



**Universität
Zürich^{UZH}**

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Motivation und Restriktion Schweizer Immobilienanleger im Ausland

Verfasserin: Claudia Hoffmann
Binzallee 12
8055 Zürich
claudia_hoffmann@gmx.com
Telefon +41 78 647 69 39

Eingereicht bei: Prof. Dr. Pascal Gantenbein

Abgabedatum: 10. August 2012

INHALTSVERZEICHNIS

Abkürzungsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis

Tabellenverzeichnis

Executive Summary

1.	Einleitung	1
1.1.	Problemstellung.....	1
1.2.	Zielsetzung	2
1.3.	Vorgehen und Aufbau der Arbeit.....	3
1.4.	Methodik und Literaturüberblick	4
2.	Institutionelle Anleger und ihr Immobilienuniversum	6
2.1.	Akteure	6
2.1.1.	Pensionskassen	6
2.1.2.	Lebens-, Sach- und Rückversicherungen.....	9
2.1.3.	Weitere Beteiligte	11
2.2.	Anlagegefässe als Rechtsform für Immobilienanlagen	11
2.2.1.	Relevante Anlageformen in der Schweiz.....	11
2.2.2.	Relevante Anlagegefässe im Ausland.....	13
2.3.	Rahmenbedingungen für Investitionsentscheide.....	14
2.3.1.	Bedeutung internationaler Immobilienmärkte	14
2.3.2.	Relevante Gesetze und Anlagevorschriften für Immobilien	15
2.3.3.	Regularien für Immobilienanlagen im Ausland.....	16
3.	Anlagemärkte für Immobilien und Portfoliogestaltung	18
3.1.	Internationale Immobilienmärkte aus Schweizer Sicht.....	18
3.1.1.	Internationalisierung der Immobilienmärkte	18
3.1.2.	Internationaler Direktmarkt für Investoren	19
3.1.3.	Indirekte internationale Investitionsmöglichkeiten.....	22
3.1.4.	Bewegungen auf internationalen Renditeimmobilien-Märkten und Ausblick	24
3.1.5.	Chancen und Risiken internationaler Immobilieninvestments	24
3.2.	Asset Allocation in gemischten Portfolios gemäss Portfoliotheorie	25
3.2.1.	Prinzip der Risiko-Diversifikation.....	25
3.2.2.	Diversifikationseffekte mit Immobilien.....	26
3.2.3.	Immobilien Asset Allokation.....	29
3.2.4.	Aktives versus passives Portfoliomanagement	30
3.3.	Beobachtbares Investitionsverhalten Schweizer Anleger	31
3.3.1.	Bedeutung der Assetklasse Immobilien für institutionelle Schweizer Anleger	32
3.3.2.	Direkte versus indirekte Anlageformen für Immobilienanlagen im Ausland	33
3.3.3.	Gegenwärtige Motivation und Hemmnisse	35

4.	Konzepte zum Entscheidungsverhalten und ihre Grundaussagen.....	38
4.1.	Arten von Entscheidungsverhalten	38
4.1.1.	Organisatorischer Rahmen.....	38
4.1.2.	Existenz von „irrationalen“ Entscheidungsverhalten.....	39
4.1.3.	Die Prospect Theory	40
4.2.	Entscheidungstheorie im Portfoliomanagement.....	41
4.2.1.	Home Bias und ein optimales Portfolio	42
4.2.2.	Verhaltensbeeinflussende Faktoren zusammengefasst	45
5.	Empirische Untersuchung zum Entscheidungsverhalten.....	46
5.1.	Untersuchungsgegenstand.....	46
5.2.	Hypothesen und Befragungssetup	47
5.3.	Deskriptive Auswertung der Interviews	48
5.3.1.	Übereinstimmende Einschätzungen.....	48
5.3.2.	Divergierende Einschätzungen	51
5.4.	Einordnung von Anlegerverhalten	51
5.4.1.	Interpretation	51
5.4.2.	Diskussion der Hypothesen	53
5.5.	Ergebnis der empirischen Untersuchung.....	56
6.	Zusammenfassung.....	58
6.1.	Hemmnisse für Auslandsinvestments.....	58
6.2.	Fazit.....	59
6.3.	Ausblick	60

Anhang

Literaturverzeichnis

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

A/ P	Region Asien/ Pazifik
AFIAA	Anlagestiftung für Immobilienanlagen im Ausland
ALM	Asset Liability Management
AST	Anlagestiftung
AuM	Assets under Management
AV	Anlagevermögen
BaFIN	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Deutschland)
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BSV	Eidgenössisches Bundesamt für Sozialversicherungen
BVG	Bundesgesetz über die Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CEE	Zentral- und Ost-Europa
CHF	Schweizer Franken
CUREM	Center for Urban and Real Estate Management
EK	Eigenkapital
ETF	Exchange Traded Funds
EU	Europäische Union
EUR	Euro
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK	Fremdkapital
IFRS	International Financial Reporting Standards
KAG	Kollektivanlagengesetz
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
KGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
NA	Region Nordamerikanische Staaten
NAV	Net Asset Value
OR	Schweizerisches Obligationenrecht
OTC	Over the Counter Contracts
PK	Pensionskasse
RE	Real Estate
REIT	Real Estate Investment Trust
Rz	Randzahl
SFA	Swiss Funds Association
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SPV	Special Purpose Vehicle
SST	Swiss Solvency Test
SWAP	Tauschgeschäft zwischen Partnern mit gegenläufigen Interessen
Swiss GAAP FER 26	Ein Schweizerischer Rechnungslegungsstandard
USD	US Dollar
VAG	Deutsches Versicherungsaufsichtsgesetz
VE	Vorsorgeeinrichtung
VVG	Bestimmungen des Deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz
ZGB	Schweizerisches Zivilgesetzbuch

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Immobilienanlagen bei Schweizer Pensionskassen	8
Abbildung 2: Asset Allokation bei PKs nach Ländern	14
Abbildung 3: Geschätzter globaler Gesamtbestand CRE	20
Abbildung 4: Liquiditätsrate auf Europäischen Märkten 2011	21
Abbildung 5: Grösse des CRE Anlagebestandes nach Ländern	22
Abbildung 6: Marktkapitalisierung kotierter Immobilienanlagen im Europäischen EPRA/ NAREIT Index 2009	23
Abbildung 7: Anlagevermögen der Pensionskassen	33
Abbildung 8: Auswirkung von Verhaltensweisen auf die Portfolio-Qualität	57
Abbildung 9: Zusammenhang zwischen Auslandsinvestments und wahrgenommener Unsicherheit im Schweizer Immobilienmarkt	60

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1:	Pensionskassenvermögen 2009 in Europäischen Ländern	6
Tabelle 2:	Auszug Global Transparency Index JLL 2010	19
Tabelle 3:	Quadranten-Modell zu Formen von Immobilienanlagen.....	28
Tabelle 4:	Portfoliogrösse und Immobilien-Quoten Ausland der grössten Schweizer Pensionskassen gemäss den Geschäftsberichten 2011	34
Tabelle 5:	Übersicht zu Motiven und Hemmnissen bei Auslands-Investitionen.....	35
Tabelle 6:	Hemmnisse bei Auslandsinvestments nach Einflussbereichen.....	50
Tabelle 7:	Hemmnisse bei Auslandsinvestments mit objektiver Erklärung	52
Tabelle 8:	Motivationale Hemmnisse, zugeordnete Verhaltensweisen und Biases.	53

EXECUTIVE SUMMARY

Schweizer institutionelle Anleger sind heute kaum im Ausland in Immobilien investiert. Obwohl Renditeimmobilien im Heimatmarkt eine grosse Bedeutung für stabile Erträge und Wertzuwächse in gemischten Portfolios zukommt, tragen Auslandsanlagen nur in geringem Umfang zur Diversifikation und Ertragssicherung in den Immobilienportfolios bei. Die Schweizer Anleger sind derzeit mit rückläufigen Anfangsrenditen und historisch tiefem Zinsumfeld konfrontiert. Dennoch ist ihr Interesse an ausländischen Märkten seit Jahren kaum gestiegen. Trotz Anlagedrucks werden Handlungsspielräume im internationalen Umfeld von solchen Anlegern wenig genutzt, die den Schweizer Immobilienmarkt hinsichtlich seiner Risiken und Renditen überlegen wahrnehmen.

