögensverwaltung wie auch bei der Ausführung und Überwachung stets von diesem Prinzip leiten lassen. Aufgrund der unterschiedlichen Risikoprofile einzelner Anlageklassen, hat dies einen direkten Einfluss auf die Asset Allocation. Zusätzlich sieht der Gesetzgeber Begrenzungen durch Maximalanteile einzelner Anlageklassen am Gesamtvermögen einer Vorsorgeeinrichtung vor. Die Immobilien dürfen dabei einen Anteil von 30% nicht überschreiten, wobei eine Einzelimmobilie nicht mehr als 5% des Gesamtvermögens ausmachen darf. Daneben gibt es Spezialvorschriften bezüglich Liegenschaften, welche der angeschlossenen Arbeitgeber zu Geschäftszwecken nutzt (Axa Winterthur, 2017, S. 43-44, BVV 2, Art. 54b). Die Bandbreiten der Asset Allocation können unter bestimmten Bedingungen erweitert werden, was zu begründen ist (Erweiterungsbegründung) (Art. 50, BVV 2).

Im Gegensatz zu den engmaschigeren Bestimmungen zur Risikobegrenzung wird das Gegenstück des Risikos, die Rendite, wenig vom Gesetzgeber behandelt. Artikel 51 der BVV 2 besagt lediglich, dass die Vorsorgeeinrichtung einen dem Geld-, Kapital-, und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrag anzustreben hat.

2.2.3 Kennzahlen zu den Pensionskassen

Das Kapitel bietet einen Überblick über den Markt der Pensionskassen, die verwalteten Vermögen sowie die unterschiedlichen Arten der Institute.

Vermögen und Anlage

Aufgrund des Kapitaldeckungsverfahrens als Finanzierungsform werden sehr grosse Vermögen in der zweiten Säule angesammelt und durch die Pensionskassen verwaltet. Das vom Bundesamt für Statistik in ihrer jährlichen Pensionskassenstatistik ausgewiesene Gesamtvermögen beläuft sich per Ende 2016 auf CHF 823.9 Mrd. Das Vermögen ist nicht konstant, sondern wächst stetig an. Seit dem Jahr 2012 ist eine durchschnittliche, jährliche Vermögenszuwachsrate von 5.2% zu beobachten (BFS, 2018b, S. 8).

Angelegt wird das Vermögen vorwiegend in Aktien und Obligationen, welche traditionell die beiden wichtigsten Anlageklassen darstellen. Im Jahr 2016 belief sich der Anteil Obligationen auf 31.9%, jener der Aktien auf 30.1%. Der Trend der beiden Klassen ist allerdings gegenläufig. Hat der Anteil Aktien über 5 Jahre seit dem Jahr 2012 um absolut 2.6% zugenommen, so sank jener der Obligationen um 3.3%. An dritter Stelle folgen die Immobilien mit einem Anteil von 18.9%. Dies entspricht einem Volumen von CHF 155.4 Mrd. Die übrigen knapp 20% des Gesamtanlagevolumens verteilen sich hauptsächlich auf alternative Anlagen, flüssige Mittel, Hypotheken und Mischvermögen (BFS, 2018b, S. 13).

Institute und Marktaufteilung

Die steigenden regulatorischen Anforderungen wie auch die komplexer werdenden Kapitalmärkte sorgen dafür, dass die Anzahl der Pensionskassen in der Schweiz rückläufig ist. Die steigenden Vermögen werden durch immer weniger Kassen verwaltet. Existierten im Jahr 2006 noch 2'669 Kassen, waren es Ende 2016 1'713 Einrichtungen mit aktiv Versicherten. Dies entspricht einem Rückgang von 35%. Die Abnahme der Anzahl erfolgt in erster Linie bei den sehr kleinen Instituten mit unter 1'000 Versicherten, welche sich vermehrt mit anderen zusammenschliessen (BFS, 2018b, S. 10).

Aktuell existieren 75 öffentlich-rechtliche Einrichtungen mit ca. 579'000 Versicherten und 1'638 privatrechtliche Vorsorgeeinrichtungen mit ca. 3'511'300 Versicherten. Der Markt teilt sich, in Institute bei welchen nur ein einzelner Arbeitgeber angeschlossen ist sowie Vorsorgeeinrichtungen bei welchen mehrere Arbeitgeber angeschlossen sind auf. Vorsorgeeinrichtungen, bei welchen ein einzelner Arbeitgeber angeschlossen ist, gab es Ende 2016 605. Institute wie Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen, bei welchen mehrere Arbeitgeber angeschlossen sind bilden die Mehrheit. In dieser Kategorie existierten 2016 1'108 Institute. Der Rückgang der Anzahl Einrichtungen ist über alle Kategorien beobachtbar (BFS, 2018b, S. 10-11).

Vorsorgeeinrichtungen können mit dem Risiko welches sie gegenüber Alter, Tod und Invalidität hinsichtlich ihren Versicherten tragen unterschiedlich umgehen. Ein Institut kann alle Risiken selber tragen. Um dies leisten zu können, müssen gewisse Vorgaben bezüglich Versichertenzahl, Kapital und Rückstellungen erfüllt sein. In diesem Fall spricht man von einer autonomen Einrichtung. Teilautonome Kassen wiederum schliessen eine Rückversicherung für mindestens eines der Risiken Alter, Tod oder Invalidität bei einer Versicherung ab. Zuletzt gibt es Vollversicherungslösungen mit einer vollen Deckung (kollektive Vorsorgeeinrichtungen) welche sämtliche Risiken bei einer Versicherung rückversichert haben (BFS, 2018b, S. 29).

Die durchgeführte empirische Studie deckt alle Vorsorgeeinrichtungen, sowohl Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen, wie auch autonome, teilautonome oder kollektive Einrichtungen.

2.3 Möglichkeiten der strukturellen Gestaltung der Immobilien Kapitalanlagen

Innerhalb der regulatorischen Bandbreiten haben Vorsorgeeinrichtungen unterschiedliche Möglichkeiten in Immobilien als Kapitalanlage zu investieren. Wie in Kapitel 1.4 Abgrenzungen aufgezeigt wird im Folgenden der Fokus auf inländische Immobilien-Kapitalanlagen und auf Immobilieninvestitionen mit Eigenkapitalcharakter gelegt.

Die folgende Grafik zeigt eine Übersicht über die Investitionsmöglichkeiten in Immobilien in der Schweiz. Die einzelnen Möglichkeiten werden anschliessend beschrieben:

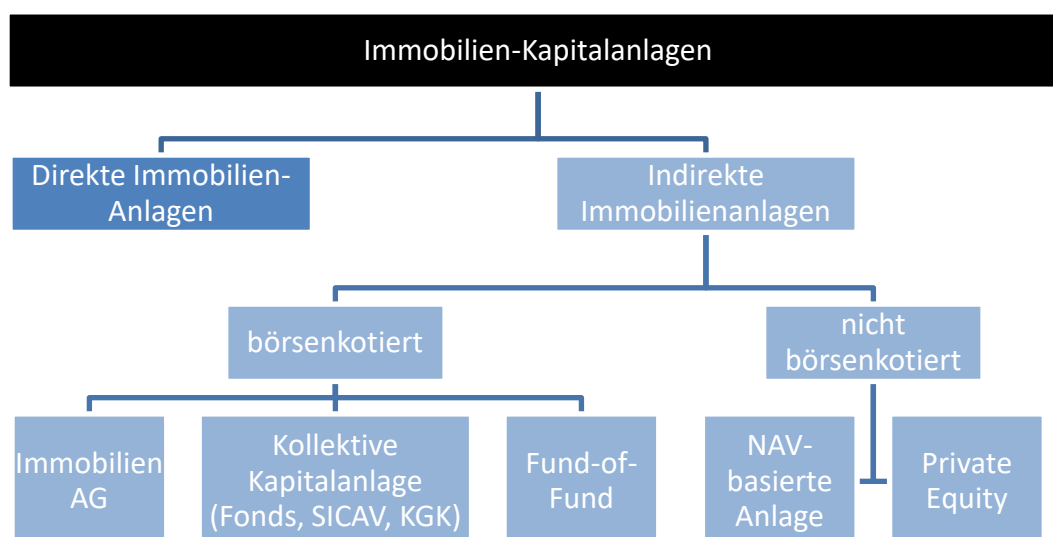


Abbildung 2: Möglichkeiten der Immobilien Kapitalanlagen (Quelle: Eigene Darstellung).

2.3.1 Direkte und indirekte Immobilieninvestitionen

Die Anlagemöglichkeiten unterscheiden sich grundlegend in direkte und indirekte Investitionen. Bei direkten Investitionen wird eine Liegenschaft erworben, die Vorsorgeeinrichtung wird unmittelbarer Eigentümer der Immobilie. Damit einher gehen alle Rechte und Pflichten auf die Vorsorgeeinrichtung über, inklusive allen Risiken und Ertragspotentiale. Bei der indirekten Investition wird in ein vertragliches Konstrukt investiert, welches dann ihrerseits die Immobilie hält – wiederum direkt oder indirekt (Arens, 2015, S. 233-234).

Die beiden Investitionsarten unterscheiden sich in verschiedenen, massgeblichen Punkten. Neben den unterschiedlichen Regulationen und Aufsichtsbehörden soll im Folgenden anhand der vier fundamentalen Kapitalanlageziele «Rentabilität, Risiko, Liquidität und Management» kurz auf die Unterschiede eingegangen werden (Schmidt-von Rhein, 1996, S. 186).

1. Die beiden Typologien verfügen über unterschiedliche Risiko- und Ertragsmechanismen. Renditeseitig erlauben direkte Investitionen einen unmittelbaren Cashflow aus Mieteinnahmen und eine direkte Partizipation an Wertänderungen. Indirekte Investitionen funktionieren über Ausschüttung des immobilienhaltenden Gefässes respektive Preis-/ Wertänderungen des Anteils am Gefäss (Blüml, 2014, S. 24).
2. Bezüglich Risiko vermögen indirekte Investitionen eine einfachere Losgrössenstückelung, indem in ein vertragliches Konstrukt investiert wird, welches verschiedenen Immobilien hält. Die Diversifikation innerhalb der Anlageklasse kann so mit geringerem Mittelaufwand erreicht werden. Bei direkten Investitionen ist hingegen kein Sekundärmarkt nötig, da das Investitionsgut Immobilie unmittelbar gehalten wird, was Wertschwankungen eines Sekundärmarktes ausschliesst (Blüml, 2014, S. 24-25).
3. Die Liquidität bezieht sich bei direkten Investitionen unmittelbar auf die Liegenschaft. Eine Transaktion einer Immobilie ist komplex und zeitaufwändig. Höhere Transaktionskosten sind die Folge. Bei der indirekten Investition können Anteile des vertraglichen Konstruktes veräussert werden. Dies legt die Grundlage eines liquiden Marktes (Arens, 2015, S. 233).
4. Die Mitwirkungsrechte der beiden Investitionstypologien unterscheiden sich stark, sodass das Management der Kapitalanlage bei der investierenden Vorsorgeeinrichtung je nach Investitionsart anders aufgebaut sein und über anderes Wis-

sen verfügen muss. Bei indirekten Anlagen muss in einem ersten Schritt das Investment in das vertragliche Konstrukt verwaltet werden. Bei der direkten Investitionsart entfällt dieses und es wird alleine die Investition in die Immobilie verwaltet.

Bei den direkten Anlagen in Immobilien kann die Art und Weise des Managements sowohl intern, als auch extern erfolgen. Von einem externen Management spricht man, wenn das Portfolio- und Asset Management der eigenen Immobilien über vertraglich gebundene, externe Spezialisten erfolgt. Bis auf die strategische Ausrichtung sind externe Partner für das Management und die Steuerung des Immobilienportfolios verantwortlich. Bei einem internen Management wird der Bestand an Liegenschaften selber verwaltet, das heisst das Baumanagement, Akquisitionen, Asset- und Portfoliomanagement etc. befinden sich in der eigenen Organisation. Dazwischen gibt es diverse Mischformen, bei welchen Teilbereiche ausgelagert sind und andere Leistungen intern erbracht werden. Eine Organisation muss im Spannungsfeld von Transaktionskosten durch Vertrags-, Verhandlungs- und anderen organisatorischen Kosten sowie optimierten Strukturen und Wertschöpfungspotentialen bei Fremdvergaben die für sie beste Kosten-Return-Struktur finden (Trübstein, 2015, S. 30-31).

2.3.2 Unterschiedliche Arten der indirekten Immobilieninvestition

Betrachtet man die indirekten Investitionen, bieten sich verschiedenen Anlagemöglichkeiten. Im Folgenden werden die wichtigsten Kategorien umrissen.

Kollektive Kapitalanlagen

Die Gruppe der kollektiven Kapitalanlagen beruht auf dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG). Ziel ist es, Vermögen von Anlegern gemeinschaftlich zu verwalten, wobei die Verwaltung durch eine Fondsleitung vorgenommen wird. Die Zulassung sowie die Kontrolle findet durch die Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA) statt.

Grundsätzlich lassen sich die kollektiven Kapitalanlagen in offene sowie geschlossene Kapitalanlagen unterscheiden. Offene Kapitalanlagen bieten dem Investor die Möglichkeit, seinen Anteil an die ausgebende Gesellschaft zurückzugeben und den aktuellen Geldwert (zum Nettoinventarwert NAV) zurückzuerhalten (KAG, 2016, Art. 8). Geschlossene Strukturen sehen diese Möglichkeit nicht vor. Stattdessen kann eine Laufzeit definiert werden, nach welcher die Anteile ausbezahlt werden. Während der Laufzeit

kann ein Anteil somit nur über einen Sekundärhandel veräussert werden (KAG, 2016, Art. 9; Fäs, 2015, S. 76).

Kollektive Kapitalanlagen können an einer Börse kotiert werden. Neben den inneren Wert eines Anteils, welcher sich aus der Summe der bilanzierten Vermögen abzüglich der Verpflichtungen der Kapitalanlage zusammensetzt (NAV), entsteht ein zweiter Wert auf dem Sekundärmarkt. Dieser beruht auf Angebot und Nachfrage und kann höher oder tiefer sein wie der NAV. Man spricht von Agio respektive Disagio. Der Wert der kollektiven Kapitalanlage wird somit volatil als der Wert der zugrundeliegenden Investition in eine Immobilie.

Die in der Schweiz verbreitetste kollektive Kapitalanlage ist der vertragliche Anlagefonds – im Bereich der Immobilienkapitalanlagen der offene Immobilienfonds. Dieser ist verpflichtet, sein Kapital ausschliesslich in Grundstücke sowie Beteiligung an grundstückhaltenden Fonds oder Gesellschaften zu investieren. (KAG, 2016, Art. 59). Zudem ist die Höhe der Fremdfinanzierungsquote im Verhältnis des Gesamtanlagewertes beschränkt. Neben Immobilienfonds gibt es andere, weniger verbreitete Formen der kollektiven Kapitalanlagen wie die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF) oder die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (KGK) auf welche nicht weiter eingegangen wird. Investiert ein Anlagefonds wiederum in einen anderen Anlagefonds, spricht man von Fund-of-Fund Strukturen.

Mitte 2018 existieren 33 an der SIX kotierte Immobilienfonds mit einer Marktkapitalisierung von über CHF 40 Mrd. (SIX, ohne Datum). Daneben gibt es diverse nicht kotierte Immobilienfonds.

Immobiliengesellschaft

Immobiliengesellschaften sind Aktiengesellschaften gemäss Schweizerischem Obligationenrecht (OR). Im Unterschied zu kollektiven Kapitalanlagen sind sie bei der Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit freier. Neben Erträgen aus der Flächenbereitstellung können Sie auch Fremdaktivitäten betreiben, wie Generalunternehmungstätigkeit, Shops, Betrieb von Alters- und Pflegeheimen etc. Zudem ist es ihnen erlaubt mit höheren Fremdfinanzierungsquoten zu agieren. (Fäs, 2015, S. 77). Immobilienaktiengesellschaften können sich an der Börse kotieren.

Kotierte Immobiliengesellschaften weisen vor allem aufgrund der höheren Fremdkapitalquoten eine volatilere Wertentwicklung als Immobilienfonds auf (Fäs, 2015, S. 77).

Zudem sind sie abhängiger von den Börsentendenzen und folgen enger den allgemeinen Börsenkursbewegungen als dies bei Anlagefonds der Fall ist (SFAMA, 2016, S. 6).

Immobilienanlagestiftungen

Die dritte Möglichkeit der indirekten Investition in Immobilienanlagen bieten die Immobilienanlagestiftungen. Sie beruhen auf dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG). Die Rahmenbedingungen werden einerseits durch die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenversicherung (BVV2) und andererseits durch die Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) gegeben.

Eine Immobilienanlagestiftung oder eine Immobilienanlagegruppe einer Anlagestiftung darf ausschliesslich in Grundstücke sowie Beteiligung an grundstückhaltenden kollektiven Kapitalanlagen investieren (ASV, 2014, Art. 27). Die Fremdfinanzierung ist auf einen Drittel des Anlagewertes beschränkt (ASV, 2014, Art. 27 Abs. 5). In eine Immobilienanlagestiftung können ausschliesslich Einrichtungen der beruflichen Vorsorge investieren (ASV, 2014, Art. 1). Zudem ist ein freier Handel von Ansprüchen ausgeschlossen. Nur in begründeten Einzelfällen dürfen Ansprüche von Investoren mit anderen Anlegern gehandelt werden (ASV, 2014, Art. 18). Dies bedeutet, dass die einzige Möglichkeit der Investition, resp. der Devestition in eine Immobilienanlagestiftung über die Stiftung selber zu erfolgen hat. Es gibt folglich keinen Sekundärmarkt.

Eine investitionswillige Einrichtung der beruflichen Vorsorge kann einen Einkauf in die Stiftung einerseits mittels eines Bareinkaufs (Zeichnung) oder aber mittels einer Sacheinlage vornehmen. Bei einer Sacheinlage werden bereits im Besitz befindliche Liegenschaften in die Stiftung miteingebracht und mit Anteilen entschädigt. Die Stiftung kann eine Investition ablehnen und / oder Sonderspesen auf die Zeichnung verlangen. Eine Devestition erfolgt durch die Rückgabe von Anteilen an die Stiftung, welche die Anteile gegen Geld entgegennimmt (Rücknahme). Auch hier können Rückgabekommission sowie zeitliche Ausgestaltungen vorgeschrieben werden (Bsp. Rückgabe nur auf jedes Monatsende möglich).

Da ein Sekundärmarkt für Anteile fehlt, gibt es kein Pricing der Anteile über Angebot und Nachfrage. Stattdessen wird ein Anteil nach dem anteiligen inneren Wert, der Summe der Aktiven abzüglich allfällige Verbindlichkeiten (NAV) der Stiftung, bepriced (ASV, 2014, Art. 41). Sowohl eine Zeichnung wie auch eine Rücknahme erfolgt somit stets zum NAV zuzüglich allfälliger Kommission und Spesen. Die Anteile einer Immobilienanla-

gestiftung bildet somit die Wertentwicklung der Liegenschaften im Besitz der Stiftung ab. Die Wertentwicklung folgt der Wertentwicklung von direkt gehaltenen Immobilien (ohne Spesen und Kommissionen). Die Volatilität entspricht jener von direkten Immobilieninvestitionen.

Die Kategorie der Anlagestiftungen verzeichneten in den letzten ein starkes Wachstum. Per Februar 2018 gab es in der Schweiz 32 Immobilienanlagestiftungen innerhalb der Organisation Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) mit einem Gesamtvermögen von CHF 41.5 Mrd. (KGAST, 2018a, S 1). Hinzu kommen jene Stiftungen welche sich nicht beim KGAST angeschlossen haben. Von den bei der KGAST angeschlossenen Stiftungen sind lediglich sechs für Neuzeichnungen offen, wobei zum Teil sehr hohe Zeichnungsspesen zu Gunsten des Anlagevermögens anfallen. Grund ist die hohe Beliebtheit und der damit verbundene Mittelzufluss.

Fazit

Zusammenfassend unterscheiden sich die drei beschriebenen Arten von Investitionen in indirekten Immobilienanlagen vor allem hinsichtlich Risiko. Bilden die Anlagestiftungen den Wert der gehaltenen Aktiven und Passiven – der Immobilien – ab, funktionieren kollektive Kapitalanlagen wie auch Immobiliengesellschaften über einen Sekundärmarkt. Die Wertentwicklung eines Anteils einer Anlagestiftung ist somit viel weniger volatil als jene eines Anteils eines Immobilienfonds oder einer Immobiliengesellschaft (Fäs, 2015, S. 75). Vergleicht man nur die beiden Gruppen der kotierten Immobilienfonds mit jener der kotierten Immobiliengesellschaften zeigt sich, dass die Preise der Immobiliengesellschaft eher den Schwankungen der Börse folgen und nochmals volatiler sind als jene der Immobilienfonds (SFAMA, 2016, S. 6; Fäs, 2015, S. 75).

2.4 Immobilienmärkte und Entwicklungen

Investiert eine Vorsorgeeinrichtung in Immobilien in der Schweiz setzt sie sich der hiesigen Entwicklung der Immobilienmärkte aus, egal ob dieses Investment indirekt oder direkt erfolgt. Die Entwicklung der Immobilienmärkte prägt die Immobilienkapitalanlagestrategie wie auch deren Erfolg. Bei der Formulierung einer Immobilienkapitalanlagestrategie sollten die Märkte, deren Entwicklung wie auch die zentralen Werttreiber berücksichtigt werden. In diesem Kapitel wird kurz auf zwei zentrale Werttreiber eingegangen sowie die vergangene Wertentwicklung der einzelnen Immobilienanlagen aufgezeigt.