In einer qualitativen Befragung bestätigte sich, dass Anleger in der Schweiz spezifische Hindernisse überwinden müssen, um erfolgreich Immobilieninvestments im Ausland tätigen zu können. Wesentliche Restriktionen sind in zu kleinen Portfolios, der Anlage- und Managementstruktur von Vorsorgeeinrichtungen und dem zu geringen, passenden Produktangebot zu sehen. Gleichwohl unterliegen die Anleger vielfach weiteren Restriktionen aus motivationalen Einflüssen auf Entscheidungsträgern, die sich hemmend auf deren Bereitschaft zu Auslandsinvestments auswirken. Obwohl die Anlageprozesse vielfach professionalisiert sind, gibt es Verhaltensweisen einzelner Entscheidungsträger, die qualitätvolle Anlageentscheide beeinträchtigen können. Dies wird anhand von Hypothesen und mittels eines Vergleichs von entscheidungstheoretischen Konzepten und den beobachtbaren Verhaltensweisen gezeigt.

In wieweit diese Einflüsse ein optimiertes Immobilienportfolio verhindern können, steht im Zusammenhang mit professionellem Investmentmanagement und der Fähigkeit, Risiken innerhalb des gesamten Immobilienportfolios zu erkennen und zu minimieren. An der Ausprägung der Diversifikation mit Immobilien im Ausland lässt sich die Wahrnehmung der relativen Sicherheit Schweizer Immobilienanlagen auf Seiten der Anleger ablesen.

1. Einleitung

1.1. Problemstellung

In Zeiten, in denen Bestandsimmobilien mit guter Performance immer schwerer zu akquirieren sind und sich der Fokus von grossen Anlegern vom Erwerb auf den Bau und die Entwicklung von Immobilien verlagert, müsste das Interesse an alternativen Anlageformen und -orten wachsen. Wenn im Schweizer Markt das Interesse an guten Anlage-Immobilien nicht ausreichend bedient werden kann, könnte man annehmen, dass zunehmend Kaufgelegenheiten im Ausland gesucht werden, nicht zuletzt um damit ein Klumpenrisiko mit heimischen Anlagen zu vermeiden.

Diese Arbeit untersucht, ob eine solche Entwicklung festzustellen ist. Dabei werden einerseits die Interessen und Motive der institutionellen Immobilieninvestoren der Schweiz ergründet und andererseits die Bedeutung von internationalen Immobilienmärkten für Schweizer Anleger beleuchtet.

Warum es in der Schweiz zu einer vergleichsweise zögerlichen Annäherung an die internationalen Immobilienmärkte kommt, wird mithilfe der Betrachtung von Anlegerverhalten analysiert werden. Die Immobilien-Märkte in Nord- und Westeuropa sind grossenteils transparenter als in der Schweiz. Die Immobilien-Märkte einiger Nachbarländer sind grösser und nicht weniger funktionsfähig und erfolgreich. Dort werden Rendite-Objekte mit guter Performance von Anlegern gefunden. Die wichtigste zu beantwortende Fragestellung ist daher, was institutionelle Schweizer Anleger hindert oder befähigt, in Immobilien oder Immobilienprodukte im Ausland zu investieren.

Immobilienanlagen stehen besonders im Blickwinkel der Anleger in Phasen der Rückbesinnung auf Realwerte, der Unsicherheit und zunehmenden Regulierung auf den Finanzmärkten sowie historisch tiefer Zinsen. Die Verknappung des Immobilien-Angebots bei steigenden Preisen macht jedoch die Akquisition im heimischen Markt immer schwerer. Gleichzeitig besteht zunehmend der Wunsch, wirtschaftliche Risiken auch bei Immobilieninvestitionen besser abzusichern. Welche Defizite die Schweizer Anleger wahrnehmen und welche Erwartungen sie an Auslandsanlagen knüpfen soll deshalb erhoben werden.

Für Menschen aus der Immobilienwirtschaft möchte diese Arbeit stärker eine Betrachtung der Immobilien als eine unter mehreren Assetklassen anregen, um Chancen und Risiken von Auslandsanlagen besser bewerten zu können. Für diejenigen ohne Immobi-

lienbrille – Investment-Manager, Mitglieder von Gremien, Non-Professionals - sollen die Besonderheiten der Immobilie als Auslandsanlage herausgearbeitet und verständlich gemacht werden. Ein verbessertes Verständnis davon kann mithelfen, Fallstricke zu vermeiden und Unsicherheiten im Zusammenhang mit Auslandsanlagen abzubauen.

1.2. Zielsetzung

In vielen anderen westlichen Ländern sind die Bereitschaft und der Wille, jenseits der nationalen Grenzen in Immobilien zu investieren, bedeutend grösser als in der Schweiz. Auch die Rolle der Immobilien innerhalb der Asset Allokation unterscheidet sich. Dies wirft die nachfolgenden Fragen auf, die in dieser Masterthesis ergründet werden:

- (1) Stellen sich Schweizer institutionelle Immobilien-Investoren die Frage nach dem Gang ins Ausland und mit welchen Chancen und Risiken rechnen sie dabei?
- (2) Welche Faktoren hindern oder befähigen institutionelle Anleger in der Schweiz in Immobilien oder Immobilienprodukte im Ausland zu investieren?
- (3) Wie wirken diese Faktoren bei unterschiedlichen Anlegern zusammen, um ein bestimmtes, unterscheidbares Investitionsverhalten zu bewirken?
- (4) Inwiefern existieren auf internationalen Immobilienmärkten Handlungsalternativen zu Direktanlagen innerhalb der Schweiz?

Die vorliegende Untersuchung hat zum Ziel, den heutigen Stand von Immobilienanlagen Schweizer Anleger im Ausland festzustellen. Dabei sollen die Beurteilungskriterien, die Investoren bei solchen Anlageentscheidungen heute leiten, aufgedeckt und die Chancen und Risiken solcher Investments herausgearbeitet werden. Auf welche Weise die Anleger ihre Entscheidung für oder gegen Auslandsinvestments treffen könnten, wird zunächst anhand von theoretischen Entscheidungsmodellen bei sogenanntem rationalem Verhalten erläutert. Restriktionen bei Auslandsanlagen und vorgefundene Defizite werden dargestellt. Anschliessend wird im empirischen Teil tatsächliches Verhalten und die Motivation der Investoren erhoben und auf Basis der vorgenannten Kriterien analysiert.

Insbesondere soll mit dieser Untersuchung Aufschluss über die vorherrschenden Gründe für die starke Gewichtung des Heimatmarktes bei Immobilienanlagen gefunden werden. Dies soll letztlich zur Reflexion und Einordnung von Entscheidungsverhalten beitragen, um die Zusammensetzung von Immobilienportfolios optimieren zu können.

1.3. Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Nach einem Überblick über relevante Literaturbereiche werden die institutionellen Akteure auf dem Immobilienmarkt und relevante Anlageformen vorgestellt. Welche Rahmenbedingungen Anleger in der Schweiz für Immobilienanlagen im Ausland zu beachten haben, fasst Kapitel 2 zusammen. Kapitel 3 beginnt mit dem Status quo der Immobilienanlagemärkte für Schweizer Investoren. Die Rolle von Immobilien bei Auslandsinvestments ist in der Asset Allokation in gemischten Portfolios für direkte und indirekte Anlagen sehr unterschiedlich. Daher werden neben den Anlageformen für Auslandsimmobilien die theoretischen Grundlagen für ein gutes Portfolio beleuchtet. Mit Auslandsanlagen ergeben sich bestimmte Chancen und Risiken, die von Anlegern ganz unterschiedlich interpretiert werden. Daher wird aufgezeigt, was zur Abweichung von einem theoretisch optimalen Portfolio führt und welche Verhaltensweisen der Investoren dabei angetroffen werden.

In Kapitel 4 werden verschiedene wissenschaftliche Konzepte zu Entscheidungsverhalten zum Verständnis des Entscheidungsprozesses bei Auslandsanlagen erläutert. Dies soll helfen, sachliche Kriterien von sogenannten irrationalen Kriterien, die Auslandsinvestitionen lenken, unterscheiden zu können. Der empirische Teil in Kapitel 5 überprüft, inwieweit die zuvor gefundenen Faktoren eine mögliche Immobilienallokation im Ausland beeinflussen. Neben den in Absatz 1.1 formulierten Fragen sind dabei auch Hypothesen zu prüfen, die im Lauf der Arbeit entwickelt werden.¹

Die grenzüberschreitenden Investitionen waren für kotierte Anlagen wie Aktien, aber auch Fonds bereits Gegenstand zahlreicher Untersuchungen. Für die Immobilienanlagen reduziert sich das Spektrum der Studien weitestgehend auf die Betrachtung von kotierten Produkten und Fonds. Verhaltensbasierte Ansätze zur Erklärung von Immobilieninvestments fanden sich für grenzüberschreitende Anlagen nicht. Weil sich eine Vielzahl existierender quantitativer Untersuchungen bereits mit der Performance von Anlageprodukten auseinandersetzt, hier aber die Motivation der Anleger im Vordergrund steht, wird auf das Ertragspotential von Auslandsanlagen nicht näher eingegangen. Dies gilt auch für die damit zusammenhängenden Managementaspekte.

¹ Eine Schwierigkeit dabei ist, dass Investoren, die nach eigenen Angaben gar nicht mit der Anlageklasse Immobilien im Ausland vertreten sind, dies über Aktien von Immobiliengesellschaften sehr wohl sein können. Solche und viel kleine Vorsorgeeinrichtungen scheiden als Informationsquelle allerdings aus, da zu wenig Erfahrung mit der unmittelbaren Immobilien-Anlage im Ausland vorliegt. Auch übersteigt eine breite oder quantitative Aufarbeitung den Umfang der Arbeit.

1.4. Methodik und Literaturüberblick

Die Methode, wie sich diesem Thema genähert wird, basiert auf Grundlagen der Portfoliotheorie und der Behavioural Finance, die das Anlegerverhalten und seine Irrwege untersucht. Anhand theoretischer Modelle werden Grundlagen für ideale Immobilienportfolios aufgezeigt. Dem werden typische Verhaltensweisen von Anlegern bei Portfolio-Entscheidungen gegenübergestellt. Im Vergleich lassen sich Thesen aufstellen, inwiefern und warum institutionelle Anleger in der Schweiz von einem für sie theoretisch optimalen Immobilienportfolio abweichen. Dabei soll hier vor allem ein Überblick über die Fragestellung und mögliche Erklärungsansätze gegeben werden. Dies wird auch Bedarf für weitergehende Untersuchungen aufzeigen. Mittels einer qualitativen Befragung wird versucht herauszuarbeiten, welche Motive der Investoren beim Thema Auslandsanlagen vorherrschen und von welchen Einflüssen jene bei ihren Entscheidungen geleitet werden.

In der Literatur zu Immobilienanlagen finden sich nur bestimmte Aspekte gut dokumentiert:

- Diversifikation mit direkten oder indirekten Anlagen in Immobilien in gemischten Portfolios z. B. bei Hoesli, Lekander & Witkiewicz (2004)², De Wit (2010)³ und Stevenson (2004)⁴ oder auch geografisch innerhalb der Immobilienklasse bei Lieser & Groh (2011)⁵
- Internationale Diversifikation bei anderen Anlageklassen, z. B. French & Poterba (1991)⁶ oder Coeurdacier & Guibaud (2011)⁷
- fehlende Auslandsanlagen (allgemein als Home Bias bezeichnet), werden bei Chan, Covrig & Ng (2005)⁸ sowie Imazeki & Gallimore (2009)⁹ thematisiert, wobei dieses Phänomen in der Literatur ohne weitere Differenzierung eher negativ bewertet wird
- Sachliche Gründe, die gegen Auslandsanlagen sprechen, sind eher unter Transaktionskostenbetrachtungen untersucht, könnten aber durchaus auch im grösseren Kontext der Asset Allokation dokumentiert sein.

² Hoesli, Lekander & Witkiewicz (2004)

³ De Wit (2010)

⁴ Stevenson (2004)

⁵ Lieser & Groh (2011)

⁶ French & Poterba (1991)

⁷ Coeurdacier & Guibaud (2011)

⁸ Chan, Covrig & Ng (2005)

⁹ Imazeki & Gallimore (2009)

- die Rolle des Portfoliomanagements für Immobilien-Anlagen, z. B. Andonov, Eichholtz & Kok (2012)¹⁰ und der Einfluss von Informationsasymmetrien
- Principal-Agent-Theory zum Interessenkonflikt mit dem Auftraggeber und der Beeinflussung des Beraters bzw. Vermittlers durch Eigeninteressen

Einige wenige Studien befassen sich mit:

- dem Einfluss des Anlegerverhaltens bei Immobilienanlagen, z. B. Menkhoff & Nikiforow (2011)¹¹ oder Armonat & Pfnuer (2004)¹²
- der Diversifikation innerhalb der Immobilienklasse mit In- und Ausländischen Anlagen, z. B. Wilson & Zurbruegg (2003)¹³ oder
- der geographischen Diversifikation in der Schweiz

Zu folgenden Themenkomplexen fand sich keine Untersuchung:

- Diversifikationseffekte im Immobilien-Portfolio mit nicht kotierten indirekten Auslandsanlagen gegenüber direkt gehaltenen
- Home Bias bei Immobilien-Anlegern mit starker Verpflichtungsseite im Heimatland

Im weiteren Kontext besteht noch Untersuchungsbedarf für Investitionsverhalten bei Immobilienanlegern allgemein, da sich Studien in der Regel auf das Verhalten bei direkten *oder* indirekten Immobilienanlagen, also einer Produktkategorie, beschränken. Sie stellen die Anlageform in den Vordergrund. Eine Präferenz von Segmenten oder Regionen wird nicht losgelöst von der direkten oder indirekten Anlageform betrachtet. Welche Rolle die Verfügbarkeit von passenden Investmentformen spielt, wird anscheinend nicht in die Analysen einbezogen. Die Überlegungen und quantitativen Auswertungen werden oft von der Denkweise des *Anbieters* geprägt und nicht von der des *Nachfragers* beziehungsweise seiner Interessenlage. Weil sich die vorliegende Arbeit aber besonders mit den Intentionen der Nachfrager und Abnehmer beschäftigt, werden die Anleger im Folgenden als erstes vorgestellt.

¹⁰ Andonov, Eichholtz & Kok (2012)

¹¹ Menkhoff & Nikiforow (2011)

¹² Armonat & Pfnuer (2004)

¹³ Wilson & Zurbruegg (2003)

2. Institutionelle Anleger und ihr Immobilienuniversum

2.1. Akteure

Für diese Arbeit werden nur die institutionellen Anleger aus der Schweiz betrachtet, die ihre immobilienbezogenen Anlagen als Teil einer Gesamtanlage nach Gesichtspunkten des Portfoliomanagements bewirtschaften. Im Fall der Vorsorgeeinrichtungen legen diese darüber auch öffentlich Rechenschaft in Form ihrer Geschäftsberichte ab. Versicherungen wie auch Pensionskassen eint, dass ihre Anlagepolitik langfristig werterhaltend ausgerichtet ist (bei Pensionskassen mit gesetzlicher Mindestverzinsung in Höhe von 1.5% seit 01.01.2012 gemäss Bundesvorsorgegesetz BVG). Das schliesst auch eine niedrige Risikofähigkeit wegen der langfristigen Leistungszusicherung ein. Die Immobilienquote solcher institutioneller Investoren liegt gemäss einer Studie von Jones Lang LaSalle¹⁴ zwischen 13% und 19% mit leicht zunehmender Tendenz, besonders bei Pensionskassen. Gleichzeitig lassen sich bei Vorsorgeeinrichtungen alle Formen von Immobilienanlagen im In- und Ausland beobachten, was sie für eine nähere Untersuchung von Anlegerverhalten im Zusammenhang mit Auslandsanlagen prädestiniert.