2.4.1 Zwei Werttreiber prägen den Immobilienmarkt der letzten Jahre

Die Immobilienmärkte haben sich seit der Jahrtausendwende aus Sicht des Anlegers positiv entwickelt. Die Immobilienwerte sind in jeglicher Beziehung deutlich gestiegen. Vom Wert eines unbebauten Baulandes, über eine Eigentumswohnung im Stockwerkeigentum, bis hin zum Börsenkurs der damals bereits existierenden Immobilienfonds befindet man sich durchschnittlich auf einem höheren Preisniveau. Ausgehend vom grossen Datenpool welcher Wüestpartner aufgrund von Bestandes-schätzungen und Beratungen zur Verfügung steht, geht das Beratungsunternehmen von einer Marktwertterhöhung aller Schweizer Immobilien, – unabhängig ob selbstgenutzt, oder als Renditeinvestition, ob in privatem oder öffentlichem Besitz – innerhalb der Jahre 2005 bis 2015 von ca. 150% aus (Bleisch, 2016, S. 7).

Wie bei jedem mehr oder weniger frei handelbaren Gut, hängt der Preis von Angebot und Nachfrage ab. Hinzu kommen die Rahmenbedingungen wie das regulatorische Umfeld sowie die makroökonomische Entwicklung, wobei insbesondere die Entwicklung der Zinsen hervorzuheben ist (Fahrländer Partner AG, 2016, S. 28). Als zentrale Werttreiber der letzten Jahre sollen zwei Faktoren hervorgehoben werden: Die Nettozuwanderung und die Zinsentwicklung.

Eine höhere Zuwanderung führt direkt zu höherem Bedarf an Wohnraum. Zudem führt eine Zuwanderung zu mehr Arbeitsplätzen und Arbeitskräften was den Bedarf an kommerziellen Flächen stützt und zuletzt führt eine höhere Immigration zu mehr potentiellen Retailkunden, was sich positiv auf die Nachfrage nach Retailflächen auswirkt (Fahrländer Partner, 2016, S. 11 und S. 24). Die Zuwanderung hat sich seit der Jahrtausendwende sehr dynamisch entwickelt, wie Abbildung 3 zeigt:

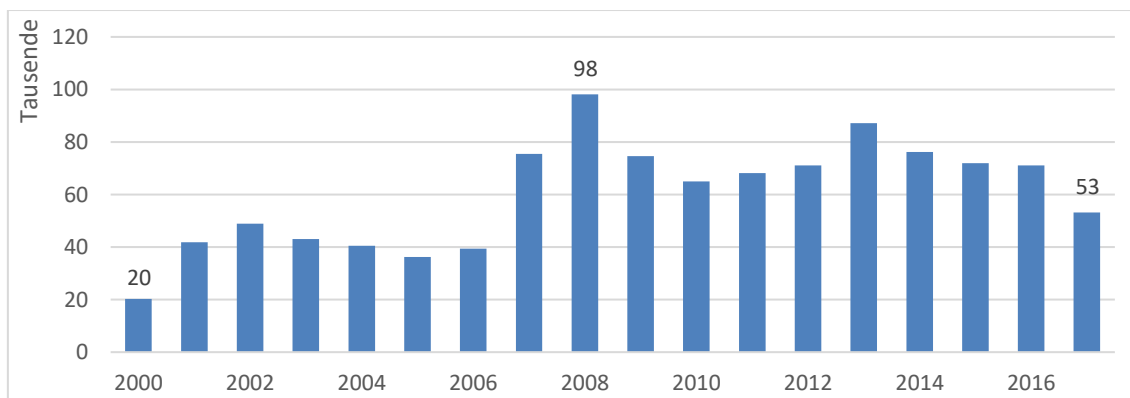


Abbildung 3: Wanderungssaldo der Schweiz 2000 – 2017 (Quelle: BFS, 2017)

Vor allem nach Einführung der vollen Personenfreizügigkeit mit der EU-15 kamen in den Jahren 2007 bis 2016 im Durchschnitt über 75'000 Personen (netto) in die Schweiz. Letz-

tes Jahr waren es noch 53'000 Personen (-30% zum 10-Jahresschnitt). Nach den Höchstständen hat sich die Zuwanderung etwas gesenkt, befindet sich aber noch immer deutlich über dem Niveau der frühen 2000er Jahre und ist eine wichtige Stütze der Nachfrage.

Neben dem Faktor der Zuwanderung soll auf die Zinsentwicklung eingegangen werden. Diese hat einen massgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der Immobilienwerte. Die Zinsen spielen bei der Finanzierung von Immobilieninvestitionen eine entscheidende Rolle, sie sind ein zentraler Bestandteil der Bewertung von Einzelliegenschaften und sie zeigen die Attraktivität von Alternativenanlagen zu Immobilien. (UBS, 2018, S. 19, S. 39 und S. 46)

Die folgende Grafik zeigt, dass die Zinsen in den vergangenen Jahren stark gesunken sind. Dies hat einen positiven Einfluss auf alle drei oben beschriebenen Faktoren und erhöht die relative Attraktivität von Immobilienanlagen.

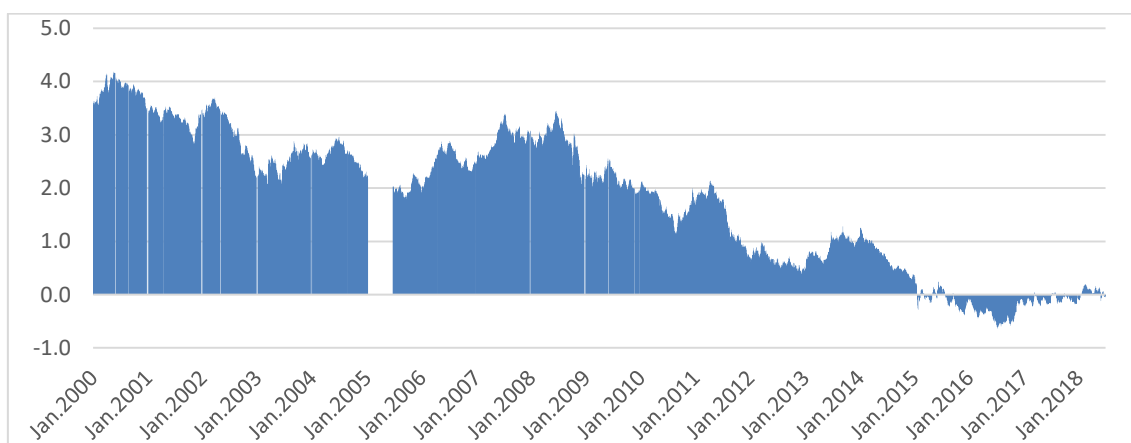


Abbildung 4: Zinsentwicklung (CHF 10y Swap) (Quelle: Morningstar, 2018a, Stand 30.06.2018)

Im Vergleich zum Jahr 2000 liegen die Risikoprämien für Anlagen in Immobilien im Jahr 2016, gemessen am Delta zwischen Renditen für 10-jährige Bundesanleihen sowie den Transaktionsanfangsrenditen von Immobilien, beispielsweise bei einem Mehrfamilienhaus um 1.5% höher (Fahrländer Partner, 2016, S 9). Diese stark gestiegene, relative Attraktivität führt zu einem Wertanstieg der Immobilien.

Bei der Formulierung einer Anlagestrategie sollten die beiden beschriebenen Werttreiber und ihre Entwicklung berücksichtigt werden.

2.4.2 Der Wert des Underlyings – Wertentwicklung der Liegenschaften

Im Kern jeder Immobilienanlage steht die einzelne Liegenschaft, das Underlying. Der Erfolg der Anlage ist abhängig von deren Rendite und Wertentwicklung. Rechnet man den generierten Cashflow einer Liegenschaft in einem Jahr sowie die absolute

Wertänderung zusammen und setzt die beiden Werte in Relation zum Jahresanfangswert der entsprechenden Liegenschaft, erhält man den Total Return. Dieser Wert zeigt die Rendite auf das investierte Kapital des Investors. Gesamtschweizerisch gibt es keine öffentlichen Indizes über den Total Return von Renditeliegenschaften. Es gibt allerdings private Institute, welche mithilfe von Daten institutioneller Investoren Total Returns über grosse Anlagevolumen berechnen. Die von ihnen beobachteten Entwicklungen werden auf den Gesamtmarkt extrapoliert. Eines dieser Institute ist MSCI. Die folgende Darstellung zeigt die Total Returns, welche gemäss MSCI durchschnittlich gewichtet pro Jahr mit Schweizer Liegenschaften erzielt wurden:

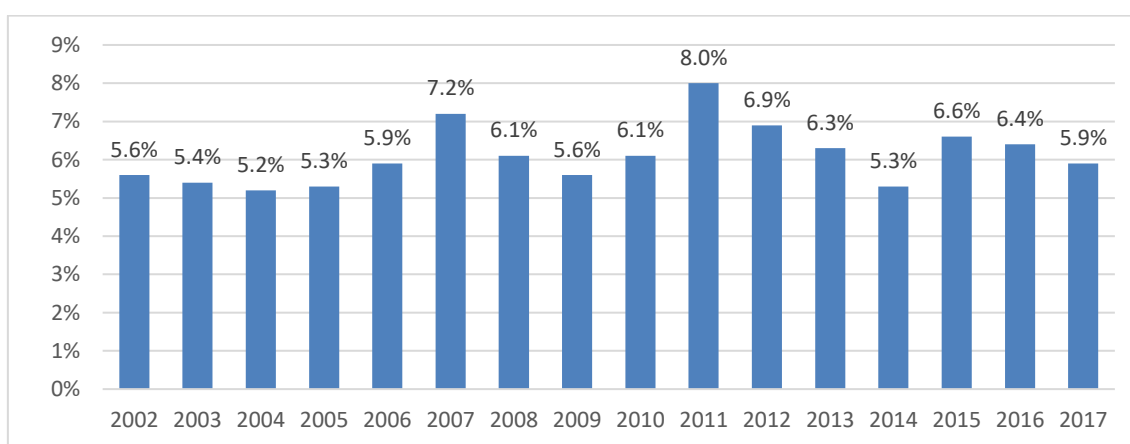


Abbildung 5: Total Return Liegenschaften Schweiz 2002 – 2017 gem. MSCI (Quelle: Loft, 2018, S. 11)

Über 10 Jahre wurde eine annualisierte Rendite von 6.3% auf in Liegenschaften investiertes Kapital erzielt. In diesen 6.3% sind sowohl die Wertänderungen wie auch die Cashflowrenditen enthalten. Dabei ist zu beobachten, dass das Verhältnis der Cashflowrendite gegenüber der Wertänderungsrendite sich zugunsten der Wertänderungsrendite verschoben hat.

2.4.3 Entwicklung der indirekten Anlagen

Die in Kapitel 2.4.2 beschriebenen, unterschiedlichen Arten von indirekten Investitionen in Immobilienanlagen zeigen verschiedenen Wertentwicklungen auf.

Aufgrund des Fehlens eines Sekundärmarktes folgen Anlagestiftungen grundsätzlich der Wertentwicklung der zugrundeliegenden Immobilien. Die Volatilität ist sehr gering. Der KGAST gibt über alle, bei ihm angeschlossenen Stiftungen, einen Index heraus, welcher ausschliesslich Anlagegruppen mit Immobilieninvestments in der Schweiz berücksichtigt. Die Wertentwicklung wird in Abbildung 6 dargestellt und kann exemplarisch für alle Immobilienanlagestiftung in der Schweiz herangezogen werden: Die Kurve zeigt eine

stabile, positive Wertentwicklung mit beinahe keiner Volatilität. Das bedeutet eine attraktive Rendite bei sehr geringem Risiko.

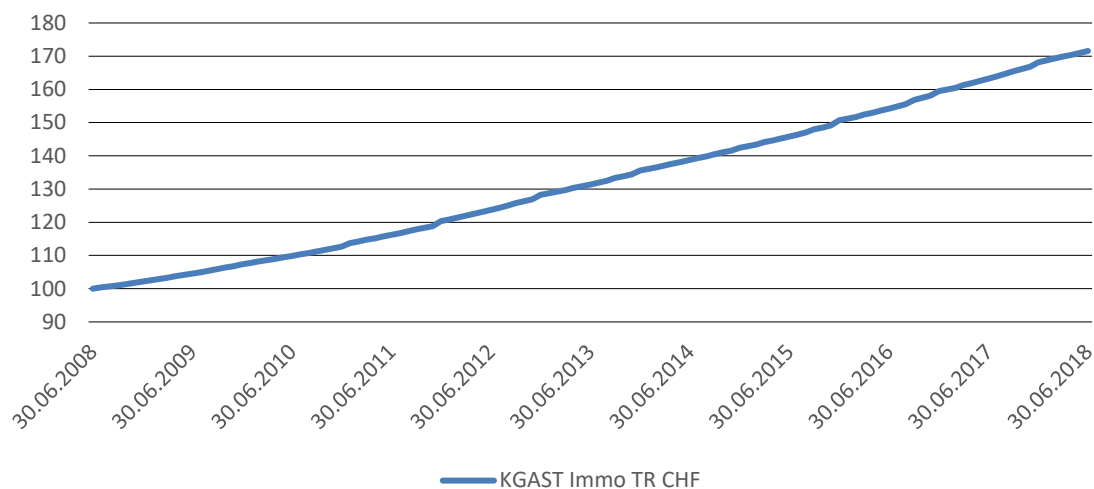


Abbildung 6: Kursentwicklung des KGAST Hauptindex (Quelle: KGAST, 2018b, Datenstand 30.06.2018)

Die SIX Swiss Exchange als grösste Schweizer Börse stellt verschiedene Indizes über die an ihr gelisteten Immobilieneinheiten zusammen, sowohl über kotierte Immobiliengesellschaften wie auch über kotierte Immobilienfonds. Sobald ein neu gelistetes Produkt die von der Börse definierten Kriterien erfüllt wird es in die entsprechenden Indizes mitaufgenommen. Die folgende Abbildung 7 zeigt einerseits die Kursentwicklung (inkl. Ausschüttung) des SXI Real Estate Funds Broad, welche alle an der SIX kotierten Immobilienfonds die mindestens 75% des Anlagevermögens in der Schweiz investieren umfasst. Andererseits wird die Entwicklung des SXI Real Estate Shares Broad abgebildet, der alle an der SIX gelisteten Immobilienaktien beinhaltet, welche ebenfalls mindesten 75% der Aktive in der Schweiz investieren. Als Vergleich wird sowohl der SPI, als breiter Aktienindex, wie auch der Kurs des SBI AAA-BBB als Index von in Schweizer Franken ausgegebenen, an der SIX kotierten, Staats- und Unternehmensanleihen mit Investment Grade abgebildet. Um die Unterschiede in der Volatilität aufzuzeigen, wird ebenfalls nochmals der KGAST Hauptindex gezeigt.

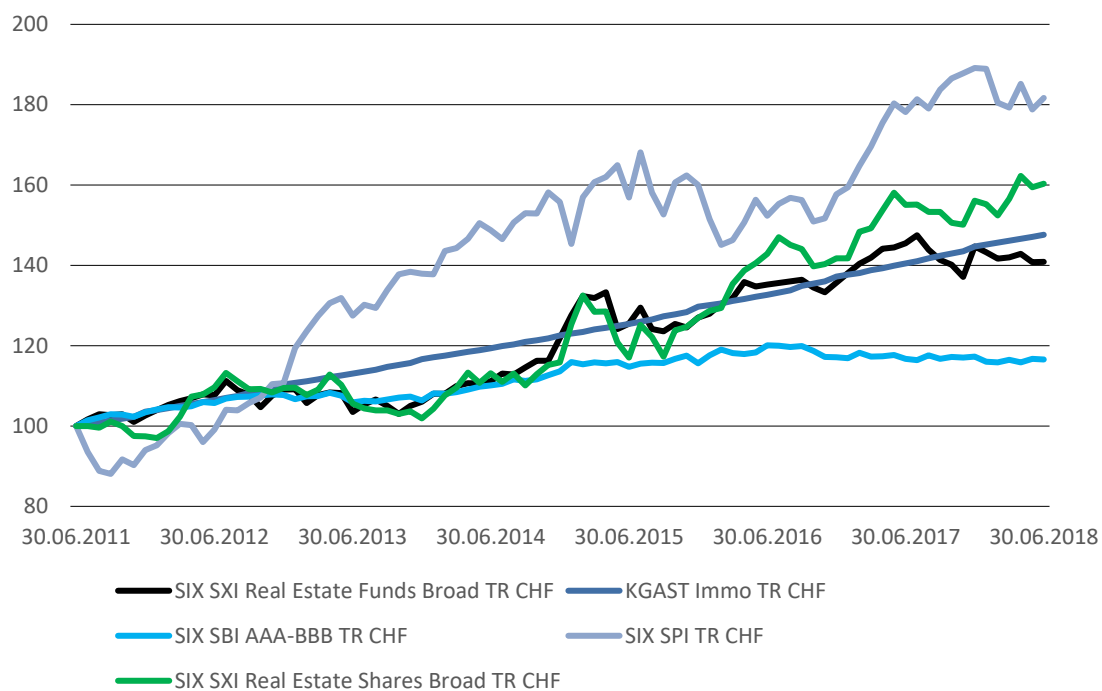


Abbildung 7: Kursentwicklungen der Immobilien-Indizes der SIX (Quelle: Morningstar, 2018b, Datenstand 30.06.2018)

Im Angesicht dieser Marktentwicklungen müssen Vorsorgeeinrichtungen ihre Immobilienkapitalanlagestrategien definieren. Die Grafik zeigt, die konstanten Wertentwicklungen von Anleihen sowie Immobilieninvestments in Stiftungen. Sie zeigt ebenfalls, dass die kotierten Immobiliengefäße eine deutlich höhere Volatilität aufweisen.

3. Kapitalanlagestrategien bei Schweizerischen Pensionskassen

Im Kapitel 2.3 wurden die unterschiedlichen Möglichkeiten, wie Pensionskassen in Immobilienwerte investieren können, beleuchtet. Dies soll nun der aktuellen Ausgestaltung bei Schweizerischen Pensionskassen gegenübergestellt werden. Den Kern des Kapitels bildet die empirische Untersuchung im Rahmen der Pensionskassenstudie der Swisscanto Vorsorge AG. In einem zweiten Schritt werden die so gewonnenen Erkenntnisse ausgewählten Expertenmeinungen gegenübergestellt.

3.1 Einführung in die Empirische Untersuchung zu Kapitalanlagestrategien

Die Swisscanto Vorsorge AG, ein Unternehmen der Züricher Kantonalbank, führt unter dem Namen «Schweizer Pensionskassenstudie» jährlich eine Untersuchung bezüglich der beruflichen Vorsorge in der Schweiz durch. Ziel ist es, durch «... einen fundierten Überblick über das institutionelle Vorsorgegeschäft (...) die Transparenz der 2. Säule für die Öffentlichkeit weiter (zu) verbessern...» (Swisscanto Holding, ohne Datum). Zugleich können die Ergebnisse der Studie den befragten Instituten wiederum als Benchmark dienen und aufzeigen, wie sich die jeweilige Kasse im Verhältnis zum Markt bewegt.

Grundlage der Untersuchung ist ein Fragebogen, welcher an Schweizerische Vorsorgeeinrichtungen versendet wird. Die Resultate werden anschliessend zusammengeführt und interpretiert. Der Fragebogen ist im Anhang ersichtlich.

Der Fragebogen für die Schweizer Pensionskassenstudie 2018 wurde im Dezember 2017 versendet. Es wurden sowohl privatrechtliche und öffentlich-rechtliche Institute befragt, Pensionskassen im engen Sinne wie auch Sammel- und Gemeinschaftseinrichtungen. Die Antworten wurden bis Anfangs April 2018 gesammelt. Der Fragebogen bestand aus 142 Fragen, welche von der Angabe der eMail-Adresse bis hin zur letztjährigen Performance reichten. Folgende Themenblöcke wurden abgefragt:

- Informationen zur Struktur und Ausgestaltung der Vorsorgeeinrichtungen
- Bilanz: Anlageformen und Vermögensverwaltung
- Erfolg: Aufwand und Ertrag
- Versicherte: Beiträge und Leistungen
- Spezialfragen zu Immobilien-Kapitalanlagen

3.2 Ergebnisse und Diskussion der empirischen Erhebung

Es nahmen 535 Vorsorgeeinrichtungen an der Studie teil, wovon 62 öffentlich-rechtlich organisiert sind und 468 privatrechtlich. Im Total decken die Rücksendungen ein aufsummiertes Vermögen von ca. CHF 680 Mrd. ab. Die indirekt repräsentierten Versicherten

belaufen sich auf ca. 4.1 Mio., aufgeteilt in 3.2 Mio. aktiv Versicherte und 0.9 Mio. Rentenbezüger. Tabelle 1 gibt eine Übersicht über die Zusammensetzung der Teilnehmer.

Im Total	
Anzahl teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen	535
Aufsummiertes Anlagevermögen	CHF 680 Mrd.
Repräsentierte Destinatäre	4.1 Mio.

	Öffentlich-rechtliche Kassen	Privatrechtliche Kassen
Anzahl teilnehmende Vorsorgeeinrichtungen	63	462
Aufsummiertes Anlagevermögen	CHF 222 Mrd.	CHF 3.5 Mrd.
Ø Vermögen	CHF 3.5 Mrd.	CHF 1.0 Mrd.
Repräsentierte Aktiv Versicherte	0.6 Mio.	2.6 Mio.
Repräsentierte Rentenbezüger	0.3 Mio.	0.6 Mio.
Anzahl Pensionskassen und geschlossene Gemeinschaftseinrichtungen	48	387
Anzahl offene Gemeinschaftseinrichtungen	9	25
Anzahl Sammeleinrichtungen	6	50

Tabelle 1: Umfrageergebnisse im Total und aufgeteilt nach Rechtsform

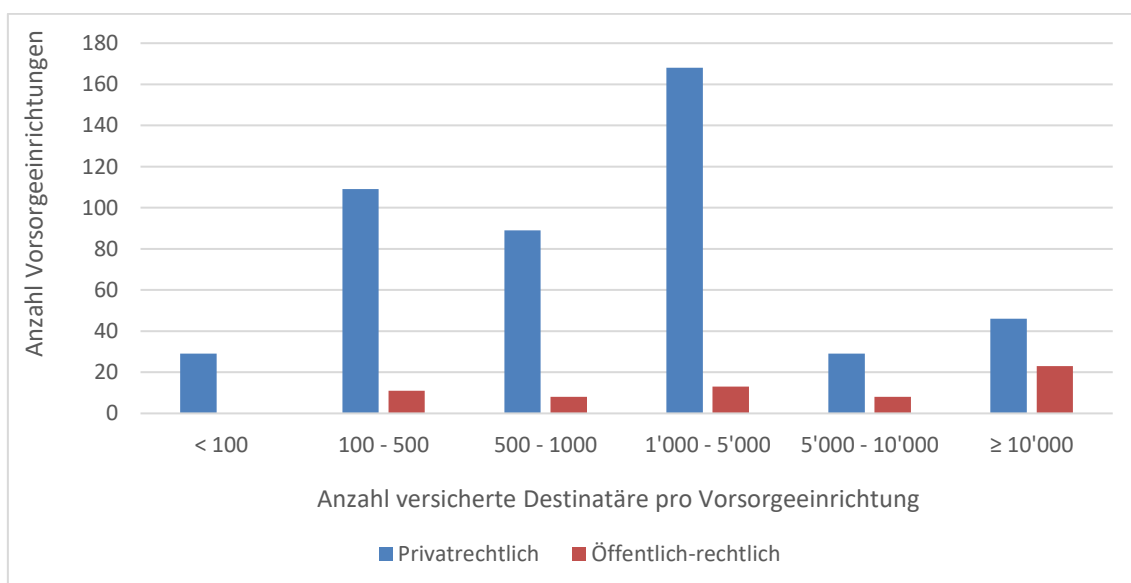


Abbildung 8: Befrage Vorsorgeeinrichtungen aufgeschlüsselt nach Anzahl versicherter Destinatären

Die Anzahl Teilnehmer sowie das abgebildete Anlagevermögen decken ca. 80% des Gesamtmarktes ab. Die Teilnehmer sind sehr heterogen, wie in Abbildung 8 dargestellt. Fast alle Vorsorgeeinrichtungen der Kantone, wie auch die meisten Pensionskassen der Unternehmen des SMI sind berücksichtigt. Die Daten vermögen den Gesamtmarkt somit gut zu repräsentieren.

3.2.1 Auswertung und Gruppierung

Wie im Kapitel 1 beschrieben, ist das Ziel der vorliegenden Arbeit, die Immobilienkapitalanlagestrategien der einzelnen teilnehmenden Vorsorgeinstitutionen darzustellen, zu gliedern und abzuleiten, welche Art von Institution sich für welche Art der Strategie entscheidet. Es sollen Muster im Verhalten aufgezeigt werden. Hierfür müssen die Datensätze nach einer Charakteristik der Vorsorgeeinrichtung gruppiert werden. Eine Gruppe hat das Ziel, dass sich die Ausprägungen hinsichtlich Immobilienkapitalanlagestrategie gegenüber anderen Gruppen möglichst heterogen verhalten. Zugleich soll eine so gebildete Gruppe interpretationsfähig sein, ohne über internes Wissen bezüglich der Vorsorgeeinrichtung zu verfügen. Als Merkmale zur Gruppierung wurden deshalb singuläre Attribute, wie Kosten, Renditen, Rechtsform, Immobilienexposure und andere gewählt. Anschliessend wurde die Aussagekraft der Gruppierung geprüft. Die aussagekräftigsten Gruppen werden im Kapitel 3.2.4 vorgestellt.

Im Folgenden werden die spezifischen Erkenntnisse der Studie im Bereich Immobilienkapitalanlagestrategien wiedergegeben, aufgeteilt in die beiden Themenfelder Struktur der Immobilienkapitalanlagen sowie Anforderungen an die unterschiedlichen Arten von Immobilienanlagen. Die Daten werden einerseits über alle Teilnehmer betrachtet sowie in den verschiedenen Gruppierungen. Die dargestellten Werte und Durchschnitte sind immer ungewichtet. Jeder Teilnehmer wird gleich gezählt und gewichtet.

3.2.2 Ergebnisse hinsichtlich Struktur der Immobilienkapitalanlagen

Bei allen befragten Vorsorgeeinrichtungen stellen die Immobilienanlagen eine zentrale Asset Klasse dar. Über die Gesamtheit der Teilnehmer werden 22.8% des Anlagevermögens in Immobilien investiert. Dieser Wert wird nur von Aktien (32.0%) sowie von Obligationen (30.4%) übertroffen.

Interessant ist eine Gegenüberstellung zu der Ziel-Assetallocation. Es zeigt sich, dass die Zielquote der Immobilien knapp unterschritten wird. Sollten gemäss Zielquote 23.2% des Vermögens in Immobilien investiert sein, sind es 22.8% – eine Differenz von absolut 0.4%.

Bricht man die bestehenden Immobilienanlagen in direkt gehaltene und indirekt gehaltene Immobilien auf, fällt das Verhältnis zu Gunsten des indirekten Investments aus. Werden 11.2% in direkte Immobilieninvestitionen allokiert, fließen mit 12.5% und somit leicht mehr in die indirekten Anlagen.

Beachtlich ist, dass sich dieses Verhältnis über die letzten 10 Jahre stark zu Gunsten der indirekten Anlagen verschoben hat, wie die nachfolgende Abbildung 9 zeigt.

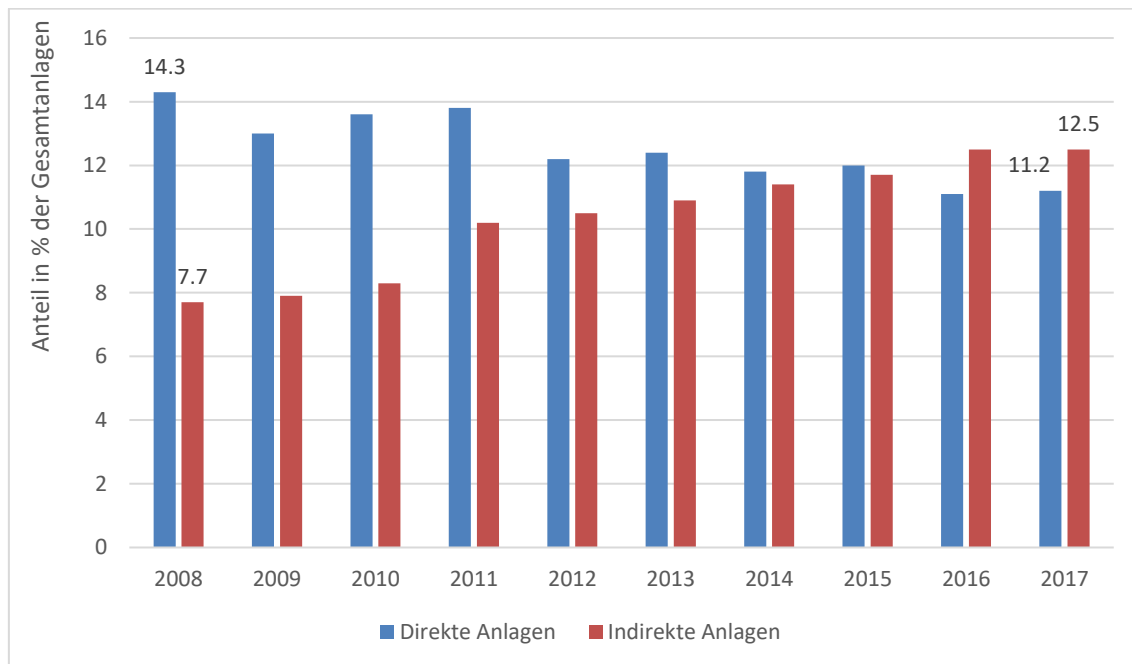


Abbildung 9: Gegenüberstellung des Anteils direkter zu indirekter Immobilienanlage an den Gesamtanlagen

Waren 2008 die direkten Anlagen mit 14.3% noch fast doppelt so hoch wie die indirekten mit 7.7% so hat der Anteil an indirekten Immobilieninvestments jenen der direkten im Jahr 2016 überholt. Dieser Trend hat sich im Jahr 2017 bestätigt.

Wie in Kapitel 2.3.1 dargestellt, kann bei direkten Anlagen das Management sowohl intern, wie auch extern erfolgen. Von einem externen Management spricht man, wenn das Portfolio- und Asset Management inkl. Baumanagement der eigenen Immobilien über vertraglich gebundene, externe Spezialisten erfolgt. Zwischen einem vollen externen respektive internen Management gibt es diverse Mischformen, bei welchen Teilbereiche ausgelagert sind und andere Leistungen intern erbracht werden. Folgende Abbildung 10 gibt einen Überblick über die Aufteilung zwischen externem und internem Management:

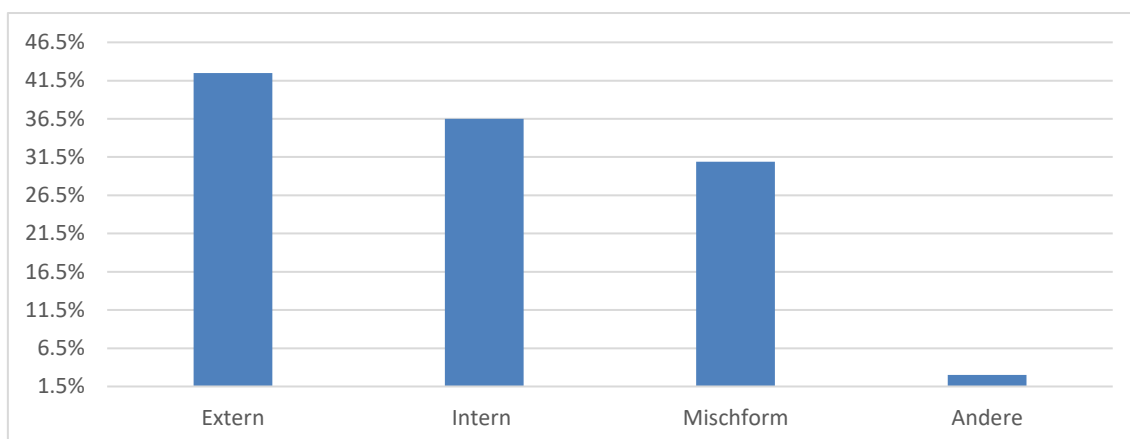


Abbildung 10: Management von direkt gehaltenen Immobilien

Es zeigt sich, dass die meisten Bestandes Halter ein externes Management oder aber eine Mischform bevorzugen. Ein internes Management wird von 36% der Teilnehmer betrieben.

Jede Vorsorgeeinrichtung benötigt für die laufenden Beitragsentrichtungen eine Mindestverzinsung des Kapitals. Wird diese erreicht, kann der Deckungsgrad konstant gehalten werden. Es handelt sich dabei um ein Mindestziel. Zugleich gibt sich eine Institution eine Zielrendite vor, welche die eigentliche, langfristige Zielstellung der Einrichtung abbildet. Als letztes ist die erwartete Rendite zu nennen, welche aufgrund der gewählten Anlagestrategie zu erwarten ist. Über die Gesamtheit der Teilnehmer verhalten sich die drei Renditen wie in Abbildung 11 gezeigt zueinander:

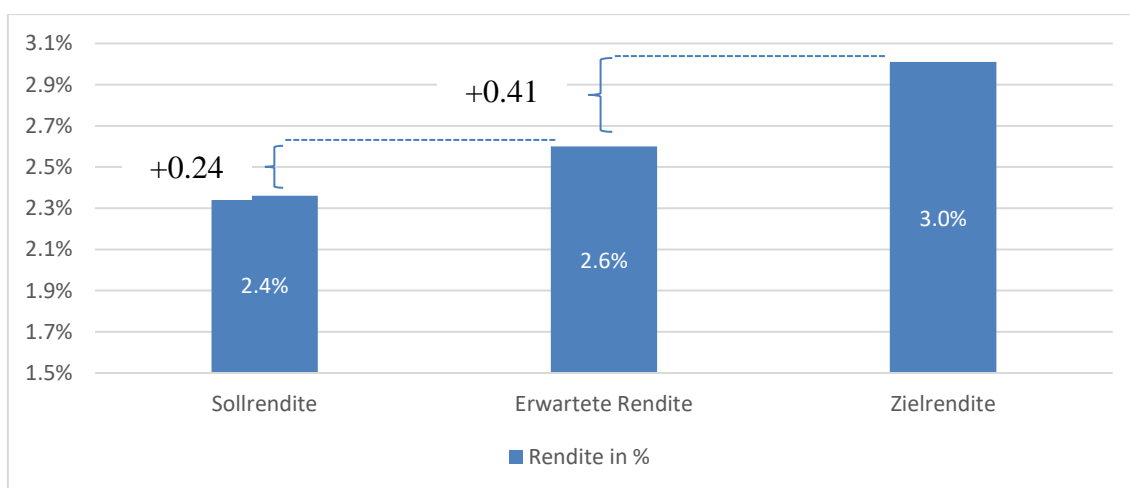


Abbildung 11: Delta zwischen Soll- und Zielrendite

Die Vorsorgeinstitute benötigen eine um 0.24% geringere Rendite um ihren Deckungsgrad konstant zu halten, als sie mit ihrer aktuellen Anlagestrategie erwarten. Dies spricht dafür, dass die Institute grundsätzlich solide aufgestellt sind. Die langfristige Zielrendite

ist allerdings um nochmals 0.41% höher. Das von den Einrichtungen eingeschätzte, eigene Potential kann momentan nicht ausgeschöpft werden.

Wie wird die Immobilienkapitalanlage ausgestaltet, um ihren Beitrag zu der nötigen Rendite beizusteuern? Wie im Kapitel 2 dargelegt, verfügen nicht nur direkte und indirekte Immobilienanlagen über verschiedene Ertrags- und Risikoprofile, sondern auch innerhalb der indirekten Anlagen verfügen die einzelnen Arten über unterschiedliche Risiko-Ertrags Charakteristiken. Die folgende Übersicht zeigt, inwiefern die Vorsorgeinstitutionen ihre Anlagen auf die unterschiedlichen Arten der indirekten Immobilienanlagen verteilen.

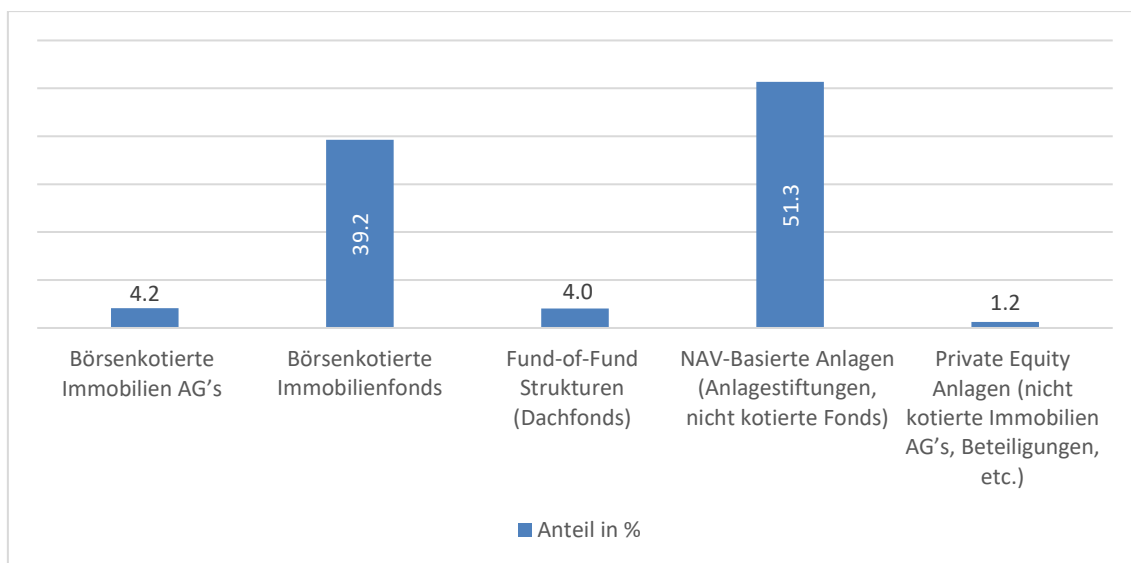


Abbildung 12: Aufteilung der indirekten Immobilienanlagen über alle Teilnehmer

Es stechen sowohl die börsenkotierten Immobilienfonds, wie auch die NAV-basierten Anlagen hervor. Die NAV-basierten Anlagen bilden die Werte der Underlyings ab. Die letzten Jahre sahen eine sehr konstante und somit risikoarme Wertentwicklung. Aufgrund der Börsenkotierung charakterisieren sich die Immobilienfonds durch eine höhere Volatilität. Diese ist noch höher bei den börsenkotierten Immobilien AGs, welche aber mit 4.2% eine untergeordnete Rolle bei den Immobilienanlagen spielen.

Analysiert man genauer, wer in die grossen beiden Kategorien Immobilienfonds sowie NAV-basierte Produkte investiert, stellt man fest, dass die NAV-basierten Produkte bei jenen Kassen beliebter sind, welche eine höhere Immobilienquote haben. Kassen mit geringeren Immobilienquoten gehen vermehrt in kotierte Immobilienfonds. Untersucht man beispielsweise nur jene Kassen welche mindestens 50% der Immobilienanlagen in Immobilienfonds investieren, zeigt sich, dass diese Kassen eine durchschnittliche Immobilienquote von lediglich 17.4% ausweisen (80 Studienteilnehmer).

Stellt man die durchschnittliche Immobilienallokation gemäss obiger Darstellung den in Kapitel 2.6 abgebildeten, beobachteten durchschnittlichen Renditen der einzelnen Investitionsmöglichkeiten gegenüber, lässt sich eine Näherung der Gesamtanlagerendite auf die Immobilien berechnen. Die Rendite über die letzten zwölf Monate einer Vorsorgeeinrichtung, welche der durchschnittlichen Kapitalanlagestrategie entsprechend in direkte sowie die einzelnen indirekten Immobilien investiert war, beträgt ca. 3.6%. Darin nicht berücksichtigt ist die Klasse der Private-Equity sowie der Funds-of-Funds, welche beide eine untergeordnete Rolle spielen. Die 3.6% sind deutlich höher als die durchschnittliche Sollrendite und auch höher als die Zielrendite. Die Immobilien haben somit durchschnittlich einen positiven Beitrag beigesteuert. Dies ist vor allem den direkten Anlagen zu verdanken.

3.2.3 Ergebnisse hinsichtlich Anforderungen an die unterschiedlichen Arten von Immobilienkapitalanlagen

Die im vorangegangenen Abschnitt beleuchtete Struktur der Immobilienanlagen zeigt die aktuelle Ausgestaltung des Immobilienvermögens der Pensionskassen. Im Folgenden sollen die Anforderungen welche die Kassen an die jeweiligen Arten der Immobilienanlagen stellen genauer analysiert werden. Es ist das Ziel, neben einer Darstellung der Struktur der Immobilienkapitalanlagen, auch Erkenntnisse über die Beweggründe welche zu dieser Ausgestaltung geführt haben, zu gewinnen.

Die Abbildung 9 zeigt, dass sich das Verhältnis zwischen direkten und indirekten Anlagen in den letzten Jahren stark zugunsten der Indirekten entwickelt hat. Investoren sehen somit einen Vorteil in indirekten Anlagen gegenüber direkten. Es stellt sich die Frage, welche Beweggründe hierfür gesprochen haben. Stehen besser Ertragschancen von indirekt gehaltenen Immobilien im Vordergrund oder das unterschiedliche Risikoprofil? Die folgenden beiden Abbildungen zeigen die Beweggründe für Immobilieninvestments welche über ein indirektes Investment komplett extern stattfinden sowie die vollständig interne Lösung über ein durch internes Asset- und Portfoliomanagement selbst verwaltetes, direktes Immobilieninvestment.

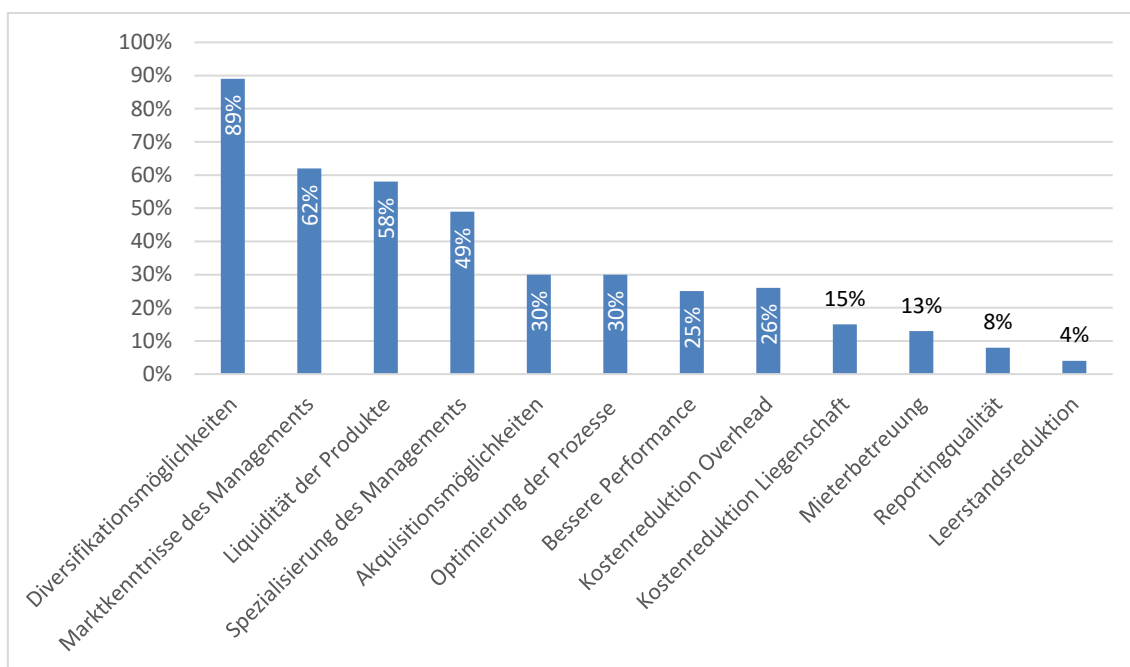


Abbildung 13: Beweggründe für indirekte Immobilienanlagen

Bei den Beweggründen für eine indirekte Immobilien-Kapitalanlagestrategie stehen die Diversifikationsmöglichkeiten, welche von fast 90% aller teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen genannt wurde, klar im Vordergrund. Auf Rang 7 folgt die bessere Performance. Somit steht eine Reduktion des Risikos im Immobilienexposure bei der Investition in indirekte Anlagen im Vordergrund. Interessanterweise stellen indirekte Anlagen welche über einen Sekundärmarkt verfügen aufgrund der Preisvolatilität ein höheres Risiko für eine Pensionskasse dar. Das Risiko soll somit durch eine Diversifikation gesenkt werden, wird aber durch die Volatilität sogleich wieder erhöht.