2.1.1. Pensionskassen

Pensionskassen sind in der Schweiz ein wesentlicher Bestandteil des Systems der beruflichen Vorsorge und verwalten im Vergleich mit den nichtstaatlichen Vorsorgesystemen anderer Europäischer Länder einen hohen Anteil des gesamten Anlagevermögens. Nur in den Niederlanden ist aufgrund der dortigen Vorsorgestruktur ein vergleichbar hohes Pensionsvermögen pro Kopf zu verwalten. Zum Vergleich sind in Tabelle 1 Pensionsvermögen in verschiedenen Ländern dargestellt.

Pensionsvermögen im Ländervergleich			
Land	in Mrd. €	in % des BSP	€ pro Kopf
Frankreich	15.7	0.8	249
Deutschland	124.8	5.2	1524
Niederlande	738.3	129.8	45018
Schweiz	356.9	101.2	44062
UK	1141.4	73	17751

Tabelle 1: Pensionskassenvermögen 2009 in Europäischen Ländern, vgl. OECD (Hrsg.) (2011)

Dieses Vermögen wird in der Schweiz teils von den Pensionskassen selbst, teils von beauftragten Anlage-, Gemeinschafts- (geschlossene/ offene) oder Sammelstiftungen

¹⁴ Vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011)

verwaltet. Die Anlagestiftungen sind im Eigentum einzelner oder zu diesem Zweck verbundener Pensionskassen. Sie führen das Vermögen oft mithilfe eigener Management- und Tochtergesellschaften als Dienstleistung für die angeschlossenen Leistungsträger. Seit kurzem sind hierfür strengere Auflagen an die Unabhängigkeit des Portfoliomanagements und der Geschäftsführung in Kraft. Dies soll der Transparenz und Professionalisierung des Managements dienen.

Für die mittleren und kleineren Kassen stellen diese kollektiven Anlagegefässe eine interessante Möglichkeit dar, mit der Einbringung ihrer Immobilien in eine Stiftung, Expertise von ausserhalb einzukaufen. Sie behalten damit Verantwortung und Einflussmöglichkeit wie bei Direktanlagen.

Für grosse Pensionskassen war die Gründung einer eigenen Vermögensverwaltungsgesellschaft schon immer eine Option. Die 80 grössten Pensionskassen verwalten jeweils Vermögen über CHF 1'000 Mio. gemäss einer Swisscanto-Studie. Deren Vermögensanteil liegt bei 85% des von dieser Studie erfassten Vermögens.¹⁵ Wegen dieses hohen Vermögensanteils konzentriert sich diese Arbeit auf die Betrachtung der 80 grössten Pensionskassen.

Die Zuordnung von Immobilienvermögen erfolgt in den Geschäftsberichten der Pensionskassen nicht einheitlich, was insbesondere quantitative Aussagen zur Immobilienallokation erschwert. Die gefundene Zuordnung von Immobilien in den Vermögensübersichten wird in Anhang 1 anhand einiger Beispiele gezeigt. Die Berichte enthalten häufig keine einheitliche Unterscheidung und Zuordnung bei der Angabe von Immobilienanlagen in direkt und indirekt gehaltene Assets sowie Auslandsinvestments.

Über alle Anlageklassen hinweg müssen die Pensionskassen eine Rendite von durchschnittlich 3.7% erzielen, um den Deckungsgrad zu halten. Derzeit erreichen sie im Mittel knapp 3%.¹⁶ Aus ihrem Interesse an langfristig stabilen Erträgen investieren Pensionskassen in erster Linie in Renditeliegenschaften im Wohnsegment. Schweizer Immobilien von Pensionskassen haben derzeit einen Anlagewert von CHF 95 Mrd.¹⁷ Die kontinuierlichen Wertsteigerungen der letzten beiden Jahrzehnte sind bei ihnen kein Hauptmotiv für die Anlage in Immobilien, wie Credit Suisse Economic Research herausfand.¹⁸ Historisch tiefe Zinsen lassen allerdings die Zahlungsbereitschaft der Pensi-

¹⁵ Vgl. Swisscanto (Hrsg.) (2011)

¹⁶ Vgl. Swisscanto (Hrsg.) (2011)

¹⁷ Vgl. Bundesamt für Statistik der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Hrsg.) (2012)

¹⁸ Vgl. Credit Suisse Economic Research (Hrsg.) (2012b)

onskassen für Immobilien bei sinkenden Renditeerwartungen steigen, was nicht als nachhaltige Entwicklung angesehen werden kann.

Interessant ist, welche Streuung Pensionskassen bei ihren direkten Anlagen vornehmen. Zwei Drittel besitzen weniger als 15 Liegenschaften. Nun werden aber mehr als die Hälfte der Objekte in der Gemeinde oder im Kanton gehalten, in dem der Sitz der Vorsorgeeinrichtung liegt. Dies spricht für eine ungenügende geografische Diversifikation. Eine mögliche Erklärung ist, dass die Kassen für ihre eigenen Versicherten Wohnraum anbieten wollten, sich somit auch als Bewirtschafter und Verwalter betrachteten.

Obwohl die direkten Anlagen bei Pensionskassen noch mindestens die Hälfte der Immobilienanlagen ausmachen, werden dort seit 2008 zunehmend Anlagen in Form von Beteiligungen an Anlagestiftungen getätigt. Bei mittleren und kleinen Pensionskassen findet eine Verschiebung von direkten zu indirekten Immobilienanlagen statt.¹⁹

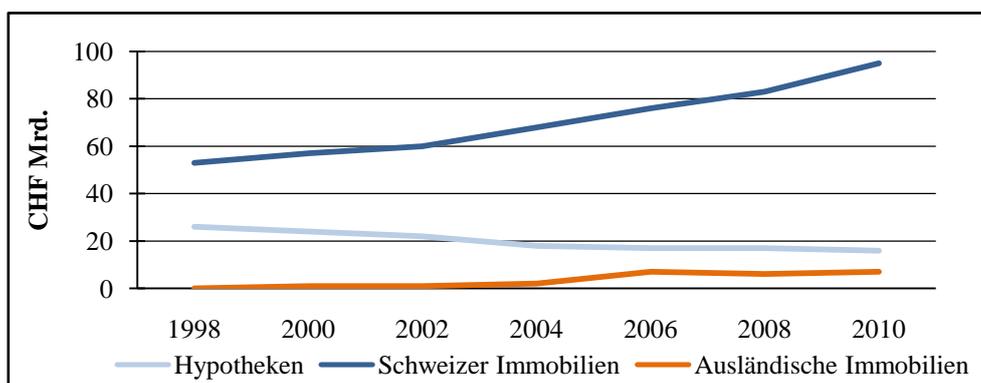


Abbildung 1: Immobilienanlagen bei Schweizer Pensionskassen, vgl. Bundesamt für Statistik der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Hrsg.) (2012)

Die genaue Aufteilung zwischen direkten und diversen kollektiven Immobilienanlagen ist aus den amtlichen Statistiken nicht ablesbar. Teilweise geben die Erläuterungen der Geschäftsberichte hierzu nähere Informationen. Für die Einordnung von Auslandsinvestments ist gerade die Unterscheidung zwischen „indirekt direkt“ (z. B. in Form der Beteiligung an einer Anlagestiftung, die Objekteigentümerin ist) und „indirekt indirekt“ (z. B. Beteiligung an einer Anlagestiftung die kotierte Anlagen hält) interessant und wichtig, worauf später noch eingegangen wird (siehe 3.1). In ausländischen Immobilienanlagen sind die Pensionskassen derzeit durchschnittlich mit knapp 1.2% der Gesamtanlagen investiert, wobei die Schwankungsbreite mit 0-5% erheblich ist.²⁰ Vor dem Jahr 2000 haben solche Investments gar keine Rolle gespielt. Wegen des starken Wertzuwachses inländischer Anlagen erscheint ihre Zunahme sehr schwach, wie in Abbil-