Indirekt gehaltene Immobilien zeichnen sich aus, durch eine tiefe Einflussmöglichkeit im Umgang mit dem Underlying – der Immobilie. Auf der anderen Seite der Skala stehen Investments in direkte Immobilienanlagen, welche intern verwaltet und organisiert werden. Hier hat ein Bestandes Halter die höchste Einflussmöglichkeit. Obwohl diese Art des Investments unter Druck steht – wie in Kapitel 3.2.2 gezeigt – gibt es Beweggründe welche dafürsprechen. Die folgende Abbildung zeigt die meist genannten Beweggründe für ein direktes Immobilienexposure, welches selber verwaltet wird:

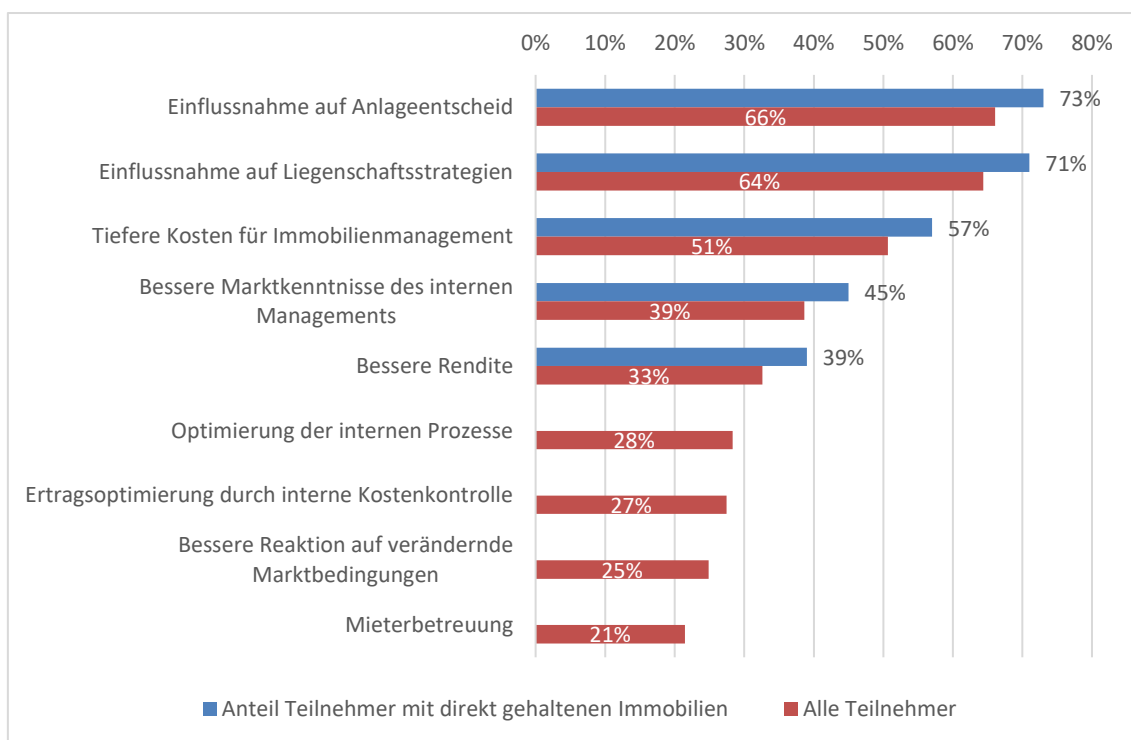


Abbildung 14: Das klassische Immobilieninvestment: Beweggründe für direkte Immobilienanlagen mit internem Asset- und Portfoliomanagement

Zentrale Beweggründe sind die Einflussnahmen auf den einzelnen Anlageentscheid sowie die Liegenschaftsstrategie bei Bestandesliegenschaften. Bereits als dritter Punkt folgen die Kosten. Das heisst die Teilnehmer glauben daran, dass sie das Immobilieninvestment günstiger bestreiten können als dies über ein externes Management oder über ein indirektes Investment der Fall ist. Dies widerspiegelt sich nochmals in Punkt 5, der besseren Rendite. Es fällt auf, dass gegenüber den Beweggründen für ein indirektes Investment die Rendite gegenüber dem Risiko stärker betont wird.

Betrachtet man nur jene Teilnehmer, welche über direkte Immobilienanlagen verfügen, werden diese ersten fünf Punkte nochmals stärker betont. Eine Einflussnahme wird als umso wichtiger empfunden bei gleichzeitiger Sicherheit es günstiger managen zu können.

3.2.4 Gruppierung der Vorsorgeeinrichtungen

Im Folgenden sollen die Ergebnisse der Studie nach verschiedenen Merkmalen gruppiert werden. Dies erlaubt es Rückschlüsse von der Ausgestaltung der Vorsorgeeinrichtung – dem gewählten Merkmal – auf die jeweils gewählte Immobilienkapitalanlagestrategie zu ziehen. Mit diesem explorativen Vorgehen werden vier Aussagen formuliert.

Aussage 1:

Rechtsform: Während privatrechtliche Kassen auf indirekte Lösungen und externe Experten setzen, vertrauen öffentliche-rechtlich auf direkte Investitionen und ihre eigenen Fähigkeiten

Unterteilt man alle teilnehmenden Vorsorgeeinrichtungen nach ihrer Rechtsform, fällt auf, dass sich die Art und Weise des Immobilienexposures unterscheidet. Investieren privatrechtliche Institute 10.2% ihres Vermögens in direkt gehaltene Anlagen, sind es bei den öffentlich-rechtlichen mit 14.7% fast 50% mehr. Demgegenüber stehen die indirekten Investments, welche bei den privatrechtlichen Investoren eine deutlich grössere Beliebtheit geniessen. Sie investieren 13.3% ihres Vermögens in diese Kategorie während es bei den öffentlich-rechtlichen lediglich 8.2% sind.

Abbildung 9 im vorhergehenden Kapitel, zeigt die Verschiebung von direkten Immobilienanlagen in indirekte Immobilienanlagen, welche in den letzten Jahren stattgefunden hat. Es stellt sich heraus, dass diese Verschiebung mehrheitlich von den Privatrechtlichen getrieben wurde und bei den öffentlich-rechtlichen nicht in diesem Masse stattgefunden hat. Dies wird in der folgenden Abbildung 15 dargestellt:

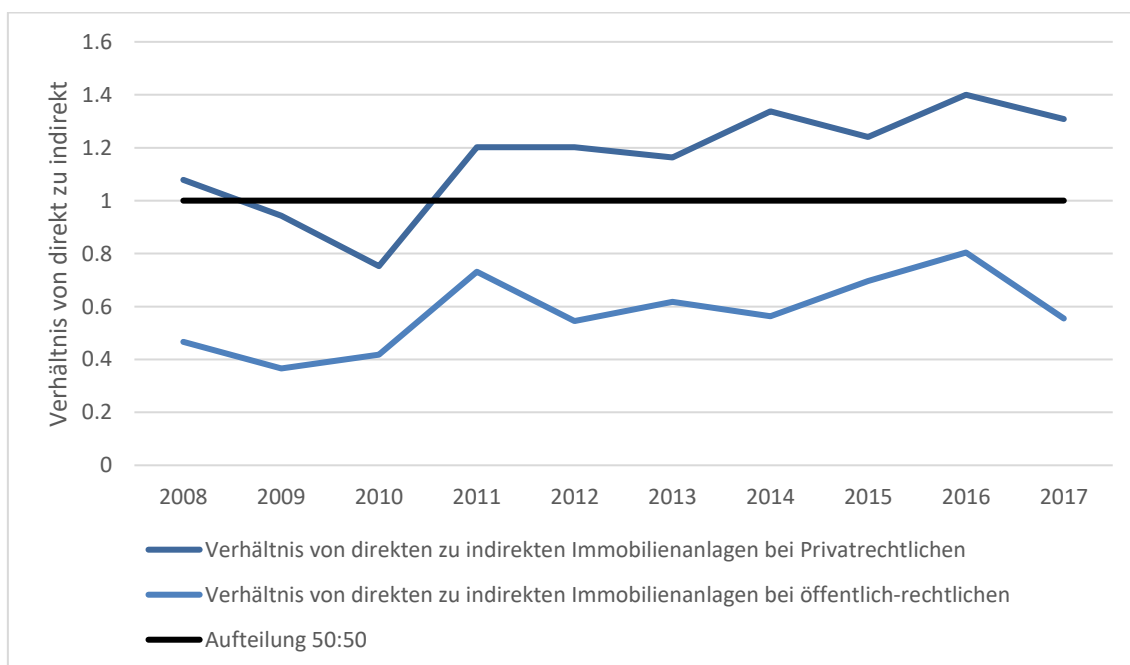


Abbildung 15: Verhältnis der direkter zu den indirekten Immobilienanlagen

Die Graphen zeigen das Verhältnis von direkten zu indirekten Anlagen. Ein Wert über 1 bedeutet ein grösseres Exposure in indirekten Anlagen. Die öffentlich-rechtlichen Einrichtungen scheinen die Beweggründe bei der Wahl ihrer Immobilienkapitalanlagestrategie langfristig anders zu gewichten als die Privatrechtlichen. Dies zeigt sich auch bei der

Ausgestaltung des Managements der direkt gehaltenen Immobilien. Findet dieses bei fast jedem zweiten privatrechtlichen (49%) über einen externen Spezialisten statt, ist dies bei den öffentlich-rechtlichen lediglich bei 28% der Fall.

In den Beweggründen hinsichtlich indirekt gehaltenen Immobilienanlagen wie auch für ein externes Management der direkt gehaltenen Anlagen wird diese unterschiedliche Herangehensweise ebenfalls wiedergespiegelt. Ist es für die öffentlich-rechtlichen Institute sehr wichtig, Einfluss auf den Anlageentscheid nehmen zu können (79% aller Teilnehmer), ist es für die privatrechtlichen weniger entscheidend (62%). Hingegen sehen privatrechtliche Institute vermehrt Vorteile in der Liquidität von indirekten Immobilienanlagen wie auch ein Potential Kosten zu senken, sowohl auf der Liegenschaft wie auch im Overhead (42% Nennung vs. 25% bei öffentlich-rechtlichen). Alle drei Beweggründe für indirekte Investments werden von öffentlich-rechtlichen Instituten deutlich weniger häufig genannt. Ebenfalls hervorzuheben ist die Selbsteinschätzung der eigenen Marktkenntnisse. Nur 37% privatrechtliche Einrichtungen sehen in besseren Marktkenntnissen eines internen Managements einen Beweggrund dieses nicht extern zu vergeben. Bei öffentlich-rechtlichen Instituten ist es mit 55% mehr wie jedes zweite. Das Vertrauen in einen Wissensvorsprung eines internen Managements ist bei ihnen deutlich grösser.

Kombiniert lässt sich dies insofern zusammenfassen, dass privatrechtliche das Immobilienexposure lieber extern verwalten lassen um von der Liquidität der Produkte zu profitieren und möglicherweise Kosten einzusparen. Dies findet entweder komplett über ein indirektes Investment oder aber über ein externes Management der direkten Anlagen statt. Die öffentlich-rechtlichen wiederum halten die Immobilien mehrheitlich direkt und managen sie selber – unter anderem auch, aufgrund eines grösseren Vertrauens ins eigene Management.

Aussage 2:

Junge und risikofähige Pensionskassen: Erhöhtes Exposure gegenüber indirekten Immobilienanlagen

Jede Pensionskasse hat eine bestimmte Anzahl an aktiv Versicherten sowie eine Anzahl an angeschlossenen Rentenbezüger. Die aktiv Versicherten bauen über die Arbeitnehmer- sowie Arbeitgeberbeiträge wie auch über die Anlageverzinsung ein Kapital auf. Bei den Rentenbezüger findet ein Kapitalabbau statt. Die absolute Anzahl der aktiv Versicherten resp. der Bezüger ist wenig aussagekräftig. Vielmehr hat das Verhältnis dieser beiden Gruppen einen entscheidenden Einfluss auf die Pensionskasse. In der Schweiz sind Kür-

zungen von Renten gesetzlich verboten. Jede gesprochene Rente ist eine definitive Verpflichtung für eine Pensionskasse. Sollte eine Pensionskasse in finanzielle Schwierigkeiten kommen, muss die Sanierung über die aktiv Versicherten resp. die angeschlossenen Arbeitgeber erfolgen (Anhorn & Moor, 2015, S. 9). Auf je mehr aktiv Versicherte die eingegangenen Verpflichtungen gegenüber den Rentenbezüglern verteilt werden, desto risikofähiger wird eine Pensionskasse. Gemäss der Pensionskassenstatistik des Bundes kommen Ende 2016 auf rund 5 aktiv Versicherte 1 Rentenbezüglern (BFS, 2018b, S. 23). Im Folgenden sollen dementsprechend Vorsorgeeinrichtungen bei welchen auf einen Rentenbezüglern weniger als 2.5 aktiv Versicherte gegenüberstehen («alte Pensionskasse») denjenigen bei welchen mehr oder genau 2.5 Versicherte auf einen Rentenbezüglern kommen («junge Pensionskassen») gegenübergestellt werden. In die erste Gruppe fallen 222 Teilnehmer, in die zweite Gruppe 181.

Bezüglich Exposure gegenüber Immobilien weisen Pensionskassen mit mehr Rentenbezüglern einen Anteil an den Kapitalanlagen von 23.2% aus. Junge Pensionskassen mit verhältnismässig mehr aktiv Versicherten investieren zu 21.0% in Immobilien.

Auffällig ist der Unterschied bei der Art und Weise der Investition in Immobilien. Junge Pensionskassen vertrauen auf die indirekten Anlagen. Zweidrittel der Immobilienkapitalanlagen fliesst in indirekte Investitionen, relativ 54% mehr als in direkte Investitionen. Bei den alten Pensionskassen halten sich die beiden Kategorien die Waage. Die indirekten Anlagen übertreffen die direkten um lediglich 7%.

Betrachtet man die Beweggründe für ein Investment in indirekte Immobilienanlagen zeigt sich, dass für beide Gruppen allfällige Kosten- und Performancevorteile bei den indirekten Anlagen eine untergeordnete Rolle spielen. Alte Pensionskassen sehen zwar Vorteile bei den Marktkenntnissen sowie der Spezialisierung des Managements, denken aber nicht, dass sich dies in einer besseren Performance ausdrückt. Der Beweggrund für die unterschiedlichen Investitionsentscheide muss in einem anderen Bereich liegen.

Gegenüber der Rendite steht das Risiko. Es zeigt sich, dass ein Unterschied bei der Einschätzung des Risikos resp. des Potentials Risiko zu senken besteht. Von den jungen Pensionskassen werden die Liquiditätsvorteile der Produkte als einen grösseren Vorteil eingeschätzt. Dieser stellt nach den Diversifikationsmöglichkeiten mit 65% Nennungen den zweitwichtigsten Grund für ein indirektes Investment dar. Bei den alten Pensionskassen landet dieser erst auf Rang 4. Der Vorteil, welcher ein allfälliger Sekundärmarkt bezüg-

lich Liquidität bringt, wird von den jungen Pensionskassen als Beweggrund für das Investment somit höher gewertet als von den alten Pensionskassen.

Dies widerspiegelt sich in der Art und Weise der indirekten Anlagen, bei welchen die jungen Pensionskassen vermehrt in kotierte und somit liquidere Anlagen investieren, wie die nächste Abbildung zeigt.

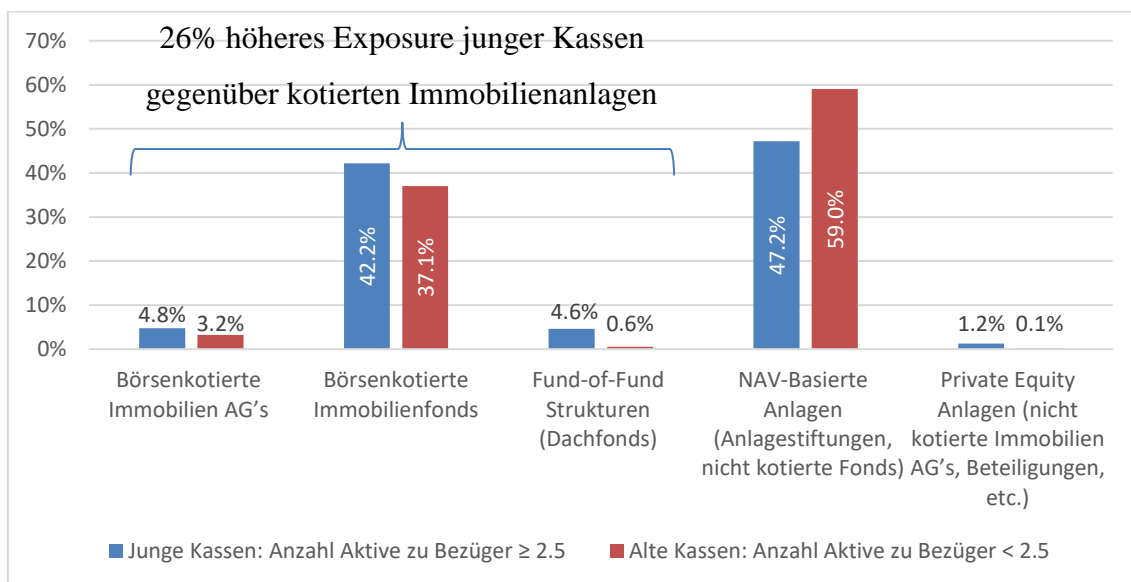


Abbildung 16: Gegenüberstellung der indirekten Investitionen von jungen und alten Kassen

Junge Kassen suchen eine grössere Liquidität bei ihren Immobilienkapitalanlagen als dies alte Kassen tun und investieren deshalb verstärkt in indirekte Immobilien. Ob sich das Risiko der höheren Volatilität auszahlt wird die Marktentwicklung zeigen. Es muss aber von den Kassen getragen werden können.

Aussage 3:

Anlagevolumen: Sehr grosse Pensionskassen investieren weniger in Immobilien

Unterteilt man die Pensionskassen nach der Grösse ihres verwalteten Vermögens, so zeigt sich eine unterschiedliche Immobilienallokation. Kleinere und mittlere Institute streben gegenüber den grössten Pensionskassen hohe Immobilienquoten an. Die folgende Übersicht zeigt die unterschiedlichen Immobilienexposures:

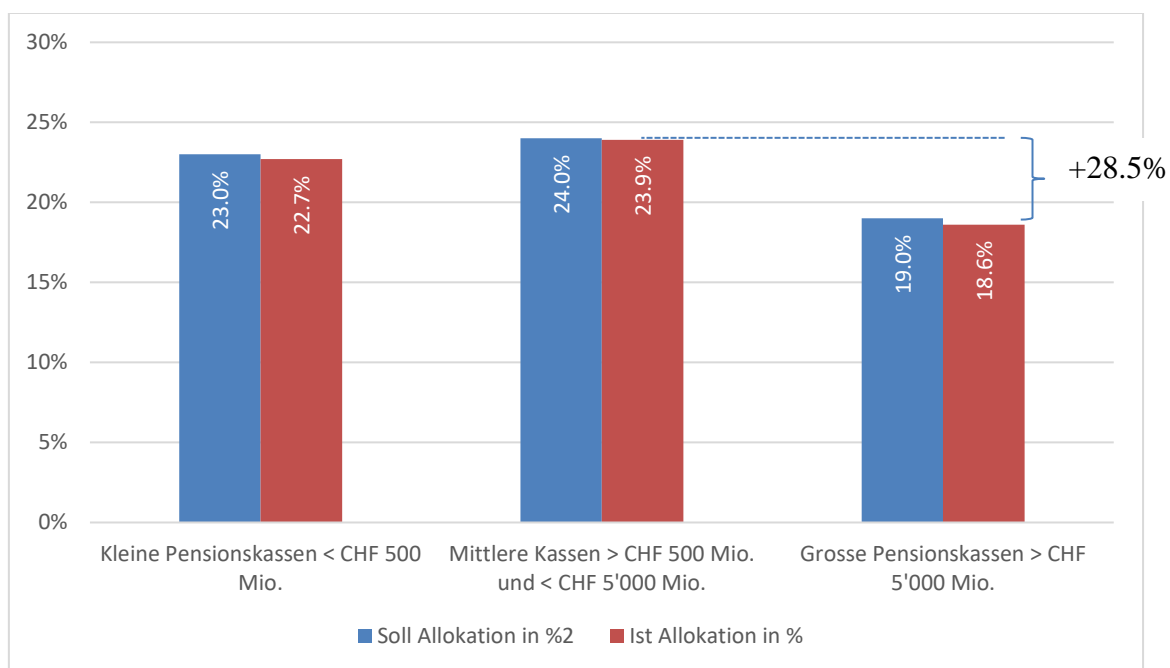


Abbildung 17: Ist- und Zielvermögensallokation in Immobilien, unterteilt nach Kassengrösse

Die Gruppen bestehen aus 253 Teilnehmer in der kleinsten Kategorie, 119 in der Mittleren und 29 Teilnehmer in der Gruppe der grössten Kassen.

Die grössten Kassen weisen einen um 28.5% geringeren Immobilienbestand auf, wie ihn die mittleren Kassen haben. Es zeigt sich, dass dies nicht nur den aktuellen Bestand an Immobilien betrifft, sondern auch die Sollallokation, welche sich jede Pensionskasse vorgibt. Dies führt dazu, dass trotz tieferem Immobilienbestand der Wachstumsbedarf bei Immobilien geringer ist. Habe bei den kleinen und mittleren Kassen noch 65% aller Teilnehmer eine Immobilienquote welche mehr als 1% unter der Zielquote liegt, so sind dies bei den grössten Einrichtungen nur 35%. Die grösseren Kassen sehen einen geringeren Vorteil, in Immobilien zu investieren, wie dies kleinere und mittlere Institute sehen.

Geht man weiter ins Detail und unterteilt man die Allokation in Immobilien zusätzlich nach direkt und indirekten Immobilieninvestitionen zeigt sich, dass der Unterschied vor allem durch eine sehr tiefe Quote bei indirekten Investitionen entsteht. Die kleinsten Kassen investieren 14.1% ihres Vermögens in indirekte Anlagen, die mittleren 10.8%, die

grössten hingegen lediglich 7.1% ihrer Gesamtanlagen. Somit haben die kleinsten Kassen ein fast doppelt so hohes Exposure gegenüber indirekten Immobilieninvestitionen wie dies die grössten Kassen haben. Stellt man die Quoten dem Durchschnitt von 12.5% über alle Teilnehmer gegenüber wird ersichtlich, dass auf der einen Seite die kleinen Kassen deutlich stärker in indirekte Immobilien investieren, die grossen Kassen hingegen stark untergewichtet sind.

Noch einen Schritt detaillierter kann die Art und Weise der indirekten Immobilienanlagen untersucht werden. Es zeigt sich folgendes Bild:

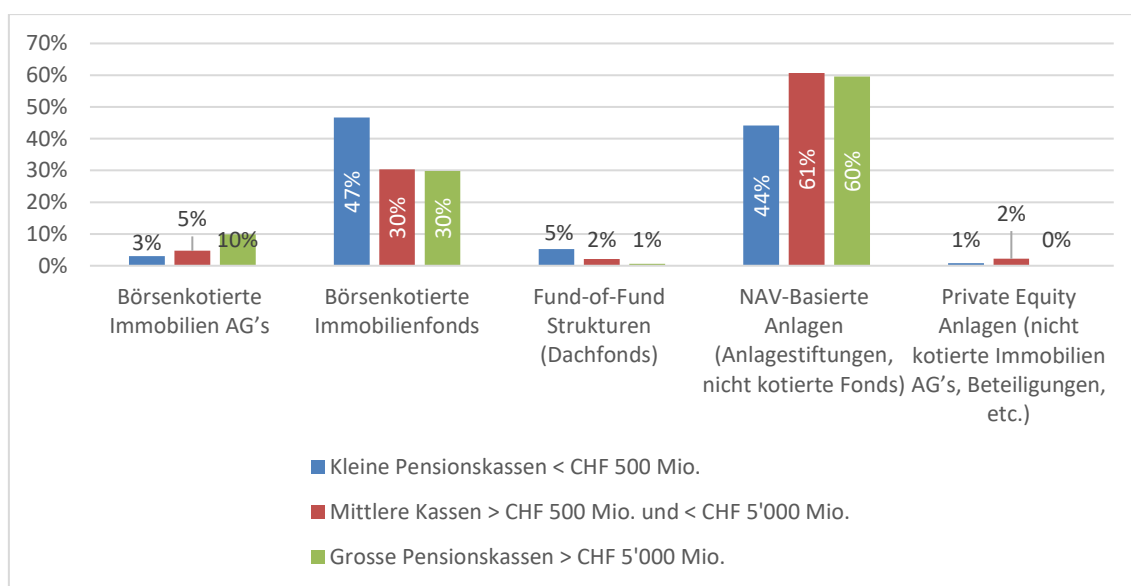


Abbildung 18: Aufteilung der indirekten Immobilieninvestitionen unterteilt nach Kassengrösse

Das Schwergewicht der Anlagen bei den kleinen Pensionskassen machen mit knapp 50% die kotierten Immobilienfonds aus, wohingegen die grossen Pensionskassen vermehrt auf NAV-basierte Anlagen setzen. Die NAV-basierten Anlagen sind von ihrer Ausgestaltung her am nächsten bei der Direktanlage angesiedelt und weisen keinen Sekundärmarkt aus. Die grössten Pensionskassen haben somit ein verhältnismässig sehr geringes Exposure gegenüber dem Markt an kotierten Immobilienprodukten. Eine Ausnahme stellen die Immobiliengesellschaften dar, welche bei den grössten Kassen eine sehr hohe Beliebtheit geniessen. Investieren alle Teilnehmer der Studie im Durchschnitt 4.2% ihres Immobilienexposures in Immobilien-AGs, sind es bei den grossen Kassen mit 9.9% fast doppelt so viel.

Rechnet man das Exposure in indirekte Anlagen mit der Art und Weise dessen Ausgestaltung zusammen, erhält man bei den kleinen Kassen einen Anteil von 6.6% an der gesamten Asset Allocation welcher in Immobilienfonds investiert ist. Betrachtet man die überschaubare Grösse dieses Marktes ist das ein beachtliches Exposure. Nimmt man zu-

sätzlich die anderen kotierten indirekten Anlagen hinzu, ergibt sich ein Exposure von 7.8% gegenüber dem Markt an kotierten Immobilienprodukten. Die Kategorie der grössten Kassen weist zum Vergleich einen Anteil an der gesamten Asset Allocation von 2.1% aus, welcher in kotierten Immobilienfonds investiert ist. Die kleinen Kassen sind somit mehr wie dreimal so stark gegenüber kotierten Immobilienfonds exponiert.

Aussage 4:

Zielrendite: Ambitionierte Pensionskassen setzen auf Immobilien

Wie im vorangegangenen Kapitel dargestellt, geben sich Kassen Zielrenditen vor. Diese bilden eine Zielstellung hinsichtlich der Performance über das Gesamtvermögen. Die Zielrendite steht in direkter Abhängigkeit zur gewählten Asset Allocation und zeigt, welche Erwartungen die einzelnen Klassen zusammen zu erfüllen haben. Die Spannweite der Zielrenditen reichen von unter 2% auf über 5%, von sehr ambitionierten bis zu sehr vorsichtigen Kassen. Der Mittelwert liegt bei 3.0%.

Im Folgenden soll dargestellt werden, inwiefern die gewählte Immobilienallokation in Zusammenhang mit der Zielrendite steht. Hierfür wurden drei Gruppen gebildet: Jene Kassen, welche sich eine Zielrendite unter 2.5% vorgeben (64 Teilnehmer), jene welche eine Zielrendite zwischen 2.5% bis unter 3.5% anstreben (136 Teilnehmer), sowie jene Kassen, welche eine Zielrendite von über 3.5% möchten (65 Teilnehmer).

Das Bild widerspiegelt sich in den Sollrenditen. Die Sollrendite bildet jene Rendite ab, welche im laufenden Rechnungsjahr notwendig ist, um den Deckungsgrad konstant halten zu können. Hier weisen die Kassen mit den höchsten Zielrenditen einen Durchschnittswert von 2.87% aus. Sie benötigen somit im Schnitt eine Performance von 2.87% um den Deckungsgrad stabil zu halten. Die defensiven Kassen benötigen lediglich 1.78%. Die Sollrendite sowie die Zielrendite verlaufen also durchschnittlich parallel. Hervorzuheben ist, dass sich die Sollrendite auf die aktuelle Asset Allocation bezieht, die Zielrendite aber auf das, was mit dem Gesamtvermögen als möglich eingeschätzt wird.

Es zeigt sich, dass die ambitionierten Kassen stark auf Immobilien setzen. Interessant ist, dass bei der Ist-Allokation kein deutlicher Unterschied auszumachen ist. Der höchste Anteil weisen die ambitioniertesten Kassen mit 23.5% aus, dicht gefolgt von den Kassen mit mittleren Erwartungen (23.4%). Etwas dahinter folgen die Institute mit der tiefsten Zielrendite, mit einem Immobilienanteil von 21.7%. Deutlich ausgeprägter ist der Unterschied bei der Soll-Allokation. Hier ist die Differenz zwischen den Kassen mit der höchsten Zielrendite und den Kassen mit der tiefsten 4.9% der Gesamtallokation (absolut). Die

ambitionierten Kassen planen knapp 5% mehr in Immobilien zu investieren als die die Kassen mit den tiefsten Zielrenditen vorhaben. Relativ betrachtet ist dies ein Unterschied von beinahe 20% in der gewünschten Immobilienquote zwischen Kassen mit hohen Zielvorstellungen und jenen mit tiefen. So planen die defensiven Kassen, ihren Immobilienbestand leicht zu verringern, von aktuell 21.7% auf 21.2%. Die optimistischen Kassen planen allerdings einen deutlichen Ausbau von 23.5% auf 26.1%.

Betrachtet man die Ausgestaltung der aktuellen Immobilienanlagen, zeigt, sich dass die ambitionierten Kassen bereits deutlich ausgeprägter in direkte Anlagen investiert sind. Im Verhältnis zu den Kassen mit der tiefsten Zielrendite ist der Anteil an direkten Anlagen bei den ambitionierten Instituten knapp 50% höher. Umgekehrt ist es bei den indirekten Anlagen, in welche die ambitioniertesten Kassen weniger investiert sind, wie die beiden anderen Gruppen. Die Ausgangslage welche zur Formulierung der Zielallokation geführt hat, weist somit bei den Gruppen deutliche Unterschiede auf.

Es ist auffällig, dass eine hohe Renditeerwartung mit einem grossen Vertrauen in die Immobilien einher geht. Ob diese Erwartungen erfüllt werden können muss die Zukunft zeigen. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass sich das breite Feld der optimistischen Kassen irren. Eine hohe Renditeerwartung ist gekoppelt mit hohen Sollrenditen. Dies spricht für eine gute Leistung gegenüber den Versicherten. Die Kassen mit höheren Leistungsversprechen setzen somit vermehrt auf Immobilien. Es stellt sich die Frage, ob die Kassen mit geringen Zielrendite, welche ihrem Gesamtvermögen eine geringere Performance zutrauen, nicht an den optimistischen Kassen orientieren sollten. Zumindest ist es fraglich, ob ihre gegenteilige Strategie hinsichtlich Immobilienallokation die richtige Strategie darstellt.

3.3 Expertenmeinungen von Pensionskassen: Qualitative Untersuchung

Im Kapitel 3.2 wurden verschiedene Erkenntnisse über die Art und Weise der Immobilienkapitalanlage von Pensionskassen im Gesamten und in Abhängigkeit unterschiedlicher Eigenschaften beschrieben. Um die Erkenntnisse der empirischen Erhebung einordnen zu können, wurde eine qualitative Untersuchung durchgeführt, indem drei Pensionskassen befragt wurden. Es soll ermöglicht werden, den Hintergrund der vorgefundenen Situation exemplarisch zu beleuchten. Eine direkte Gegenüberstellung der vier Aussagen wird nicht gemacht, da die beiden Stichproben bezüglich Grösse sehr unterschiedlich sind.

3.3.1 Einführung in die qualitative Untersuchung: Befragte Unternehmen

Für die qualitative Untersuchung wurden Interviews durchgeführt. Drei Personen welche sich im Rahmen ihrer Tätigkeit bei Pensionskassen mit der Anlageklasse Immobilien beschäftigen, wurden im Rahmen eines strukturierten Gespräches befragt. Der Gesprächsleitfaden befindet sich im Anhang.

Vertreter von folgenden drei Vorsorgeinstitute wurden befragt:

- Sulzer Vorsorgeeinrichtung (SVE)
Herr Roger-Daniel Keller, Leiter Rechnungswesen
- Pensionskasse der Siemens-Gesellschaften in der Schweiz (PK SGS)
Herr Ueli Korrodi, Geschäftsbereichsleiter Finanzen und Services
- Pensionskasse Basel-Stadt (PKBS)
Herr Max-Eric Laubscher, Leiter Vermögensanlagen

Es wurden sowohl privatrechtliche wie auch ein öffentlich-rechtliches Institut befragt. Alle drei Unternehmen verfügen über direkte wie auch indirekte Immobilienanlagen. Das Anlagevolumen im Bereich Immobilien reicht von CHF 700 Mio. auf über CHF 3.1 Mrd.

3.3.2 Erkenntnissen aus der qualitativen Untersuchung

Die Erkenntnisse der qualitativen Untersuchung werden unterteilt in die beiden Themen Struktur sowie Risiko und Rendite wiedergegeben.

Struktur

Die empirische Analyse hat die bestehende Struktur hinsichtlich Immobilienkapitalanlage untersucht und den aktuellen Stand wie auch die Erkenntnisse daraus dargestellt. Im Folgenden soll beispielhaft an den drei befragten Unternehmen gezeigt werden, wie eine solche Struktur zustande kommt und was deren Hintergrund ist.

Struktur des Managements: Von den drei Instituten wird das direkt gehaltene Immobilienvermögen von einer Vorsorgeeinrichtung selber verwaltet. Beide anderen haben eine vollständig externe Lösung. Sie geben die Strategie vor und treffen grundlegende Entscheide indem das externe Management Anträge stellt. Bei allen drei Instituten ist dieser Aufbau historisch gewachsen und kein strategischer Entscheid des Outsorcings. Bei einem Institut wird aber über die nächsten Jahre eine Überprüfung zur Festlegung der optimalsten Lösung hinsichtlich des Aufbaus des Managements stattfinden. Bei den indirekten Anlagen ist hervorzuheben, dass die Immobiliengesellschaften teilweise den Aktien zugerechnet werden. Dies relativiert die Ergebnisse der empirischen Studie dies-

bezüglich. Nicht alle Institute betrachten ein Investment in Immobiliengesellschaften als ein Exposure gegenüber Immobilien.

Struktur der Anlage: Alle drei befragten Unternehmen verfügen über eine zugrundeliegende Immobilienstrategie. Bei allen drei Institutionen werden direkte Investitionen den indirekten vorgezogen, obwohl der Anteil der Indirekten bei einem Institut über 40% der Immobilienanlagen ausmacht. Die Strategie geht über das grundsätzliche Festlegen der Asset Allocation hinaus. Es wird festgelegt, wo und wie investiert wird und wie mit der bestehenden Investition in Immobilien umgegangen wird. Dies ist allerdings stark davon abhängig, mit welcher Immobilien-Kapitalallokation sich die Pensionskasse konfrontiert sieht. Nicht zuletzt aufgrund der Transaktionskosten sieht man sich nicht in der Situation auf der grünen Wiese starten zu können. Eine Ausarbeitung der Immobilienstrategie geht somit nicht vom Zielbild aus, sondern geht von der bestehenden Immobilienkapitalanlage aus. Dies führt automatisch zu einer geringen Veränderung und einer geringen Dynamik über die Zeit. Nur eines der drei Institute hat zumindest in gewissen Bereichen, Ziele unabhängig vom aktuellen Bestand formuliert. Diese wurden in den letzten Jahren konsequent verfolgt und führten zu Veränderungen in der Ausgestaltung der Anlageklasse. Die anderen befragten Institute versuchen innerhalb des Bestehenden zu optimieren.

Über alles betrachtet führt die Orientierung am historisch gewachsenen Zustand sowohl hinsichtlich Management wie auch hinsichtlich Anlagestruktur zu einer nur langsamen Entwicklung der Asset Klasse. Nicht zuletzt liegt dies wohl an der guten Entwicklung der Immobilien über die letzten Jahre, was zu einem geringen Anpassungsdruck führt. Dennoch drohen so Chancen und Potentiale verpasst zu werden. Dies kann eine mögliche Erklärung sein, weshalb die Asset Klasse der Immobilien je nach Institut sehr unterschiedlich aufgestellt ist. Es zeigt sich aber, dass sich auf beiden Ebenen zumindest eines von drei Instituten Gedanken zur Optimierung macht.

Risiken und Rendite: Anforderungen

Anforderungen an die Rendite: Neben dem obligaten Benchmark geben zwei der befragten Institute Soll-Renditen für direkt gehaltene Immobilien vor. Diese stellen eine geforderte Zielrendite an die Asset Klasse der direkten Investments als Ganzes dar. Vor allem bei Neubauten und Zukäufen findet diese Anwendung. Das dritte Institut, bei welchem die direkten Investments die grössten Veränderungen durchgemacht haben, rät von Sollrenditen ab, da jede Liegenschaft einzeln als Risiko-Rendite Profil zu betrachten sei. Allgemein stellt das Thema der Rendite bei den direkten Anlagen Schwierigkeiten dar.

Aufgrund des Fehlens einheitlicher und stetig verfügbarer Marktwerte ist die Basis der Rendite je nach Pensionskasse unterschiedlich. Ein Vergleich ist fast nicht möglich. Auch die Anforderungen werden aus diesem Grund gar nicht oder aber sehr unterschiedlich formuliert.

Anforderungen an das Risiko: Beim Risiko wird stark zwischen direkten und indirekten Anlagen differenziert. Allerdings ist die Einschätzung sowohl bei den direkten wie auch bei den indirekten sehr unterschiedlich. Allgemein wird das Risiko bei direkten Anlagen deutlich geringer eingeschätzt. Einerseits weil die Cashflow-Rendite im Vordergrund steht, welche als weniger riskant angesehen wird, andererseits weil keine Devestitionen geplant sind und somit die Marktgängigkeit und die allgemeine Marktentwicklung einen geringeren Einfluss haben. Erstaunlich ist, dass bei allen drei Exponenten die Diversifikation eine untergeordnete Rolle spielt. Eine Senkung des Risikos durch eine Diversifikation über mehr Objekte, sei dies direkt oder indirekt, wird nicht gesehen und somit auch nicht gesucht. Bei der empirischen Erhebung war dies mit beinahe 90% Nennungen der erstgenannte Beweggrund für ein indirektes Immobilieninvestment. Dies führt dazu, dass aufgrund des höher eingeschätzten Risikos die indirekten Anlagen teilweise nur als Übergangslösung gewählt werden, bis die Gesamtimmobilienquote in direkte Anlagen investiert werden können.

4. Erkenntnisse und Abgleich

Im Folgenden sollen die wichtigsten Erkenntnisse aus der empirischen Studie sowie der qualitativen Umfrage zusammengefasst und mit der eingangs vorgestellten Theorie abgeglichen werden. In einem letzten Schritt werden daraus Handlungsempfehlungen formuliert.

4.1 Erkenntnisse aus der empirischen Erhebung

Im Rahmen einer empirischen Erhebung wurden 535 Vorsorgeeinrichtungen befragt. Die Befragung fand anlässlich der jährlich wiederkehrenden «Schweizer Pensionskassenstudie», durchgeführt durch die Swisscanto Vorsorge AG, statt. Die meisten Fragen sind jährlich wiederkehrend, was eine Analyse über die Zeit ermöglicht. Die Studie konnte in diesem Jahr mit spezifischen Fragen zu den Immobilienanlagen zielführend ergänzt werden. Zudem fand eine qualitative Befragung von drei exemplarischen Instituten statt. Als Herangehensweise wurde ein exploratives Vorgehen gewählt, welches zu verschiedenen Erkenntnissen geführt hat.

4.1.1 Allgemeine Erkenntnisse im Bereich Struktur sowie Anforderungen an die unterschiedlichen Arten von Immobilienkapitalanlagen

Über alle Studienteilnehmer betrachtet gibt es bei der Asset Allokation eine um 0.4% tiefere Immobilienquote als die Soll-Quote vorsieht. Dies entspricht einem absoluten Volumen von mehreren Milliarden Schweizer Franken. Von der tiefer liegenden Ist-Quote sind beinahe alle Kassen betroffen. Eine Ausnahme bilden kleinere, privatrechtliche Kassen, welche über eine geringe Zielrendite verfügen. Diese Kassen streben eine geringe Immobilienquote an.

Das Verhältnis bezüglich direkten zu indirekten Anlagen fällt zu Gunsten der Indirekten aus. Dies ist auf eine seit Jahren andauernden Entwicklung der Erhöhung der indirekten Anlagen und einer Reduktion der Direkten zurückzuführen. Doch auch bei jenen Kassen welche über einen direkten Immobilienbesitz verfügen, findet das Management meist nicht mehr intern statt. So ist das Asset- und Portfoliomanagement, das Baumanagement oder die Akquisitionen von 42% aller Pensionskassen komplett extern vergeben. Die direkten Anlagen werden lediglich bei 36% rein intern verwaltet. Die übrigen Institutionen betreiben eine Mischform. Es erstaunt nicht, dass der Anteil des externen Managements bei den kleineren Kassen mit Anlagevolumen unter CHF 500 Mio. am höchsten ist.

Bezüglich der Ausgestaltung der indirekten Anlagen weisen die NAV-basierten Produkte die höchste Beliebtheit auf. Mit 51% ist mehr als die Hälfte der indirekten Immobilien-

investments in Anlagestiftungen und anderen NAV-basierten Produkten wie nicht kotierten Fonds investiert. Dahinter folgen die börsenkotierten Immobilienfonds welche 39% ausmachen. Börsenkotierte Immobiliengesellschaften wie auch Fund-of-Fund-Strukturen spielen eine untergeordnete Rolle. Es ist zu beachten, dass die börsenkotierten Immobiliengesellschaften nicht bei allen Vorsorgeinstituten zu den Immobilieninvestitionen zählen. Der Anteil Immobiliengesellschaften könnte gesamtheitlich somit höher sein, würde er überall zur Asset Klasse der Immobilien gezählt werden. Untersucht man die beiden beliebten Kategorien der NAV-basierten Produkte und Immobilienfonds etwas genauer, sieht man, dass die Immobilienfonds vor allem bei jenen Kassen beliebt sind, welche generell eine tiefere Immobilienquote verfolgen.

Die Struktur der Immobilienkapitalanlagen zeigt, wie die Vorsorgeeinrichtungen ihr Immobilienvermögen aufstellen. Es wurde weiter untersucht, welche Anforderungen an die unterschiedlichen Arten der Immobilienanlagen gestellt werden. So soll nicht nur die strukturelle Ausgestaltung der Anlageklasse Immobilien beleuchtet werden, sondern es sollen auch Erkenntnisse über die Beweggründe welche zu dieser Ausgestaltung geführt haben gewonnen werden.