¹⁹ Vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011)

²⁰ Dies ergab die Auswertung zahlreicher Geschäftsberichte von Pensionskassen über 2011.

dung 1 zu sehen ist. Die hohe Nachfrage nach inländischen Anlageobjekten kann derzeit weder bei direkten Anlageobjekten noch durch neue Fonds oder bei den Anlagestiftungen, die grossteils geschlossen sind, ausreichend bedient werden.²¹

2.1.2. Lebens-, Sach- und Rückversicherungen

Die Lebensversicherungen der Schweiz werden von zwei Marktführern beherrscht mit einem Prämienvolumen von 56%. Weitere 23 Versicherer tragen noch 44 % bei. Von diesen insgesamt 25 Anbietern sind 11 in der beruflichen Vorsorge tätig und ebenfalls 11 ausländisch beherrscht oder Niederlassung ausländischer Unternehmen.²²

Bei der Aufsichtsbehörde FINMA sind des Weiteren 79 Schweizer und 47 ausländische Schadenversicherer sowie 62 Rückversicherer registriert. Etwa 8% der gesamten Kapitalanlagen (CHF 579 Mrd.) dieser Versicherer sind in Immobilien investiert, das entspricht etwa CHF 46 Mrd. Von den Gesamtanlagen ist knapp über die Hälfte gebundenes Vermögen. Von diesem gebundenen Vermögen halten die heimischen Lebensversicherer immerhin 14% in Immobilien, die Schadenversicherer 11% (Stand 31.12.2010). Neben dieser Anlageklasse sind die wichtigste festverzinsliche Wertpapiere (Leben 60%/ Sach 58%) und Hypotheken (Leben 9%/ Sach 6%).

Fast zwei Drittel des gesamten Prämienvolumens bei den Lebensversicherern geht auf kollektive Anlagen der beruflichen Vorsorge zurück, dagegen nimmt die Bedeutung der privaten Vorsorge (dritte Säule) stetig ab. Der Markt ist in der Hand der beiden Marktführer Axa Leben und Swiss Life mit zusammen 52% Marktanteil und vier weiteren Versicherern²³ mit zusammen 31% Marktanteil.²⁴ Bei den direkt gehaltenen Immobilien setzen die Lebensversicherungen überwiegend und zunehmend auf Wohnliegenschaften in den Ballungsräumen (Anteil derzeit 61%). Auffallend ist, dass Versicherer stärker als Pensionskassen auf Wertsteigerungen ihrer Objekte abzielen, wie die Umfrage von Jones Lang LaSalle ergab.²⁵ Für Rückversicherer spielen Immobilienanlagen mit 2% der Anlagen kaum eine Rolle.

Bei Auslandsimmobilien unterliegen alle Schweizer Versicherer spezifischen Auflagen durch die Finanzmarktaufsicht, die sich bei Immobilien in der Vermögensstruktur besonders niederschlagen. Nur inländische Wohn- und Geschäftshäuser dürfen zu Anlage-

²¹ Vgl. Credit Suisse Economic Research (Hrsg.) (2012a)

²² Vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2009)

²³ Helvetia Leben, Basler Leben, Allianz Suisse Leben, Zürich Leben

²⁴ Vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2011)

²⁵ Vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011)

zwecken direkt oder als Mehrheitsbeteiligung gehalten werden. Die meisten anderen Nutzungsarten sind in den Anlagerichtlinien explizit ausgeschlossen, wobei unterstellt wird, dass generell Objekte solcher Nutzungen „schlecht verwertbar sind oder deren Bewertung mit grosser Unsicherheit verbunden ist“²⁶. Es dürfen auch keine Liegenschaften im Ausland den Vermögenswerten aus dem gebundenen Vermögen zugeordnet werden, und zwar „unabhängig davon, ob diese direkt oder indirekt in einer Immobiliengesellschaft [...] gehalten werden“²⁷. Dies ist der unterstellten mangelnden Rechtssicherheit im Konkursfall geschuldet, da man auf die Werte dann uneingeschränkt zugreifen können muss. Nur wenn ein Rechtsgutachten die Anerkennung der entsprechenden Schweizer Normen im Ausland bestätigt, sind Ausnahmen möglich.²⁸

Minderheitsbeteiligungen an nicht börsenkotierten Immobiliengesellschaften sind nach der Verordnung ebenfalls ausgeschlossen.

Ausnahmen von diesen Vorgaben können als Einzelfall bewilligt werden. Insgesamt darf die Investition gebundenen Vermögens in Immobilien 25% nicht übersteigen und das einzelne Objekt darin nicht mehr als 5% ausmachen. Die Anteile an kotierten Gesellschaften wie REITs oder Immobilien AGs werden auf die zulässigen Quoten angerechnet.

Die Bewertung muss bei nicht kotierten Beteiligungen anhand des NAV unter Abzug von Verpflichtungen, ansonsten wie bei Direktanlagen erfolgen, d.h. zu geprüften Marktwerten entsprechend der Festlegungen der FINMA. Überwiegend selbstgenutzte Immobilien dürfen nicht in die Kategorie Finanzinvestition eingeordnet werden. Zusammengefasst unterliegen Versicherungen für ihr gebundenes Kapital deutlich mehr regulatorischen Einschränkungen als Pensionskassen.²⁹

Für Versicherer sind die kotierten Immobilienanlagen eine gute Alternative zu Direktanlagen und werden wegen ihrer zusätzlichen Diversifikationsmöglichkeit und höheren Liquidität geschätzt. Tatsächlich sind die Versicherer gemäss der Umfrage von Jones Lang LaSalle bisher nur in Europa mit kotierten Anlagen diversifiziert, zu einem Drittel mit Aktien, zu 10% mit Fonds direkt und zu 14% mit Funds of Funds. Amerikanische

²⁶ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008), Rz 236

²⁷ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008), Rz 239

²⁸ Vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008), Rz 228-281

²⁹ Immobilien-Anlagen im Ausland sind für Versicherungen nur auf dem Weg über indirekte, kotierte Anlagen Lösungen möglich, deren Objekte aber für sich wieder die Anforderungen an direkte Anlagen erfüllen müssen, beispielsweise als kollektive Anlagen nach KAG (Fonds für traditionelle Anlagen). Diese werden von der FINMA als sogenannte „Alternative Anlagen“ eingeordnet.

und Asiatische Märkte sind von ihnen nicht erschlossen, von Pensionskassen hingegen schon.³⁰

Für die inländische Immobilienanlage wird vom Regulator keine spezifische Vorgabe zur Diversifikation gemacht, ausser dass die Diversifikation „zweckmässig“³¹ sein soll. Dies sicherzustellen, unterliegt allein der jeweiligen Anlagestrategie des Versicherungsunternehmens und ist als Anlagegrundsatz in der Verordnung der Form nach eine Empfehlung.³²

2.1.3. Weitere Beteiligte

Auf die Rolle anderer Akteure und Intermediäre wird im Rahmen dieser Arbeit nur da, wo zur Betrachtung eines spezifischen Sachverhalts sinnvoll, eingegangen. Zu diesen gehören Banken als Finanzierungspartner, Bauunternehmungen und –dienstleister, Genossenschaften und Stiftungen, Anlageberater sowie Vermögensverwalter.

2.2. Anlagegefässe als Rechtsform für Immobilienanlagen

2.2.1. Relevante Anlageformen in der Schweiz

Als Eigentümer von Grundstücken kommen neben den Investoren selbst auch Anlagegefässe in Frage, an denen der Investor über Anteilsscheine beteiligt ist. Einziger Zweck ist die Anlage und Verwaltung von Vermögen. Die wichtigsten sechs Gefässe sind:

- (1) **Anlagestiftungen**³³ (9 reine Immobilien-Anbieter von insgesamt 24 in der Schweiz)
Anlagestiftungen sind Stiftungs-Einrichtungen, die Vorsorgegelder von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen verwalten. Sie unterliegend der Aufsicht des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV), das dazu Anforderungen an Anlagestiftungen erlassen hat. Darin finden auch teilweise Vorschriften des Kollektivanlagegesetzes (KAG) Anwendung. Weitergehende Informationen sind über ihre Schweizer Dachorganisation, die Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST), verfügbar. Eine Übersicht über deren Schweizer Mitglieder in Anhang 2 zeigt, welche Stiftungen ausschliesslich in Immobilien und welche im Ausland investieren.