Bei den indirekten Anlagen steht eine bessere Diversifikation als Beweggrund für eine Investition klar im Vordergrund. Als meistgenannter Grund sehen 89% aller Teilnehmer in der besseren Verteilung der Risiken eine Motivation in indirekte Anlagen zu investieren. Demgegenüber beurteilen lediglich 25% eine bessere Performance als Argument indirekte Immobilienanlagen zu kaufen. Noch weniger sehen Kostenvorteile bei indirekten Anlagen. Daneben sind Kenntnisse des Managements sowie Liquiditätsvorteile tragende Gründe. Es sprechen somit Überlegungen hinsichtlich des Risikos für ein indirektes Investment. Eine höhere Performance oder geringere Kosten werden von der Mehrheit nicht erwartet. Diese Beweggründe müssen zumindest mitentscheidend gewesen sein für die Verschiebung des Verhältnisses zwischen direkten und indirekten Anlagen zugunsten der indirekten Investments. Eine Reduktion des Risikos über eine Diversifikation sowie eine bessere Liquidität ist kritisch zu betrachten. Die Kursvolatilität welche die kotierten, liquiden Anlagen mit sich bringen führt zu einem höheren Risiko für die Pensionskassen. NAV-basierte Produkte wiederum zeichneten sich durch ein rasantes Wachstum über die letzten Jahre aus. Die Portfolioqualität ist zu prüfen. Zudem sind Immobilienanlagestiftungen für Rücknahmen offen. In einem negativen Marktumfeld muss ein Produkt auf Rücknahmen mit Liegenschaftsverkäufen reagieren – im besten Fall mittelfristig. Bewer-

tungstechnische, nicht realisierte Abwertungsverluste drohen so zu realisierten Verlusten zu werden. Analog einem Bank-run kann ein negativer Kreislauf entstehen.

Ist ein Investor bei indirekten Anlagen sehr weit weg vom Underlying – der vermietbaren Fläche – entfernt, ist er bei einer intern verwalteten, direkt gehaltenen Immobilie sehr nahe. Als zentrale Beweggründe für diese Art der Immobilienanlage sprechen vor allem die Einflussnahme auf den Anlageentscheid und die Immobilienstrategie. Dies sollte speziell hervorgehoben werden. Es ist nur dann wünschenswert aktiv Einfluss auf den Anlageentscheid und die Immobilienstrategie ausüben zu können, wenn man es anders machen würde als ein Anbieter von indirekten Immobilienanlagen oder ein Provider von externem Asset- und Portfoliomanagement. Und es anders zu machen, macht wiederum nur dann Sinn, wenn es besser gemacht wird. Die Teilnehmer sind somit überzeugt, die Investments durch ihren Einfluss auf die Strategie und den Anlageentscheid besser auszugestalten. Dies kann sowohl auf der Risikoseite wie auch auf der Renditeseite zum Tragen kommen. Die Teilnehmer gehen somit davon aus, eine bessere Rendite zu erzielen und / oder das Risiko besser einschätzen zu können.

Beides steht im Widerspruch zum Beweggrund «der Marktkenntnisse des Managements» welcher als Motivation für ein Investment in indirekte Anlagen von über der Hälfte aller Teilnehmer genannt wurden. Man sieht den Vorteil in indirekten Anlagen in besseren Marktkenntnissen und einer Spezialisierung des Managements, möchte aber dennoch einen Einfluss auf den Anlageentscheid ausüben.

4.1.2 Die vier Aussagen

Im Kapitel 3.2.4 wurden die Ergebnisse der empirischen Studie nach verschiedenen Merkmalen gruppiert. Es wurde untersucht, welche Art von Pensionskasse, welche Immobilienkapitalanlagestrategie wählt. Vier zentrale Aussagen wurden formuliert. Diese sollen im Folgenden kurz zusammengefasst und interpretiert werden.

Aussage 1: Während privatrechtliche Kassen auf indirekte Lösungen und externe Experten setzen, vertrauen öffentliche-rechtlich auf ihre eigenen Fähigkeiten und direkte Immobilieninvestitionen

Die Asset Klasse der Immobilien bei privatrechtlichen wie auch bei öffentlich-rechtlichen Vorsorgeeinrichtungen erfreut sich einer ähnlichen Beliebtheit. Doch bei der Ausgestaltung zeigen sich deutliche Unterschiede. Privatrechtliche Institute investieren mit Vorliebe in indirekte Gefässe, während öffentlich-rechtliche die Immobilien direkt halten. Über einen Zeitraum von zehn Jahren betrachtet, wurde die Entwicklung weg von direk-

ten Immobilieninvestments, hin zu indirekten Anlagelösungen von den Privatrechtlichen getrieben und hat bei den Öffentlich-rechtlichen kaum stattgefunden. Investieren Privatrechtliche direkt, so lagern sie das Management vermehrt aus, was bei öffentlich-rechtlichen weniger verbreitet ist. Zusammenfassend betreiben öffentlich-rechtliche Institute das Immobilienvermögen in traditioneller Art und Weise, mit direkten Investitionen in Liegenschaften, welche selber betreut werden. Untersucht man die Beweggründe, zeigt sich, dass privatrechtliche Vorsorgeeinrichtungen die Liquidität der indirekten Produkte als entscheidenden Vorteil sehen und sich Kosteneinsparungen erhoffen. Zwei Gründe welche von öffentlich-rechtlichen Kassen weniger gesehen werden. Diese weisen hingegen ein grösseres Vertrauen in einen Wissensvorsprung des eigenen, internen Immobilienmanagements aus.

Aussage 2: Junge und risikofähige Pensionskassen: Erhöhtes Exposure gegenüber indirekten Immobilienanlagen

Bezüglich des Verhältnisses von aktiv Versicherten zu Rentenbezüglern zeigt sich, dass junge Kassen mit verhältnismässig mehr aktiv Versicherten ein deutlich höheres Exposure an indirekten Immobilienanlagen aufweisen. Dieses ist zudem anders strukturiert wie bei alten Kassen. Investieren junge Kassen ihre verhältnismässig grossen, indirekten Positionen vermehrt in kotierte Immobilienanlage, so sind alte Kassen mehr in NAV-basierenden Anlagen investiert. Durch dieses Anlageverhalten fahren junge Kassen in der Asset Klasse der Immobilien ein höheres Risiko, da indirekte Anlageprodukte welche kotiert sind eine Kursvolatilität und somit ein höheres Risiko ausweisen. Gleichzeitig verfügen junge Kassen durch die Versichertenstruktur über eine bessere Risikofähigkeit. Das höhere Risiko trifft somit auf eine höhere Risikofähigkeit. Ob sich dieses Risiko auch auszahlen wird, muss die Marktentwicklung zeigen.

Aussage 3: Sehr grosse Pensionskassen investieren weniger in Immobilien

Fokussiert man auf die grössten Vorsorgeeinrichtungen in der Schweiz, welche ein Anlagevolumen von über CHF 5'000 Millionen ausweisen, zeigt sich, dass diese einen geringeren Anteil an Immobilienkapitalanlagen aufweisen. Dies betrifft nicht nur den aktuellen Bestand, sondern auch die Zielquote. Über alle Teilnehmer wird ein Immobilienbestand von 23.2% angestrebt. Bei den grössten Kassen lediglich 19.0%. Bricht man die Immobilienallokation auf, zeigt sich, dass das Delta vor allem von einer sehr geringen Allokation in indirekte Immobilienanlagen stammt. Kleine Kassen haben ein anteilmässig fast doppelt so hohes Exposure gegenüber indirekten Immobilien, wie die grössten

Institutionen. Wie im Kapitel 2 beschrieben, weisen die beiden grössten Kategorien an indirekten Immobilienanlagen – die NAV-basierten Anlagen wie auch die Kollektiven Kapitalanlagen – ein Volumen von etwas über CHF 80 Mrd. aus. Dies stellt das volle Marktvolumen dar. Möchte eine Kasse mit einem Anlagevolumen von über CHF 5.0 Mrd. beispielsweise 12.5% in indirekte Immobilienanlagen investieren, was dem Durchschnitt über alle Teilnehmer entspricht, so sind dies mindestens CHF 625 Mio. und somit knapp 1% des Gesamtmarktes. Eine mögliche Interpretation der tiefen indirekten Quoten bei den grössten Einrichtungen kann somit sein, dass die zu investierenden Volumen für den indirekten Markt in der Schweiz zu gross sind. Zu wenige passende, verfügbare Produkte werden identifiziert um ähnliche Quoten zu erreichen wie die kleinen Institute. Dementsprechend wird auch die Zielallokation gesenkt.

Aussage 4: Ambitionierte Pensionskassen mit hohen Zielrenditen setzen auf Immobilien

Die von der Pensionskasse sich selber vorgegebene Zielrendite steht in direkter Abhängigkeit zur gewählten Asset Allocation. Um den Zusammenhang zwischen Zielrendite und Immobilienkapitalanlageallokation zu analysieren, wurden die teilnehmenden Vorsorgeeinrichtung nach ihrer jeweiligen Zielrendite gruppiert. Dabei zeigt sich, dass die ambitioniertesten Pensionskassen stark auf Immobilien setzen. Dies offenbart sich interessanterweise weniger bei der aktuellen Allokation, als vielmehr bei der Zielallokation. Es ist auffällig, dass eine hohe Renditeerwartung mit einem grossen Vertrauen in die Immobilien einher geht. Ob diese Erwartungen erfüllt werden können muss die Zukunft zeigen. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass sich das breite Feld der optimistischen Kassen irrt. Eine hohe Renditeerwartung ist gekoppelt mit hohen Sollrenditen. Dies spricht für eine gute Leistung gegenüber den Versicherten. Die Kassen mit höheren Leistungsversprechen setzen somit vermehrt auf Immobilien. Es stellt sich die Frage, ob sich die Kassen mit geringen Zielrendite, welche ihrem Gesamtvermögen eine geringere Performance zutrauen, nicht an den optimistischen Kassen orientieren sollten. Zumindest ist es fraglich, ob ihre gegenteilige Strategie hinsichtlich Immobilienallokation den richtigen Weg darstellt

4.2 Abgleich mit Expertenmeinungen sowie der Theorie

Wie in den theoretischen Grundlagen beschrieben, lassen sich die Immobilienkapitalanlagen unterschiedlich ausgestalten und strukturieren. Dies zeigt sich in der empirischen Auswertung deutlich. Die Kapitalanlagestrategien unterscheiden sich stark. Innerhalb der ca. 1'700 Einrichtungen des Pensionskassenmarktes gibt es keine dominante Strategie.

Die einzelnen Pensionskassen mit ihren verschiedenen Charakteristiken, Hintergründen und Ausprägungen verfolgen unterschiedliche Ansätze bei der Immobilienanlage welche auf verschiedenen Beweggründe fussen.

Die hohe Bedeutung der beiden Themen Liquidität und Management, welche neben den grundlegenden Aspekten Rendite und Risiko eingangs beschrieben wurden, widerspiegelt sich klar in der Erhebung. Die Beweggründe für die Immobilienallokation fokussieren nicht auf einem reinen Rendite-Risiko Ansatz. Beispielsweise sind Themen welche sich um die Entscheidungskompetenz der Liegenschaftsstrategie drehen, zentrale Motivation für die Ausgestaltung der Asset Klasse der Immobilien. Es zeigt sich, dass gerade das Thema der Liquidität zudem unterschiedlich interpretiert wird. Dementsprechend wird die Kapitalallokation unterschiedlich ausgestaltet.

Unklar bleibt die Rolle der Historie bei den direkten Immobilienanlagen. Aufgrund der eingangs beschriebenen Transaktionskosten, sowie der in Kapitel 2 beschriebenen guten Marktentwicklung über die letzten Jahre, besteht ein geringer externer Zwang, bestehende Strukturen und bestehende Allokationen zu ändern. Eine Immobilienstrategie richtet sich in diesem Fall nicht an einem Zielbild, sondern an der bestehenden Situation aus. Gleiches gilt für die Anforderungen. Die Empirie konnte nicht zeigen, ob die analysierten und in Kapitel 3 wiedergegebenen Anforderungen an die Immobilienkapitalanlagen aufgrund der bereits bestehenden Allokation entstanden oder aber unabhängige Zielgrössen sind. Dies tritt auch in den Expertenmeinungen zutage. Obwohl sich alle drei befragten Institute Immobilienstrategien vorgeben und klare Beweggründe ausweisen, sind diese stark von der bereits bestehenden Ausgestaltung der Asset Klasse abhängig. Nur jeweils ein Institut hinterfragt die Ausgestaltung des Managements aktiv respektive hat die Immobilienkapitalstruktur in den letzten Jahren deutlich angepasst.

Die Experteninterviews offenbarten den schwierigen Umgang mit Renditeberechnungen bei direkt gehaltenen Immobilien. Dabei ist nicht der verhältnismässig einfach zu messende Cashflow das Problem, vielmehr ist es die Investitionsbasis, welche sehr unterschiedlich gehandhabt wird. Aufgrund des Fehlens ständig verfügbarer, externer Marktpreise, sind die Immobilienwerte bei den Kassen unterschiedlich aktuell. Berechnet man hierauf die Rendite, können diese stark variieren und bleiben schwer vergleichbar. Auch eine Zielstellung zu bilden ist so äusserst schwierig. Bei indirekten Anlagen ist diese Schwierigkeit nicht vorhanden. Es ist interessant, dass dies in der empirischen Studie keine Erwähnung fand.

Hinsichtlich der Risikoeinschätzung widersprechen die befragten Experten der Mehrheit der Studienteilnehmer beim Punkt Diversifikation klar. Die empirische Studie zeigt, dass eine bessere Diversifikation für die grosse Mehrheit der Teilnehmer einer der Hauptgründe für indirekte Immobilieninvestments ist. Die befragten Experten sehen hingegen keinen Diversifikationsvorteil. Ein Portfolio an direkten Immobilien vermag bereits ab einer kleineren Grösse die Diversifikationsmöglichkeiten der Schweiz auszuschöpfen.

Die vier Aussagen konnten nur bedingt mit den Expertenmeinungen abgeglichen werden. Hierfür ist die Grösse der Stichprobe an Expertenmeinungen im Vergleich zur Grösse der Stichprobe der empirischen Erhebung zu klein.

4.3 Ableiten von Handlungsempfehlungen

Bei Immobilienkapitalanlagestrategien gibt es keine Best Practice Lösung. Je nach Ausgestaltung der Vorsorgeinstitution, nach ihrem Aufbau, ihrer Risikobereitschaft und Fähigkeit müssen andere Ziele für Immobilienkapitalanlagen formuliert werden. Es wurde gezeigt, dass über die letzten Jahre der Aufbau der Asset Klasse der Immobilienkapitalanlage bei Vorsorgeinstitutionen einem grundsätzlichen Wandel unterliegt. Der Anteil an direkt gehaltenen Immobilien sinkt zugunsten von indirekten Investments. Die empirische Erhebung hat gezeigt, dass vor allem junge wie auch kleine Institute die Anlageart der kotierten, indirekten Immobilienprodukte wählen. Die bessere Liquidität welche die Kassen suchen, bedeutet eine Kursvolatilität und somit mehr Risiko für die Rendite der Gesamtpensionskasse. Auf der anderen Seite fällt es auf, dass Vorsorgeeinrichtungen mit hohen Zielrenditen und somit einer hohen angestrebten Leistung für die aktiv Versicherten und Destinatäre direkte Immobilien suchen. Diese Gegenüberstellung sollte vor allem von Vorsorgeinstitutionen mit hohen indirekten Beständen beachtet werden und zur Überprüfung der eigenen Zielstellung anregen. Es ist zumindest zu hinterfragen, ob eine Verschiebung von direkt gehaltenen Immobilien in indirekte Gefässe tatsächlich die Lösung für die Immobilienkapitalanlagen kleiner Pensionskassen darstellt. Die eingegangenen Risiken müssen genau geprüft werden.

Bei den Beweggründen welche zur Immobilien-Kapitalanlagestrategie führen hat die Studie einen Widerspruch zwischen Vertrauen auf ein spezialisiertes Managementteam mit grossen Marktkenntnissen bei indirekten Immobilienanlagen respektive extern verwalteten direkten Anlagen und dem Wunsch Einfluss auf die Anlageentscheide und Liegenschaftsstrategie zu haben aufgezeigt. Man attestiert einen Vorteil von spezialisierten Experten, möchte aber dennoch die Entscheide selber fällen. Es empfiehlt sich von Zeit zu Zeit zu hinterfragen, ob das Wissen in der eigenen Organisation ausreichend ist, um das

Vermögen der Versicherten optimal zu verwalten. Ansonsten muss der Wunsch der Einflussnahme in den Hintergrund treten.

Grundsätzlich soll eine Immobilienkapitalanlagestrategie nicht auf dem Bestehenden beruhen, sondern eine Zielstellung bilden, welche es zu erreichen gilt. Dies ermöglicht eine Dynamik und das Hinterfragen althergebrachter Strukturen oder allgemeiner Marktmeinungen.

5. Zusammenfassung und Ausblick

In der vorliegenden Arbeit wurden die Immobilien-Kapitalanlagenstrategien von Schweizerischen Pensionskassen untersucht. Aufbauend auf einer breiten empirischen Marktstudie wurden verschiedene Erkenntnisse zum Aufbau der Immobilienanlagen abgeleitet. Hierfür wurde ein exploratives Vorgehen gewählt.

Das Fundament legte Kapitel 2. Startpunkt bildete eine wissenschaftliche Einordnung der Thematik. Darauf aufbauend wurde das Vorsorgesystem der Schweiz mit Schwerpunkt auf der beruflichen Vorsorge beleuchtet. Als Abschluss des theoretischen Teiles wurden die Möglichkeiten der strukturellen Gestaltung der Immobilien Kapitalanlagen beschrieben sowie die Immobilienmärkte und deren Entwicklung umrissen.

Kern der Arbeit bildete eine breite empirische Marktstudie. Die Grundlage legte die Pensionskassenstudie der Swisscanto Vorsorge AG des Jahres 2018, welche mit spezifischen Fragen zu den Immobilienanlagen ergänzt werden konnte. In einem Zeitraum von Ende 2017 bis Frühjahr 2018 wurden 535 Vorsorgeeinrichtungen mit einem Gesamtvermögen von ca. CHF 680 Mrd. und 4.1 Mio. repräsentierten Versicherten befragt. Die gewonnenen Daten wurden analysiert und verschiedene Erkenntnisse wurden abgeleitet. Ziel war dabei nicht eine reine Wiedergabe der Immobilienkapitalanlagen welche bei den Vorsorgeeinrichtungen vorgefunden wurden. Es wurden auch Erkenntnisse gewonnen, in welchem Zusammenhang die Immobilien-Kapitalanlagestrategien zu den Charakteristiken der anlegenden Schweizerischen Pensionskasse stehen. Welche Art von Pensionskasse entschied sich für welche Ausgestaltung der Immobilien-Kapitalanlagen? Zudem wurden Beweggründe analysiert, welche im Zusammenhang zu der Kapitalanlagestrategie stehen.

Schweizerische Immobilien sind nach wie vor gesucht. Noch immer weist ein Grossteil der Pensionskassen Bestände, welche unter den Immobilien-Zielallokationen liegen, aus. Es wurde gezeigt, dass über die letzten Jahre der Aufbau der Immobilienkapitalanlage einem grundsätzlichen Wandel unterlag. Der Anteil an direkt gehaltenen Immobilien sank zugunsten von indirekten Investments. In erster Linie lagen die Beweggründe in Diversifikationsmöglichkeiten, Marktkenntnissen des spezialisierten Managements sowie in der Liquidität der Produkte. Eine bessere Performance oder aber angestrebte Kostensenkungen spielten lediglich eine untergeordnete Rolle. Jene Pensionskassen, welche diesem Trend nicht folgten indem sie die Liegenschaften im Direktbesitz halten und sie auch selber verwalten, legten grossen Wert auf die Einflussnahme auf den Anlageentscheid und die Immobilienstrategie.

Es konnte aufgezeigt werden, dass der Trend hin zu den indirekten Anlagen von den privatrechtlichen Vorsorgeeinrichtungen getrieben wurde. Privatrechtliche Kassen investierten zunehmend indirekt. Investieren sie direkt, so lagerten sie das Management vermehrt aus. Öffentlich-rechtliche Institute bevorzugten die direkten Anlagen. Untersucht man die Beweggründe, welche zu diesem unterschiedlichen Verhalten führten, zeigte sich, dass privatrechtliche Vorsorgeeinrichtungen die Liquidität der indirekten Produkte als entscheidenden Vorteil sahen. Ein Grund welcher von öffentlich-rechtlichen Kassen weniger gesehen wurde. Diese wiesen hingegen ein grösseres Vertrauen in einen Wissensvorsprung des eigenen, internen Immobilienmanagements aus.

Des Weiteren wurde aufgezeigt, dass junge Kassen mit einem hohen Anteil aktiv Versicherter ein erhöhtes Exposure gegenüber indirekten Immobilienanlagen aufwiesen. Dieses war zudem anders strukturiert wie bei älteren Kassen indem vor allem in kotierte Anlagen investiert wurde. Ein höheres Risiko in der Immobilienkapitalanlage wurde eingegangen und akzeptiert.

Anders sah es bei sehr grossen Pensionskassen, mit einem Anlagevolumen von über CHF 5.0 Mrd., aus. Diese verfolgten grundsätzlich eine niedrigere Immobilienquote, welche sich in einem geringen Bestand an indirekten Investments niederschlug. Gegenteilig gingen ambitionierte Pensionskassen mit einer hohen Zielrendite vor. Sie verfolgten eine sehr hohe Zielallokation bei Immobilien, verhältnismässig deutlich höher wie Kassen mit mittleren oder tiefen Zielrenditen.

Ziel der vorliegenden Arbeit war es einen Beitrag zur Analyse von Immobilien-Kapitalanlagestrategien bei Pensionskassen zu liefern. Ein Feld, welches bis anhin nur geringe Beachtung fand, trotz der gesellschaftlichen Wichtigkeit, welche eine der grössten Anklagen der zweiten Säule hat. Es ist erstaunlich, wie sich die Pensionskassen ähnlichen Anforderungen und Problemen gegenüberstehen und mit unterschiedlichsten Vorgehen darauf antworten. Ein vermehrter Erfahrungs- und Wissensaustausch zwischen den Kassen wäre wünschenswert.