³⁰ Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011), S. 37

³¹ Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008), Rz 41

³² Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008), Rz 41-45

³³ gemäss ZGB 80ff, OR 331, BVG 48

(2) Immobilienfonds (23 Anbieter in der Schweiz)

Börsenkotierte Schweizer Immobilienfonds können über den SXI Real Estate Funds TR Index verfolgt werden und entwickeln sich in den letzten 10 Jahren ähnlich wie die Schweizer Direktimmobilien (NAV-basiert, beobachtbar im KGAST Immo-Index Schweizer Anlagestiftungen). Deshalb und weil sie wie Aktien jederzeit handelbar sind, aber nicht so ausgeprägt mit den Aktienmärkten korrelieren, sind sie sehr attraktiv für Stabilität suchende Anleger. Dieser Vorteil schlägt sich derzeit in sehr hohen Agios nieder.

Schweizer Fondsanbieter verwalten gegenwärtig CHF 35 Mrd. AuM in Immobilienfonds. Davon werden CHF 27 Mrd. von Anlegern in der Schweiz gehalten. Bisher existiert nur ein Schweizer Fonds, der global direkt in Immobilien investiert (Credit Suisse Real Estate Fund International).³⁴

(3) ETF

Exchange Traded Funds sind börsengehandelt, folgen einem Index und werden normalerweise passiv verwaltet.

(4) Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (SICAV)

Anleger haben mittel- oder unmittelbar einen Rechtsanspruch auf Anteilsrückgabe.

(5) Investmentgesellschaft mit festem Kapital (SICAF)

Nicht kotierte Aktiengesellschaft im Sinne Art. 620 ff OR zum ausschliesslichen Zweck der kollektiven Anlage. Es besteht für Anleger kein Rechtsanspruch auf Rückgabe ihrer Anteile.

(6) Kotierte Immobilien-Aktiengesellschaften (13 Firmen in der Schweiz) unter ausschliesslicher Beteiligung qualifizierter Anleger

Die UBS AG ordnet in einem aktuellen Bericht die Schweizer Immobilienaktien wie folgt: Zu den grössten gehören „die PSP Swiss Property, die der Zürich Versicherung entstammt, die Swiss Prime Site (SPS), ein Credit-Suisse-Anlagevehikel, das 2009 die Jelmoli-Gruppe übernahm, und die Allreal, entstanden aus dem Immobilienportfolio der Oerlikon-Bührle, [sie] machen heutzutage einen erheblichen Anteil am Europäischen Immobilienaktienindex EPRA aus. Die Aufnahme der SPS in den EPRA im Jahr 2010 sowie der Mobimo 2011 haben den Anteil der Schweizer Immobilienaktien auf 5 bis 10 Prozent des Index gesteigert und somit für weite-

³⁴ Vgl. Swiss Fund Association (Hrsg.) (2012)

re Popularität der Aktien gesorgt.³⁵ Diese Schweizer kotierten Immobiliengesellschaften werden von EPRA den REITs vergleichbar angesehen.³⁶ Die Schweizer Gesellschaften repräsentieren im globalen FTSE EPRA/NAREIT Index etwa 4% des Marktkapitals von ca. 700 Mrd. €.

2.2.2. Relevante Anlagegefässe im Ausland

Kollektive Kapitalanlagen im Ausland, die in oder von der Schweiz aus vertrieben werden, bedürfen gemäss Art. 120 KAG der Genehmigung der FINMA. Meist besteht für Gefässe im Ausland ein unterschiedlicher Steuerstatus zu der Schweiz. Auch deshalb ist wichtig zu unterscheiden, ob sich das Gefäss an In- oder Ausländer richtet. Für die Transferierung an ausländische Vermögensverwalter ist einerseits wichtig, dass die dortigen Gefässe vergleichbaren Standards zur Absicherung unterliegen, andererseits welche steuerliche Behandlung das Gefäss in beiden Ländern erfährt.³⁷ Die Optimierung wird häufig durch eine Strukturierung mit vertraglich gebundenem externem Asset Management geschaffen. Dies sind individuell auf einen oder mehrere Investoren zugeschnittene Speziallösungen, die auf der Gesetzeslage zwischen Staaten basieren und auf längerfristige Rechtssicherheit angewiesen sind. Solche Speziallösungen sind nicht für kleinere Volumina oder kurzen Anlagehorizont sinnvoll. In solchem Fall wird eher aus den vorhandenen, gehandelten Produkten gewählt. Die wichtigsten sind Immobilien-Aktiengesellschaften, REITs und ETFs:

- (1) Immobilien-Aktiengesellschaften sind beispielweise in Deutschland knapp 60 börsenkotierte Unternehmen, die im Börsenindex DIMAX notieren.
- (2) REITs (keine Anbieter in der Schweiz)

Sie stellen als Immobilien-Aktiengesellschaften eine Spezialform dar, die in den verschiedenen Ländern eine unterschiedliche steuerliche Behandlung erfahren und daher besonders gesetzlich geregelt sind. Hierin fand noch keine internationale Harmonisierung statt. Wesentliche Gemeinsamkeit im internationalen Umfeld ist die Börsennotierung und die Steuerbefreiung auf Unternehmensebene. In der Schweiz erfüllt diese Rolle die Anlagestiftung, die allerdings nicht börsengehandelt wird. Die stärkere Korrelation von REITs mit Immobilien als mit Aktien haben seit 2006 einige Studien nachgewiesen, die NAREIT auf ihrer Website benennt.³⁸

³⁵ UBS AG Wealth Management Research (Hrsg.) (2012)

³⁶ Dieser Vergleich wurde von A. Zaidi von EPRA Research anlässlich seiner Vorlesung bei CUREM 2012 gemacht.

³⁷ Dazu gehören Grundbuchzuverlässigkeit, Gewinnrückführung, Verhandlungsweise und Gebühren.

³⁸ Vgl. NAREIT (Hrsg.) (2012)

- (3) Exchange traded Funds (ETF) gemäss EPRA/ NAREIT kommen in Strategien zum Einsatz, die beispielsweise kurzfristige taktische Anpassungen des Immobilien-Exposures erfordern, Arbitrage nutzen oder Rotationen von Marktsegmenten durchführen wollen.

2.3. Rahmenbedingungen für Investitionsentscheide

2.3.1. Bedeutung internationaler Immobilienmärkte

Immobilien machen in der Schweiz, wie Abbildung 2 im Ländervergleich zeigt, einen hohen Anteil an allen Vermögensanlagen institutioneller Anleger aus.³⁹ Auslandsinvestments in Form von direkten Immobilien-Anlagen spielen jedoch nur vereinzelt eine Rolle, wie die Studie von Jones Lang LaSalle dokumentiert. Mit kotierten Anlagen hingegen sind zwei Drittel der Pensionskassen und ein Drittel der Versicherungen mittlerweile in der EU investiert, weitere 30% halten dort sonstige indirekte Anlagen. Während Versicherungen sich zurückhalten, sind einige Pensionskassen inzwischen global aktiv, vor allem in Nord- und Südamerika sowie der Region Asien/ Pazifik.⁴⁰