Literaturverzeichnis

- Anhorn, R. & Moor M. (2015). *Auswahlkriterien für externe Asset Manager und Anlagegrundsätze. Eine Untersuchung von 35 Schweizer Pensionskassen*. Winterthur: ZHAW Zürcher Hochschule für Angewandte Wissenschaften.
- Arens, J. (2015) Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren. In M. Trübstein (Hrsg.) *Real Estate Asset Management* (S. 229 – 253). Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Armingeon, K. (2018). Debatte. Die Entwicklung der schweizerischen Altersvorsorge. *Swiss Political Science Review*. 2018 (24/1), 43 – 52.
- Axa Winterthur (2017). *BVG-Handbuch. Der sichere Weg durch die berufliche Vorsorge. Erläuterungen zur aktuellen Gesetzgebung der 2. Säule*. Winterthur: Autor.
- Bleisch, A. (2016). *Einführung zum Immobilienmarkt Schweiz. Begriffe – Werte – aktuelle Entwicklungen*. Präsentation anlässlich des Kolloquiums Immobiliarsachenrecht, 07.03.2016, Universität Zürich, Rechtswissenschaftliches Institut, Zürich.
- Blüml, A. (2014). *Immobilienwirtschaftliche Investmentstile. Eine theoretische und empirische Untersuchung am Beispiel der Präferenzstrukturen institutioneller Immobilieninvestoren*. Regensburg: Universitätsbibliothek Regensburg 2014 (Dissertation zur Erlangung des Grades eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften).
- Brauer, K. (2009). *Grundlagen der Immobilienwirtschaft*. 6. Auflage. Wiesbaden: Gabler GWV Fachverlage GmbH.
- Bundesamt für Sozialversicherungen (2017). *Sozialversicherungen 2016. Jahresbericht gemäss Artikel 76 ATSG*. Bern: BBL, Verkauf Bundespublikationen.
- Bundesamt für Statistik BFS (2017). *Ein- und Auswanderung der ständigen Wohnbevölkerung nach Staatsangehörigkeit, 2002-2016*. Gefunden unter <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/kataloge-datenbanken/tabellen.assetdetail.3222142.html>
- Bundesamt für Statistik BFS (2018a). *Bau- und Wohnungswesen 2016*. Neuchâtel: Autor.
- Bundesamt für Statistik BFS (2018b). *Pensionskassenstatistik 2016*. Neuchâtel: Autor.
- Bütler, M. & Jaeger, F. (2007). *Die 2. Säule der schweizerischen Altersvorsorge im Wandel*. St. Gallen: Universität St. Gallen, Forschungsinstitut für empirische Ökonomie und Wirtschaftspolitik.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*. November 1937 (16/4), S. 386 – 405.

- Credit Suisse AG (2017). *Retail Outlook 2017. Schweizer Detailhandel im Umbruch*. Zürich: Autor.
- Credit Suisse AG (2018). *Schweizer Immobilienmarkt 2018. Konjunktur kommt wie gerufen*. Zürich: Autor.
- Döhnert, K. (2015). Struktur und Funktionsweise von Pensionskassen in der Schweiz. In M. Trübstein (Hrsg.). *Real Estate Asset Management* (S. 49 – 56). Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Fäs, U. (2015). Herausforderungen und Trends bei Immobilienanlagen in der Schweiz und im Ausland. In M. Trübstein (Hrsg.). *Real Estate Asset Management* (S. 71 – 88). Wiesbaden: Springer Fachmedien.
- Fahrländer Partner AG (2016). *Immobilien Almanach Schweiz 2017*. Zürich: Autor.
- Funke, Ch., Johanning, L. & Rudolph, B. (2006). *Edition Risikomanagement 1.1. Verlust- und Risikopräferenzen institutioneller Anleger*. Frankfurt am Main: Union Investment.
- Helbling, C. (2006). *Personalvorsorge und BVG*. Zürich / Bern: Haupt Verlag.
- Heinrich, J. & Lobigs, F. (2003). Neue Institutionenökonomik. In K-D. Altmeppen & M. Karmasin (Hrsg.) *Medien und Ökonomie* (S. 245 – 268). Wiesbaden: Westdeutscher Verlag GmbH.
- Jensen, M. & Meckling, B. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*. 1976 (3), S. 305 – 360.
- Jones Lang LaSalle JLL (2018). *Büromarkt Schweiz 2018*. Zürich: Autor.
- Kämpf-Dern, A. (2009). Immobilienwirtschaftliche Managementebenen und -aufgaben. Definitions- und Leistungskatalog des Immobilienmanagements. In A., Pfnür (Hrsg.) *Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 15* (S. 1-29). Darmstadt: Technische Universität Darmstadt.
- KGAST - Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (2018a). Kennzahlen Anlagestiftungen mit Schweizer Immobilien-Anlagegruppen - 2017 (Basis Jahresabschlüsse). Zürich: Autor.
- KGAST - Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (2018b). *KGAST Immo-Index Zeitreihe / 06.2018*. Gefunden unter http://www.kgast.ch/dynasite.cfm?cmd=cdownload_download_download_download&smid=511177&id=1090&sprache=de&skipfurl=1
- Mesch, M. (2011). Neue Institutionenökonomik. *Wirtschaft und Gesellschaft*. 2011 (2), S. 347 – 350.

Morningstar Inc. (2018a). *Zinsentwicklung CHF 10y Swap* im Zeitraum 04.01.2000 bis 29.06.2018. Abgerufen im Juli 2018 aus der Morningstar Datenbank.

Morningstar Inc. (2018b). *Kursentwicklung SIX SXI Real Estate Funds Broad TR CHF, SIX SBI AAA-BBB TR CHF, SIX SXI Real Estate Shares Broad TR CHF, KGAST Immo TR CHF, SIX SPI TR CHF* im Zeitraum 30.06.2011 bis 29.06.2018. Abgerufen im Juli 2018 aus der Morningstar Datenbank.

Loft, M. (2018). *Schweizer Immobilien Index 2017*. Präsentation anlässlich des Schweizer Immobilienindex IPD/Wüest Partner 2017, 23.03.2018, Zürich.

Richter, R. & Furubotn, E. (1999). *Neue Institutionenökonomik*, 2. Aufl., Tübingen: Mohr Siebek Verlag.

Rupp, M. & Kull, S. (2012). Pensionskassen im Spannungsfeld von Demographie, Finanzmärkten und Politik. In Ch., Lengwiler, L., Nadig & M. Pedergnana, (Hrsg.). *Management in der Finanzbranche – Finanzmanagement im Unternehmen* (S. 231 – 252). Zug: Verlag IFZ – Hochschule Luzern.

Schmidt-von Rhein, A. (1996). *Die moderne Portfoliotheorie im praktischen Wertpapiermanagement. Eine theoretische und empirische Analyse aus Sicht privater Kapitalanleger*. Bad Soden: Uhlenbruch.

SIX Swiss Exchange AG – SIX (ohne Datum). *SXI Real Estate® Funds Broad: Indexzusammensetzung*. Gefunden unter https://www.six-swiss-exchange.com/indices/data_centre/real_estate/sxi_realfunds_de.html

Sotelo, R. (2006). Regeln schaffen Werte: Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie. In St. Bone-Winkel (Hrsg.). *Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie: Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte* (S. 41 – 54). Köln: Immobilien-Informationen-Verlag.

Spars, G. (2001). Die Wohnungs- und Immobilienwirtschaft im Licht der Neuen Institutionenökonomik. In H. Gondring & E. Lammel (Hrsg.). *Handbuch Immobilien-Wirtschaft* (S. 23 – 54). Wiesbaden: Verlag Dr. Th. Gabler GmbH.

Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA (2016). *Immobilienfonds Kompakt*. Basel: Autor.

Swisscanto Holding AG (ohne Datum). *Pensionskassenstudie: Über die Pensionskassenstudie*. Gefunden unter <https://www.swisscanto.com/ch/de/is/vorsorgen/pensionskassenstudie.html>

Teichmann, S. (2007). *Bestimmung und Abgrenzung von Managementdisziplinen im Kontext des Immobilien- und Facilities Managements*. Zeitschrift für Immobilienökonomie. 2007 (2), S. 5 – 36.

Trübstein, M. (2016). *Real Estate Investment und Asset Management in der Schweiz. Studienergebnisse 2016*. 2. Auflage. Zug: Verlag IFZ – Hochschule Luzern.

Trübstein, M. (2017). *Real Estate Investment und Asset Management in der Schweiz. Studienergebnisse 2017*. Zug: Verlag IFZ – Hochschule Luzern.

UBS Switzerland AG (2018). *Real Estate Focus*. Zürich: Autor.

Willis Tower Watson (2018). *Global pension assets study 2018*. London: Thinking Ahead Institute.

Anhang

Anhang 1: Fragebogen Pensionskassenstudie 2018

Jahrg.: 2018

Version: 1'668 - 3

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
Stammdaten			
diese Felder werden zum Online Fragebogen erfasst, gehören aber zur technischen Plattform.			
387	Benutzername	<input type="text"/>	611
388	Passwort	<input type="text"/>	612
511	Prozent	<input type="text"/> Wert in %	747
512	abgeschlossen	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein JA / NEIN	748
Kontaktperson			
111	Name	<input type="text"/>	126
112	Vorname	<input type="text"/>	127
113	Funktion	<input type="text"/>	128
114	E-Mail	<input type="text"/>	129
115	Telefon	<input type="text"/>	130
A: Strukturangaben der Vorsorgeeinrichtung (VE)			
1. Name und Adresse der VE			
116	Mitglied des ASIP:	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein JA / NEIN	124
118	Name	<input type="text"/>	132
		<input type="text"/>	133
121	Adresse	<input type="text"/>	136
		<input type="text"/>	137
122	Zusatz (Postfach)	<input type="text"/>	138
123	PLZ	<input type="text"/>	139
124	Ort	<input type="text"/>	140
125	Arbeitgeberfirma / Stifter	<input type="text"/>	141
126	Internet - Adresse (URL)	<input type="text"/> http://	142
2. Rechtsform			
127	Die Rechtsform der VE ist:	<input type="radio"/> Öffentlich-rechtliche VE	143
		<input type="radio"/> Privatrechtliche VE (Stiftung oder Genossenschaft)	146
3. Kapitalisierung der öffentlich-rechtlichen VE			
1703	3.1 Nur für öffentlich-rechtliche VE. Welche Art der Finanzierung kommt bei Ihrer VE zur Anwendung? (Falls beide Kapitalisierungsverfahren angewendet werden, Teilkapitalisierungsverfahren ankreuzen)	<input type="radio"/> Vollkapitalisierungsverfahren	2'722
		<input type="radio"/> Teilkapitalisierungsverfahren (auch Mischfinanzierung oder Teilumlagefinanzierung)	2'721

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
4. Stifter oder Gründer der Vorsorgeeinrichtung / Rechnungslegung			
1'843	4.1 Wer ist der Stifter oder Gründer der Vorsorgeeinrichtung?	<input type="radio"/> <i>Privatrechtliche Firma</i>	2'961
		<input type="radio"/> <i>Bund</i>	2'962
		<input type="radio"/> <i>Kanton</i>	3'030
		<input type="radio"/> <i>Gemeinde</i>	3'031
1'983	4.2 Rechnungslegungsstandards definieren nach welchen Grundsätzen ein Unternehmen bilanziert. Wird bei der Arbeitgeberfirma ein internationaler Rechnungslegungsstandard angewendet?	<input type="radio"/> <i>Ja (IFRS, US-GAAP, UK-GAAP etc.)</i>	3'181
		<input type="radio"/> <i>Nein</i>	3'182
		<input type="radio"/> <i>Weiss nicht</i>	3'183
5. Registrierung			
128	5.1 Die VE ist registriert gemäss Art. 48 BVG	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein <i>JA / NEIN</i>	147
1'943	5.2 Falls nein, handelt es sich um eine 1e-Stiftung?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein <i>JA / NEIN</i>	3'121
6. Verwaltungsform / Risikoträger		Erläuterung: VE mit und ohne Excess of Loss - bzw. Stop-Loss-Versicherung gelten auch als autonom. Geschlossene Gemeinschaftseinrichtung: VE von wirtschaftlich eng verbundenen Arbeitgebern (Bsp. Konzern) Offene Gemeinschaftseinrichtung: steht weiteren Arbeitgebern zum freiwilligen Beitritt offen	
131	6.1 Pensionskasse oder geschlossene Gemeinschaftseinrichtung einer Firmengruppe (Konzern) / eines Gemeinwesens	<input type="radio"/> <i>autonom</i>	157
		<input type="radio"/> <i>teilautonom</i>	158
		<input type="radio"/> <i>voll rückgedeckt (Alter, Tod, Invalidität)</i>	159
132	6.2 Offene Gemeinschaftseinrichtung	<input type="radio"/> <i>autonom</i>	160
		<input type="radio"/> <i>teilautonom</i>	161
		<input type="radio"/> <i>voll rückgedeckt (Alter, Tod, Invalidität)</i>	162
133	6.3 Sammeleinrichtung	<input type="radio"/> <i>autonom</i>	163
		<input type="radio"/> <i>teilautonom</i>	164
		<input type="radio"/> <i>voll rückgedeckt (Alter, Tod, Invalidität)</i>	165
		<input type="radio"/> <i>Vollversicherungslösung (Sammeleinrichtung einer Versicherungsgesellschaft)</i>	804
7. Sammel- und Gemeinschaftseinrichtung			
136	7.1 Anzahl Anschlussverträge	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	174
8. Vorsorgevermögen / Anzahl Versicherte		in CHF	
137	8.1 Vorsorgevermögen gemäss BVV2 Anhang zu Art. 44 Abs. 1	<input type="text"/> <i>2017</i>	176
138	8.2 Anzahl aktive Versicherte	<input type="text"/> <i>2017</i>	178
1784	8.3 Anzahl Renten (Altersrenten, Invalidenrenten, Kinderrenten, Ehegattenrenten- und Partnerrenten)	<input type="text"/> <i>2017</i>	2'862

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
9. Primat der Vorsorgepläne*		* falls mehrere Vorsorgepläne angeboten werden: Primat des meist verwendeten Plans	
143	9.1 Primat der Vorsorgepläne für Alters- und Risikoleistungen?	<input type="radio"/>	<i>Beitragsprimat für alle Leistungen</i> 187
		<input type="radio"/>	<i>Beitragsprimat für Altersleistungen / Leistungsprimat für Risikoleistungen</i> 188
		<input type="radio"/>	<i>Leistungsprimat für alle Leistungen</i> 204
1723	9.2 Bieten Sie den Versicherten Wahlmöglichkeiten zwischen den Vorsorgeplänen (Sparplan) an?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	JA / NEIN 2'849
B: Bilanz / Technische Angaben			
10. Anlageformen und Vermögensverwaltung*		(in % der gesamten Anlagen, muss nicht 100% geben)	
119	10.01 Anlagestiftungen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 134
120	10.02 Anlagefonds	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 135
208	10.03 Beteiligungsgesellschaften (ausserbörsliche Eigenkapitalbeteiligung)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 302
209	10.11 Kategorienmandate	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 303
210	10.12 Gemischte Mandate	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 304
211	10.21 Indexanlagen (marktkapitalisiert oder andere Konstruktionsformen)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 305
212	10.22 Nachhaltige Anlageprodukte (Investmentfonds, Mandate und strukturierte Produkte)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 306
213	10.23 Strukturierte Produkte	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 307
		* Falls Fragestellung für VE nicht sinnvoll, bitte «n.v.» (nicht verfügbar) wählen	
Immobilien			
214	10.31 Immobilien Schweiz: Direkte Anlagen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 308
215	10.32 Immobilien Schweiz: Indirekte Anlagen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 309
216	10.33 Immobilien Ausland: Direkte Anlagen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 310
217	10.34 Immobilien Ausland: Indirekte Anlagen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 613
Interne / Externe Vermögensverwaltung		(Die Summe aus Frage 10.41 und 10.42 muss 100% ergeben)	
218	10.41 Anteil des intern verwalteten Vermögens (VE)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 311
220	10.42 Anteil des extern verwalteten Vermögens	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 313
1785	10.421 davon beim Arbeitgeber	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v.	<i>Wert in %</i> 2'864

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
10.5 Absicherung Fremdwährung			
1'903	10.51. Wieviel Prozent beträgt gemäss der Anlagestrategie Ihrer Vorsorgeeinrichtung das Fremdwahrungsendagement?	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. in %	3'061
1'904	10.52. Wieviel Prozent beträgt gemäss der Anlagestrategie Ihrer Vorsorgeeinrichtung das nicht abgesicherte Fremdwahrungsendagement?	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. in %	3'062
11. Ist/Ziel-Struktur der Vermögensanlagen*			
			* Das Vorliegen von revidierten Zahlen ist nicht Voraussetzung zur Beantwortung dieser Frage. Ruckkaufsvertrage von Versicherungen sind nicht zu berücksichtigen.
			** Bitte nur eine Zahl, keine Bandbreiten
11.1 Flüssige Mittel und kurzfristige Anlagen (inkl. Festgelder)			
221	11.11 Flüssige Mittel und kurzfristige Anlagen (inkl. Festgelder), Debitoren, Guthaben	<input type="text"/> IST-Wert in %	314
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	315
11.2 Darlehen			
1'985	11.21 Schuldanererkennungen von schweizerischen öffentlich-rechtlichen Körperschaften (BVV2 Art. 53 Abs. 1)	<input type="text"/> IST-Wert in %	3'185
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	3'186
11.3 Obligationen			
224	11.31 in CHF	<input type="text"/> IST-Wert in %	320
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	321
225	11.32 in Fremdwährungen	<input type="text"/> IST-Wert in %	322
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	323
11.4 Hypotheken			
226	11.41 Hypotheken	<input type="text"/> IST-Wert in %	324
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	325
11.5 Liegenschaften, Grundstücke			
227	11.51 Schweiz	<input type="text"/> IST-Wert in %	326
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	327
228	11.52 Ausland	<input type="text"/> IST-Wert in %	328
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	329
11.6 Aktien			
229	11.61 Inland	<input type="text"/> IST-Wert in %	330
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	331
230	11.62 Ausland	<input type="text"/> IST-Wert in %	332
		<input type="text"/> ZIEL-Wert in %**	333

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)		AID
11.7 Alternative Anlagen				
231	11.71 Private Equity	<input type="text"/>	IST-Wert in %	334
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	335
232	11.72 Hedge Funds	<input type="text"/>	IST-Wert in %	336
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	337
233	11.73 Rohstoffe	<input type="text"/>	IST-Wert in %	338
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	339
1'825	17.74 Infrastrukturanlagen	<input type="text"/>	IST-Wert in %	2'951
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	2'952
1'905	11.75 Nichttraditionelle Nominalwertanlagen (nach Art. 53 Abs. 3 BVV 2)	<input type="text"/>	IST-Wert in %	3'063
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %	3'064
234	11.76 Andere Alternative Anlagen	<input type="text"/>	IST-Wert in %	340
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	341
11.8 Übrige Aktiven				
235	11.81 Übrige Aktiven	<input type="text"/>	IST-Wert in %	342
		<input type="text"/>	ZIEL-Wert in %**	343
11.9 Anlagen beim Arbeitgeber				
1'984	11.91 Davon Anlagen (Beteiligungen oder Forderungen) beim Arbeitgeber	<input type="text"/>	<input type="checkbox"/> n.v. in % der Vermögensanlagen	3'184
11.10 Angaben nicht verfügbar				
237	n.v. (Stiftungen mit voller Rückdeckung)	<input type="checkbox"/>	n.v.	346
11.11 Nutzung der Erweiterungsbegründung				
1'948	11.111 Die BVV2 Anlagerichtlinien erlauben einer Vorsorgeeinrichtung unter Begründung Ihre Anlagemöglichkeiten zu erweitern. Nimmt Ihre Vorsorgeeinrichtung die Erweiterungsbegründung gemäss BVV2 Art. 50 Abs. 4 in Anspruch?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	JA / NEIN -> weiter mit Frage 12	3'130
1'949	11.112 Falls ja, macht Ihre Vorsorgeeinrichtung Gebrauch von der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten, um die Kategoriebegrenzungen (Art. 55 BVV2) für Aktien, Immobilien oder alternative Anlagen zu erhöhen?	<input type="checkbox"/>	Aktien	3'131
		<input type="checkbox"/>	Immobilien	3'132
		<input type="checkbox"/>	Alternative Anlagen	3'133
		<input type="checkbox"/>	Andere	3'134
		<input type="checkbox"/>	Nein, Nutzung der Erweiterungsbegründung, aber nicht für Kategoriebegrenzungen	3'135

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
12. Deckungsgrad		(bei mehreren Vorsorgewerken DG für gesamte VE angeben z.B. Sammeleinrichtung)	
238	12.1 Deckungsgrad gemäss BVV2. Falls Sie das erste Mal an der Umfrage teilnehmen, tragen Sie bitte die Zahlen für 2014- 2017 ein.	<input type="text"/>	<i>per 31.12.2014, in %</i>
		<input type="text"/>	<i>per 31.12.2015, in %</i>
		<input type="text"/>	<i>per 31.12.2016, in %</i>
		<input type="text"/>	<i>per 31.12.2017, in %</i>
1'163	12.2 Zielgrösse Wertschwankungsreserven in % des Vorsorgekapitals (Vorsorgekapital Aktive/Rentner inkl. technische Rückstellungen)	<input type="text"/>	<i>per 31.12.2017, in %</i>
13. Technischer Zinssatz		(nicht BVG-Mindestzinssatz. Wenn unterschiedliche Tarifgenerationen gleichzeitig angewendet werden, bitte Zinssatz der neuesten Generation angeben)	
242	13.1 Leistungsprimat: technischer Zinssatz (für Altersleistungen)	<input type="text"/>	<i>per 31.12.2017, in %</i>
243	13.2 Beitragsprimat: technischer Zinssatz der Rentnerdeckungskapitalien	<input type="text"/>	<i>per 31.12.2017, in %</i>
1788	13.3 Vollversicherung nach Kollektivtarif	<input type="checkbox"/>	<i>per 31.12.2017</i>
14. Biometrische Grundlagen			
244	14.1 Biometrische Grundlagen	<input type="radio"/>	<i>VZ 2010</i>
		<input type="radio"/>	<i>VZ 2015</i>
		<input type="radio"/>	<i>BVG 2010</i>
		<input type="radio"/>	<i>BVG 2015</i>
		<input type="radio"/>	<i>GRM / GRF</i>
		<input type="radio"/>	<i>Andere</i>
1'183	14.2 Verwenden Sie Generationentafeln?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	<i>JA / NEIN</i>
1'986	14.3 Sind die verwendeten Grundlagen modifiziert worden?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	<i>JA / NEIN</i>