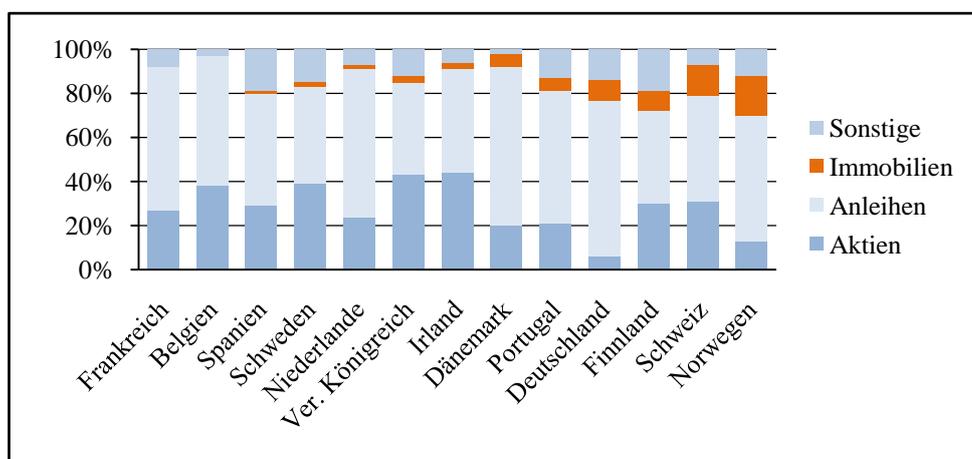


Abbildung 2: Asset Allokation bei PKs nach Ländern, vgl. Mercer (Hrsg.) (2011)

Schweizerischen institutionellen Anlegern war bis 1989 noch untersagt, Immobilien zu Anlagezwecken im Ausland zu erwerben. Erst 1993 wurden Vorsorgeeinrichtungen per Gesetz zu solchen Anlagen ermächtigt.⁴¹ Für Lebensversicherungsgesellschaften und Anlagefonds wurden zur selben Zeit ähnliche Bestimmungen geschaffen. Allerdings sind *direkte* Anlagen in Immobilien im Ausland oft explizit in den Statuten der Versorgungseinrichtung oder in deren strategischem Anlagereglement ausgeschlossen. Insofern wundert nicht, dass Pensionskassen mehrheitlich vorhaben, eher die indirekten

³⁹ Vgl. Credit Suisse Economic Research (Hrsg.) (2012b)

⁴⁰ Vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011)

⁴¹ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.) (1984), BVV2

nicht-kotierten Anlagen in Form der Beteiligung an Anlagestiftungen weiter auszubauen. Für alle Grössen von Pensionskassen bietet diese Anlageform spezifische Vorteile, wie einfache Umsetzung und Liquidierung, Zugang zu neuen Märkten und Sektoren, Chance auf höhere Performance und gleichzeitig internationale Diversifikation.

2.3.2. Relevante Gesetze und Anlagevorschriften für Immobilien

Für die Anlage von Versicherungs- und Vorsorgevermögen müssen in der Schweiz folgende Vorschriften des Bundes angewandt werden: das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) samt Bestimmungen (VVG), die Aufsichtsverordnung (AVO), Bundesgesetzes über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) und Verordnung dazu (BVV 2). Verhaltensregeln für sämtliche an der Bewirtschaftung und Verwaltung des Vermögens beteiligten Personen ergeben sich aus dem Gesetz (BVG), der Verordnung (BVV 2) und dem Compliance-Reglement der jeweiligen Vorsorgeeinrichtung. Daneben kommt allenfalls noch das Kollektivanlagengesetz (KAG) zur Anwendung. Die FINMA erlässt darüber hinaus für die ihrer Aufsicht unterliegenden Versicherungen zahlreiche Vorschriften, wie direkte und indirekte Anlagen bei Immobilien gestaltet werden dürfen. Insbesondere dürfen indirekte Anlagen keine „umverpackten“ direkten Anlagen beinhalten.⁴²

Eine Reihe weiterer Rahmenbedingungen schreibt das BVV 2 vor. Seit Anfang 2009 sind neue Vorschriften zu berücksichtigen. So konnten bis dahin nur maximal 5% der Anlagen in Immobilien im Ausland gehalten werden, bei maximalem Anteil von Immobilien in der Schweiz allerdings von 50%. Dieser maximale Immobilienanteil wurde auf 30% reduziert, jedoch kann nun 1/3 davon im Ausland gehalten sein. Somit wurde der gesetzlich gestattete Auslandsanteil verdoppelt auf 10%, wenn die 30% ausgeschöpft würden. Dies hat den Spielraum erhöht. Als neue Beschränkung kam eine maximale Beleihung von 30% des Verkehrswertes hinzu. Der Wert einer einzelnen Immobilie innerhalb der Anlage darf 5% nicht überschreiten. Eine letzte Änderung betrifft nur Liegenschaften, die der verbundene Arbeitgeber selbst für Geschäftszwecke nutzt, was in der folgenden Betrachtung keine weitere Rolle spielt.⁴³ Für die Pensionskassen gelten gegenüber den Versicherungen etwas abgemilderte Regelungen, was die Arten von Immobilien anbelangt, in die investiert werden darf.

⁴² Vgl. Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008)

⁴³ Vgl. Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.) (1984), BVV2

Neben den gesetzlichen Vorgaben zur Vorsorge spielen auch Rechnungslegungsvorschriften eine Rolle. Eine detailliertere Aufstellung zu den in der Vorsorge relevanten Gesetzen, Verordnungen und Rechnungslegungsstandards findet sich in Anhang 3.

2.3.3. Regularien für Immobilienanlagen im Ausland

Pensionskassen legen ihre spezifischen Voraussetzungen für die beste Vermögensbewirtschaftung in Reglementen fest. Diese werden vom jeweiligen Stiftungsrat verabschiedet und definieren die Vermögensverwaltungsstrategie auf mehrere Jahre. Die Pensionskassen sind frei darin, wann sie diese Reglemente anpassen, d.h. auch, wann sie ihre Vermögensallokation ändern. Meist geschieht dies auf Empfehlung der Anlagekommission.

Den Anlagereglementen kommt Bedeutung bei der Festlegung der Anlageziele zu. Sie sind wichtiges Dokument für die Beitragszahler, um sich über die Ausrichtung ihrer Vorsorgeeinrichtung zu informieren. Beispielhaft wird anhand des Reglements der Pensionskasse des Bundes Publica gezeigt, welche Festlegungen darin getroffen werden:

- Operationelle und rechtliche Risiken sind laufend zu überwachen, um die Anlagen möglichst gut vor Fehlern und Versagen von Personen, Prozessen, Systemen und Auswirkungen externer Ereignisse zu schützen
- Eine genügende Risikoverteilung ist sicherzustellen
- Das Risiko (Volatilität) muss in angemessenem Verhältnis zur erwarteten Performance stehen
- Angemessene Veräusserbarkeit muss beachtet werden (Liquiditätsrisiko)
- Den Risiken der Zinsentwicklung ist gebührend Rechnung zu tragen (Zinsrisiko)
- Bei Anlagen in Liegenschaften ist der Lage, der Grösse, der Nutzungsmöglichkeit, dem nachhaltigen Ertragspotential und rechtlichen Risiken Beachtung zu schenken
- Das Anlagevermögen ist zu Marktpreisen zu bewerten. Ohne Marktpreise ist die Bewertung nach transparenten und anerkannten Methoden vorzunehmen⁴⁴

Solche qualitativen Ziele werden bei den Kassen mit der Niederlegung der Anlagestrategie unterschiedlich in konkrete Vorgaben umgesetzt. Viele Einrichtungen bedienen sich zur Umsetzung externer strategischer Berater, denen zusammen mit den bestellten eidgenössischen Pensionskassenexperten eine sehr wichtige Rolle bei der Asset-Allokation zukommt. Im Rahmen einer Asset-Liability-Studie wird die Grob-Allokation

⁴⁴ Vgl. Anlagereglement der Pensionskasse des Bundes Publica vom 15. APRIL 2010 (Stand 19. Januar 2012) Pensionskasse des Bundes PUBLICA (Hrsg.) (2010)

vorgenommen. Oft wird noch ein externes Investment-Controlling bestellt, das die Umsetzung der Anlagestrategien und den Anlageprozess überwacht sowie die Einhaltung der Anlagerichtlinien und gesetzlichen Vorschriften sicherstellt. Eine Anlagestrategie (Strategische Asset Allokation) wird wesentlich bestimmt durch:

- die vom Bundesrat festgelegte Mindestverzinsung⁴⁵
- die finanzielle Lage der Einrichtung als Dienstleister und Versicherungsträger
- die Struktur und die zu erwartende Entwicklung des Versichertenbestandes
- die angestrebte Rendite und die spezifische Risikotoleranz
- die erwarteten Renditen und Risiken einzelner Kategorien und deren Korrelation
- die Vorstellungen und Lage-Einschätzungen der beteiligten Personen

Die Anlagestrategien werden periodisch, oft alle zwei bis drei Jahre, überprüft und bei Bedarf angepasst. Immobilienanlagen werden meist unterteilt in direkte Anlagen Schweiz, indirekte Anlagen Schweiz und Immobilien Ausland. Abgesehen von den genannten Obergrenzen unterliegen die Auslandsanlagen von Pensionskassen keinen gesetzlichen Beschränkungen. Versicherungen hingegen dürfen nur indirekt in Auslandsimmobilien investieren. In der Vorgabe der angestrebten Auslandsquote sind die Vorsorgeeinrichtungen innerhalb dieses Rahmens frei. Auch bei Überschreitung der Obergrenzen haben sie die Möglichkeit, diese zu begründen, ohne mit Sanktionen rechnen zu müssen.