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
15. Vorsorgekapital, Wertschwankungsreserven, Freie Mittel		Frankenbeträge in der gesamten Umfrage gemäss dem folgenden Beispiel eingeben (Beispiel: CHF 1'256'380'435 Eingabe in der Umfrage: 1256380435)	
1'203	15.1 Bilanzsumme per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	1'461
249	15.2 Vorsorgekapital der aktiven Versicherten per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	370
250	15.21 davon Altersguthaben gemäss BVG	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	371
251	15.3 Vorsorgekapital der Rentenbezüger per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	372
252	15.4 Passiven aus Versicherungsverträgen per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	373
253	15.5 Technische Rückstellungen per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	374
1'223	15.6 Höhe aktuelle Wertschwankungsreserven per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	1'481
1'243	15.7 Höhe aktuelle freie Mittel per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	1'501
1'987	15.8 Versicherte Lohnsumme der aktiven Versicherten per Ende 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	3'190
* Falls Angaben nicht verfügbar, bitte "n.v." wählen			
C: Betriebsrechnung			
16. Verwaltungsaufwand		(gemäss Swiss GAAP FER 26/Art. 48a BVV 2)	
110	16.1 Kosten für die allgemeine Verwaltung (technische Verwaltung, Rechnungswesen)	<input type="text"/> CHF	387
261	16.2 Kosten für Marketing (Werbung, Akquisition) (Falls keine Kosten „0“ eingeben)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	391
1'726	16.3 Kosten für die Makler- und Brokertätigkeit (Falls keine Kosten „0“ eingeben)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	2'763
1'727	16.4 Kosten für die Revisionsstelle/Experten/Aufsicht	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	2'764
258	16.5 Kosten für Vermögensverwaltung	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	388
Nachfolgende Kennzahlen entnehmen Sie dem Anhang der Jahres			
1'790	16.51 Vermögensverwaltungskosten in Prozenten der kostentransparenten Vermögensanlagen	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. %	2'869
1'791	16.52 Kostentransparenzquote (wertmässiger Anteil der kostentransparenten Vermögensanlagen am Total der Vermögensanlagen)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. %	2'870

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
17. Performance auf dem Gesamtvermögen		(inkl. Immobilien und nach Abzug der Vermögensverwaltungskosten)	
389	17.1 Performance im Jahr 2017	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. Wert in %	615
282	17.2 Zielrendite (angestrebte langfristige Performance auf dem Gesamtvermögen)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. % p.a.	424
1'988	17.3 Erwartete Rendite (in der aktuell gültigen Fachrichtlinie 4 (FRP 4) die Rendite, die aufgrund der Anlagestrategie zu erwarten ist)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. %	3'191
390	17.4 Sollrendite (Rendite, welche im laufenden Rechnungsjahr notwendig ist, um den Deckungsgrad konstant zu halten.)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. %	616
D: Beiträge und Leistungen			
18. Pensionierung		(allenfalls Durchschnittswerte)	
18.1 Ordentliches Rücktrittsalter		(Alter für die Erreichung des Leistungszieles, Referenzalter)	
285	18.11 für Männer	<input type="text"/> Reglement 2018	617
286	18.12 für Frauen	<input type="text"/> Reglement 2018	618
18.2 Effektives Rücktrittsalter			
1'944	18.21 Welches ist das durchschnittliche effektive Rücktrittsalter der Neurentner im Jahr 2017? (Schätzungen erlaubt)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. in Jahren	3'122
1'946	18.22 Wie viele Pensionierungen erfolgten 2017 vor dem ordentlichen Rücktrittsalter, genau zum ordentlichen Rücktrittsalter oder nach dem ordentlichen Rücktrittsalter? (Eine Pensionierung 1 Monat vor dem ordentlichen Rücktrittsalter gilt als vorzeitig)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. vor dem ordentlichen Rücktrittsalter	3'123
		<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. im ordentlichen Rücktrittsalter	3'124
		<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. nach dem ordentlichen Rücktrittsalter	3'125
18.3 Vorzeitiger oder flexibler Rücktritt möglich ab Alter (Jahre)			
287	18.31 für Männer	<input type="text"/> Reglement 2018	784
288	18.32 für Frauen	<input type="text"/> Reglement 2018	785
1'283	18.4 Prozentsatz der Neurentner, die das gesamte Alterskapital oder einen Teil davon in Kapitalform beziehen? (Schätzungen erlaubt)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. %	1'581
1'729	18.41 Prozentsatz des Vorsorgekapitals, das im Durchschnitt als Alterskapital bezogen wird? (Schätzungen erlaubt)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> D.V. %	2'766

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
19. Leistungsziel			
1'906	19.1 Wie hoch ist die voraussichtliche Altersrente mit vollständiger Beitragsdauer und ohne Lohnerhöhung bei einem AHV-Endlohn von CHF 80 000 (goldene Regel, Summe Altersgutschriften x Umwandlungssatz)?	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	3'066
20. Koordinationsabzug			
298	20.1 Koordinationsabzug (bei mehreren Vorsorgeplänen, Plan mit grösstem Beitragsvolumen)	<input type="radio"/> Fixer Koordinationsabzug gemäss BVG	449
		<input type="radio"/> Fixer Koordinationsabzug, jedoch nicht gemäss BVG	450
		<input type="radio"/> Koordinationsabzug variabel (z.B. lohnabhängig)	451
		<input type="radio"/> Kein Koordinationsabzug	452
		<input type="radio"/> n.v.	619
1'907	20.2 Wird der Koordinationsabzug mit dem Beschäftigungsgrad gewichtet?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein <input type="checkbox"/> n.v. JA / NEIN	3'067
21. Verzinsung des Sparkapitals		(allenfalls Schätzungen oder Durchschnittswerte)	
21.1 Umhüllende Vorsorge			
299	21.11 Zins auf gesamtem Sparkapital	<input type="text"/> Wert in % für 2017	453
21.2 Gesplittete Vorsorge			
300	21.21 Zins auf BVG-Altersguthaben	<input type="text"/> Wert in % für 2017	455
301	21.22 Zins auf überobligatorischem Sparkapital	<input type="text"/> Wert in % für 2017	457
22. Umwandlungssatz			
22.1 Umhüllende Vorsorge			
303	22.11 Satz für Männer im Rücktrittsalter 65 (Beitragsprimatkasse)	<input type="text"/> Wert in % für 2018	462
304	22.12 Satz für Frauen im Rücktrittsalter 64 (Beitragsprimatkasse)	<input type="text"/> Wert in % für 2018	464
22.2 Gesplittete Vorsorge			
305	22.21 Satz für BVG-Altersguthaben Männer im Rücktrittsalter 65	<input type="text"/> Wert in % für 2018	466
306	22.22 Satz für BVG-Altersguthaben Frauen im Rücktrittsalter 64	<input type="text"/> Wert in % für 2018	468
307	22.23 Satz für überobligatorisches Sparkapital Männer im Rücktrittsalter 65	<input type="text"/> Wert in % für 2018	470
308	22.24 Satz für überobligatorisches Sparkapital Frauen im Rücktrittsalter 64	<input type="text"/> Wert in % für 2018	472
E: Aktuelle vorsorgepolitische Fragen			
23. Entwicklung der Leistungen		(Vorsorgeeinrichtungen mit Leistungsprimat für Altersleistungen direkt zu Frage 23.3.1)	

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
23.1 Altersleistungen			
1'989	23.1.1 Welche Kompensationsmassnahmen wurden beschlossen als Sie den Umwandlungssatz das letzte Mal gesenkt haben oder wenn Sie die bereits beschlossene zukünftige Senkung des Umwandlungssatzes umsetzen (mehrere Antworten möglich)?	<input type="checkbox"/>	<i>Keine Senkung des Umwandlungssatzes in den letzten Jahren -> weiter zu Frage 23.1.3</i> 3'192
		<input type="checkbox"/>	<i>Keine Kompensationsmassnahmen -> weiter zu Frage 23.1.3</i> 3'193
		<input type="checkbox"/>	<i>Sparbeiträge des Arbeitgebers erhöht</i> 3'194
		<input type="checkbox"/>	<i>Sparbeiträge der Arbeitnehmer erhöht</i> 3'195
		<input type="checkbox"/>	<i>Rücktrittsalter (Referenzalter) erhöht</i> 3'196
		<input type="checkbox"/>	<i>Sparkapital erhöht (Besitzstandseinlagen usw.)</i> 3'197
		<input type="checkbox"/>	<i>Senkung des Einstiegsalters für Sparbeiträge</i> 3'198
		<input type="checkbox"/>	<i>Senkung Umwandlungssatz über mehrere Jahre verteilt</i> 3'199
		<input type="checkbox"/>	<i>Andere Massnahmen</i> 3'200
1'806	23.1.2 Falls Sparkapital erhöht. Wer finanziert die Erhöhung des Sparkapitals?	<input type="radio"/>	<i>Arbeitgeber</i> 2'883
		<input type="radio"/>	<i>Vorsorgeeinrichtung</i> 2'884
		<input type="radio"/>	<i>Arbeitgeber und Vorsorgeeinrichtung gemeinsam</i> 2'885
1'992	23.1.3 Wie gross ist der prozentuale Anteil der Sparbeiträge des Arbeitgebers in Prozent der reglementarischen Sparbeiträge? (Zahlt der Arbeitgeber 55% aller Sparbeiträge, dann 55 eingeben. Bei mehreren Vorsorgeplänen, der mit den meisten Versicherten)	<input type="text"/>	<input type="checkbox"/> n.v. <i>% 2017</i> 3'201
		<input type="text"/>	<input type="checkbox"/> n.v. <i>% vor 10 Jahren</i> 3'202

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
23.2 Risikoleistungen			
1'993	23.2.1 Wie wird in Ihrer Vorsorgeeinrichtung die Leistung der Invalidenrente definiert? Kreuzen Sie sämtliche zur Anwendung kommenden Definitionen an. (Bei mehreren Vorsorgeplänen, die am häufigsten verwendete Definition)	<input type="checkbox"/> In % des versicherten Lohnes	3'203
		<input type="checkbox"/> In % des auf das Rücktrittsalter projizierten Altersguthabens -> weiter mit Frage 23.3, falls nur diese Antwort angekreuzt wurde	3'204
1'995	23.2.2 Wie hoch ist die Invalidenrente in Prozent des versicherten Lohnes im Jahr 2017 und vor 10 Jahren? (Falls im Verlauf des Jahres 2017 der Prozentsatz geändert wurde, geben Sie bitte den aktuellsten Wert Ihrer Vorsorgeeinrichtung an.)	<input type="text"/> % des versicherten Lohnes im Jahr 2017	3'205
		<input type="text"/> % des versicherten Lohnes vor 10 Jahren	3'206
289	23.3 Besteht eine AHV-Überbrückungsrente?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein JA / NEIN	437
1'263	23.3.1 Wenn ja, wer finanziert die AHV-Überbrückungsrente?	<input type="radio"/> Arbeitgeber	1'521
		<input type="radio"/> Arbeitnehmer	1'541
		<input type="radio"/> Vorsorgeeinrichtung	1'561
		<input type="radio"/> Gemischt	1'562
24. Negativzinsen			
1'913	24.1 Hat Ihre Vorsorgeeinrichtung 2017 Negativzinsen oder "Guthabengebühren" bezahlt?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein JA / Nein -> weiter mit Frage 24.2	3'090
1'963	24.1.1 Falls ja, wie hoch waren die 2017 bezahlten Negativzinsen/„Guthabengebühren“? Falls Angabe nicht verfügbar, bitte n.v. ankreuzen.	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. CHF	3'160
1'964	24.2 Hat Ihre Vorsorgeeinrichtung indirekt Negativzinsen über die Kollektivanlagen/Strukturierte Produkte, in welche sie investiert sind, bezahlt?	<input type="radio"/> JA	3'161
		<input type="radio"/> NEIN	3'162
		<input type="radio"/> Weiss nicht	3'163
25. Immobilien Schweiz			
1'996	25.1 Nutzt ihre Vorsorgeeinrichtung ausschliesslich direkt oder indirekt gehaltene Immobilien in der Schweiz oder beide Anlageformen?	<input type="radio"/> Direkt gehaltene Schweizer Immobilien -> weiter mit Frage 25.4	3'207
		<input type="radio"/> Indirekt gehaltene Schweizer Immobilien	3'208
		<input type="radio"/> Direkt und indirekt gehaltene Schweizer Immobilien	3'209

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
25.2 Verteilung indirekt gehaltener Immobilien Schweiz auf Anlagegruppen			
		Wie verteilen sich die indirekt gehaltenen Schweizer Immobilien auf die entsprechenden Anlagegruppen? (Bitte 0 eingeben, falls eine Anlagegruppe nicht genutzt wird. Das Total soll 100% ergeben)	
1'998	Fund-of-Fund Strukturen (Dachfonds)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. Wert in %	3'211
1'999	Börsenkotierte Immobilien AG's	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. Wert in %	3'212
2'000	Börsenkotierte Immobilienfonds	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. Wert in %	3'213
2'001	NAV-Basierte Anlagen (Anlagestiftungen, nicht kotierte Fonds)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. Wert in %	3'214
2'002	Private Equity Anlagen (nicht kotierte Immobilien AG's, Beteiligungen, etc.)	<input type="text"/> <input type="checkbox"/> n.v. Wert in %	3'215
Beweggründe für indirekt gehaltene Immobilienanlagen			
2'004	25.3 Mit dem Einsatz von indirekten Immobilienanlagen wird die Verantwortung für Performance und Anlageentscheide einem externen Management übergeben. Was sind die fünf wichtigsten Beweggründe der Übertragung dieser Verantwortung an einen Intermediär?	<input type="checkbox"/> <i>Liquidität der Produkte</i>	3'216
		<input type="checkbox"/> <i>Diversifikationsmöglichkeiten</i>	3'217
		<input type="checkbox"/> <i>Bessere Performance</i>	3'218
		<input type="checkbox"/> <i>Marktkennntnisse des Managements</i>	3'219
		<input type="checkbox"/> <i>Spezialisierung des Managements</i>	3'220
		<input type="checkbox"/> <i>Akquisitionsmöglichkeiten von Objekten durch das externe Management</i>	3'221
		<input type="checkbox"/> <i>Kostenreduktion im Overhead der eigenen Organisation</i>	3'222
		<input type="checkbox"/> <i>Optimierung der Prozesse</i>	3'223
		<input type="checkbox"/> <i>Mieterbetreuung</i>	3'224
		<input type="checkbox"/> <i>Leerstandsreduktion</i>	3'225
		<input type="checkbox"/> <i>Kostenreduktion auf der Liegenschaft durch Benchmarking, Skaleneffekte, Rahmenverträge etc.</i>	3'226
		<input type="checkbox"/> <i>Reportingqualität</i>	3'227
Management und Betreuung direkt gehaltener Immobilien Schweiz			
2'005	25.4 Wie werden ihre direkt gehaltenen Schweizer Immobilienbestände betreut und gemanagt?	<input type="checkbox"/> <i>Intern (Portfoliomanagement, Assetmanagement, Akquisitionen, Baumanagement etc. werden innerhalb der eigenen Organisation umgesetzt)</i>	3'228
		<input type="checkbox"/> <i>Extern (bis auf die strategische Ausrichtung sind externe Partner mit dem Management und der Steuerung des Portfolios verantwortlich)</i>	3'229
		<input type="checkbox"/> <i>Mischform</i>	3'230
		<input type="checkbox"/> <i>Andere</i>	3'231
2'006	Falls „Andere“ angekreuzt wurde, kurz beschreiben:	<input type="text"/>	3'233

QID	Question-Text	Answer (predefined or empty)	AID
Beweggründe eines internen Portfolio- und Assetmanagements			
2'008	25.5 Wo sehen Sie die fünf grössten Beweggründe für ein internes Portfolio- und Assetmanagement für die direkt gehaltenen Immobilien in der Schweiz? (5 Nennungen)	<input type="checkbox"/>	Bessere Marktkenntnisse des internen Managements 3'234
		<input type="checkbox"/>	Optimierung der internen Prozesse 3'235
		<input type="checkbox"/>	Einflussnahme auf den Anlageentscheid 3'236
		<input type="checkbox"/>	Einflussnahme auf die Liegenschaftsstrategien 3'237
		<input type="checkbox"/>	Bessere Reaktion auf schwankende oder sich verändernde Marktbedingungen 3'238
		<input type="checkbox"/>	Bessere Rendite 3'239
		<input type="checkbox"/>	Tiefere Kosten für das Immobilienmanagement der Immobilien 3'240
		<input type="checkbox"/>	Mieterbetreuung 3'241
		<input type="checkbox"/>	Ertragsoptimierung auf der Liegenschaft durch interne Kostenkontrolle 3'242
		<input type="checkbox"/>	Leerstandsreduktion 3'243
		<input type="checkbox"/>	Reportingqualität 3'244
		<input type="checkbox"/>	Andere 3'245
2'009	Falls „Andere“ angekreuzt wurde, welche:	<input type="text"/>	3'246
F: Fragebogen			
26. Fragen zur Benutzerzufriedenheit			
385	27.1 Kommentar	<input type="text"/>	609
27. Abschluss des Fragebogens			
386	27.1 Haben Sie den Fragebogen fertig ausgefüllt, so bestätigen Sie dies bitte mit Ja. Drücken Sie danach die Schaltfläche "Eingaben übernehmen weiter", dann erhält die Kontaktperson eine E-Mail, dass wir Ihre Daten erhalten haben.	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	JA / NEIN 610
365	27.2 Sind Sie einverstanden, dass Ihre Angaben anonym dem ASIP zu Analyse Zwecken weitergegeben werden?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	JA / NEIN 570
1'303	27.3 Sind Sie einverstanden, dass der Name Ihrer Vorsorgeeinrichtung ohne Angabe von Vorsorgevermögen und Anzahl Versicherte in der Teilnehmerliste der schriftlichen Studie aufgeführt wird?	<input type="radio"/> Ja <input type="radio"/> Nein	JA / NEIN 2'601
Wir bedanken uns herzlich für Ihre Teilnahme		Freundliche Grüsse Swisscanto Vorsorge AG	

Anhang 2: Interviewleitfaden qualitative Befragungen

Immobilien-Kapitalanlagestrategien von PKs

Interviewfragen

Einordnung des Unternehmens

1. Struktur und Renditen

Ziel und Sollrendite

- Zielrendite über das gesamte Anlagevermögen
- Sollrendite um den Deckungsgrad konstant zu halten

Aktueller Deckungsgrad

Verhältnis zwischen Rentner und Aktiven

2. Kapitalanlagen und Entwicklung

Wert der Kapitalanlagen Ende des Jahres 2017 (Marktwert), in Mio.

- 2010 (ca.)
- 2017
- Wachstum: Ist ein Wachstum des Anlagevolumens absehbar?

Wert der Immobilienanlagen

Absolut

- 2010 (ca.)
- 2017

Relativ: Anteil an den gesamten Kapitalanlagen

- Soll
- Ist

Immobilienkapitalanlagestrategie

3. Anforderungen an die Immobilienanlagen im gesamten

- Erzielte Rendite 2017
- Erwartete Rendite (Sollrendite)
 - Wie wird diese hergeleitet?
- Gibt es eine Immobilienstrategie über die gesamte Asset Class Immobilien?

4. Ausgestaltung der Immobilienanlagen

Aufteilung zwischen Indirekten Anlagen und direkten Anlagen

- Anteil direkt
- Anteil indirekt

Art und Weise des Managements der direkten Anlagen

5. Indirekte Anlagen

Beweggründe für die indirekten Anlagen

- Liquidität der Produkte
- Diversifikationsmöglichkeiten
- Bessere Performance
- Marktkenntnisse des Managements
- Spezialisierung des Managements
- Keine Wachstumsmöglichkeiten im direkten Bereich: Akquisitionsmöglichkeiten von Objekten
- Kostenreduktion im Overhead
- Optimierung der Prozesse
- Mieterbetreuung
- Reportingsqualität

Art und Weise von indirekten Investment

- Börsenkotierte Immobilien AGs
- Börsenkotierte Immobilienfonds
- Fund-of-Fund-Strukturen
- NAV-basierte Anlagen
- Private Equity Anlagen (nicht kotiert)

Wie schätzen Sie das Risiko von indirekten Investments in Immobilien ein?

Wo sehen Sie das Risiko?

6. Direkte Anlagen

Beweggründe für die direkten Anlagen

- Einflussnahme auf den Anlageentscheid
- Einflussnahme auf die Liegenschaftsstrategie
- Günstiger als eine indirekte Anlage
- Besseres Risiko-Rendite Profil
- Höhere Rendite
- Diversifikationseffekte
- Weiterführung bestehender Strukturen (kein Handlungszwang)

Wie schätzen Sie das Risiko von direkten Investments in Immobilien ein?

Wo sehen Sie das Risiko?

Welche Anforderungen stellen Sie an das Management der direkten Immobilienanlagen?

Bei direkten Anlagen: Umgang mit sinkenden Anfangsrenditen?

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema «Immobilien-Kapitalanlagestrategien von Schweizer Pensionskassen: Eine theoretische und empirische Untersuchung» selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

Alle Stellen die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, habe ich in jedem einzelnen Falle durch Angabe der Quelle (auch der verwendeten Sekundärliteratur) als Entlehnung kenntlich gemacht.

Die Arbeit hat in gleicher oder ähnlicher Form noch keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegen und wurde auch noch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 03.09.2018

Marcel Konrad