Wie die institutionellen Anleger ihre Immobilienstrategie im Detail ausgestalten, welche taktischen Bandbreiten sie ermöglichen und wie die Strategie umgesetzt wird, hängt wesentlich von den jeweiligen Zielmärkten für Immobilienanlagen ab. Sie stellen das Bindeglied von theoretischer Strategie und Umsetzung in der Praxis dar. Daher wird im Kapitel 3 dargestellt, welche Bedeutung verschiedene Immobilienmärkte für Schweizer Anleger in gemischten Portfolios haben, welche Formen von Immobilienanlagen für Investoren von Interesse sind und welche Haltungen der Anleger sich abzeichnen.

⁴⁵ Der Bundesrat legt unter Berücksichtigung der Renditeentwicklung marktgängiger Anlagen den zu verzinsenden Mindestsatz fest. Dabei werden insbesondere Bundesobligationen und ergänzend Aktien, Anleihen und Liegenschaften einbezogen.

3. Anlagemärkte für Immobilien und Portfoliogestaltung

In diesem Kapitel werden die internationalen Immobilienmärkte und der Schweizer Blickwinkel darauf vorgestellt. Wie internationale Asset Allokation gemäss Portfoliotheorie erfolgen soll und welche Chancen und Risiken internationale Diversifikation mit sich bringt wird gezeigt, sowie beobachtbares Investitionsverhalten festgehalten.

3.1. Internationale Immobilienmärkte aus Schweizer Sicht

3.1.1. Internationalisierung der Immobilienmärkte

Mit Internationalisierung wird bei Just (2010) eine „wachsende grenzüberschreitende Verflechtung von Marktakteuren und deren Aktivitäten, also Handel, Kapitaltransfer und Arbeitsangebot“⁴⁶ beschrieben. Zwar sind Immobilien zunächst ortgebunden, jedoch führt ihre Bewirtschaftung zu Zahlungsströmen in Form von Mieten und Kaufpreisen. Diese Zahlungsströme wiederum sind mittlerweile auf vielfältige Weise internationalisiert. Wie Just beschreibt, findet sich dieser Sachverhalt auf allen Wertschöpfungsebenen - vom Projektentwickler zum Planer über den Investor bis hin zum Nutzer. Allerdings sind die Internationalisierungstendenzen auf Seiten des Kapitals deutlich grösser als auf der Seite von Arbeit und Beschäftigten oder Mietern. Kleine Änderungen in den zugrundeliegenden Informationen können bereits Umlenkungen der Kapitalströme auslösen, obwohl die Lage der Immobilie unverändert ist. Mit dieser verstärkten Internationalisierung geht auch eine Tendenz zu liquideren und kapitalmarktnäheren Investitionsvehikeln und Finanzierungsformen für die Immobilien einher.

Weil ausländische Anleger über die Distanz noch mehr als im Heimatmarkt auf zugängliche Informationen und gute Datenqualität angewiesen sind, kann der Grad der Transparenz der internationalen Märkte auch als Massstab der Bereitschaft eines Marktes für ausländische Investoren angesehen werden. Gemessen werden kann diese Transparenz anhand verschiedener Faktoren wie beispielsweise dem Ablaufprozess der Transaktionen, dem regulatorischen Rahmen und dem freien Informationsfluss. Jones Lang LaSalle führt solche Daten seit 2001 im *Global Real Estate Transparency Index* zusammen.⁴⁷ Wie in Tabelle 2 ersichtlich, sind die transparentesten Märkte 2010 in Australien, Kanada, dem Vereinigten Königreich und in Neuseeland vorzufinden. Erstes europäisches Land ist Schweden auf Rang 5. Die Schweiz rangiert insgesamt auf Platz 20, wobei sie

⁴⁶ Just (2010)

⁴⁷ Vgl. Jones Lang LaSalle (Hrsg.) (2010)

bei der Performance-Messung und den Marktgrundlagen schlechter abschneidet, bei den kotierten Anlagegefässen sowie gesetzlichen und regulativen Rahmenbedingungen jedoch deutlich besser. Sogesehen müssten Anleger in einigen Ländern bessere Marktbedingungen vorfinden als in ihrem Heimatmarkt Schweiz.

Globaler Transparenz-Index 2010			
	Rang	Markt	Bewertung
Hohe Transparenz	1	Australien	1
	2	Kanada	1
	3	Vereinigtes Königreich	1
	4	Neuseeland	1
	5	Schweden	1
	6	Vereinigte Staaten	1
	7	Irland	1
	8	Frankreich	1
	9	Niederlande	1
	10	Deutschland	1
transparent	1
	19	Portugal	2
	20	Schweiz	2
	21	Italien	2
	2

Tabelle 2: Auszug Global Transparency Index JLL 2010, vgl. Jones Lang Lasalle (Hrsg.) (2010)

Für die Anlage auf internationalen Märkten machen Lieser & Groh (2011) sechs Schlüsselindikatoren aus, die die Anlagevermögen in verschiedene Regionen treiben:

- Wirtschaftliche Aktivität
- Investitionsgelegenheiten
- Hochentwicklung des Kapitalmarktes
- Anlegerschutz und Rechtsrahmen
- Administrative und regulative Hindernisse
- Soziokulturelles und politisches Umfeld

Den sich daraus ergebenden *Real Estate Country Attractiveness Index* führen die USA an, vor UK, Hong Kong, Australien, Canada, Singapur, Deutschland, Japan, den Niederlanden, Schweden, Frankreich und der Schweiz.⁴⁸

3.1.2. Internationaler Direktmarkt für Investoren

Im Direktmarkt für Investoren werden nur Immobilien-Anlagen zusammengefasst, bei denen der Investor selbst der Eigentümer der Immobilie im Grundbuch ist.⁴⁹ Besonders

⁴⁸ Vgl. Lieser & Groh (2011)

⁴⁹ Davon abweichend werden teilweise auch Beteiligungen, bei denen der Anleger Anteile am NAV hält, in die Anlageklasse bzw. Vermögensaufstellung „Immobilien direkt“ der Geschäftsberichte von

gut untersucht und dokumentiert ist der globale Markt für Gewerbeimmobilien (Commercial Real Estate)⁵⁰, dessen Gesamtbestand bei DTZ mit 31.2 Billionen USD angegeben wird.⁵¹ Der bei Investment Property Databank (IPD) erfasste Datenbestand umfasst beispielsweise 45% Büroflächen, 23% Handel, nur 13% Wohnen und 19% Sonstige, was das starke Gewicht der Gewerbeimmobilien zeigt. Wohnimmobilien spielen auf internationalen Investmentmärkten, anders als in der Schweiz, keine wichtige Rolle. Vom Gesamtbestand an CRE (Abbildung 3) steht jedoch nur ein Teil abhängig von der Region für Investoren zur Verfügung. Global werden etwa 64% solcher Liegenschaften als interessant für Investoren bzw. bereits als Anlage gehalten klassifiziert.⁵² In Europa liegt der Anteil sogar bei 83% (NA 68%, Asien/ Pazifik 46%).

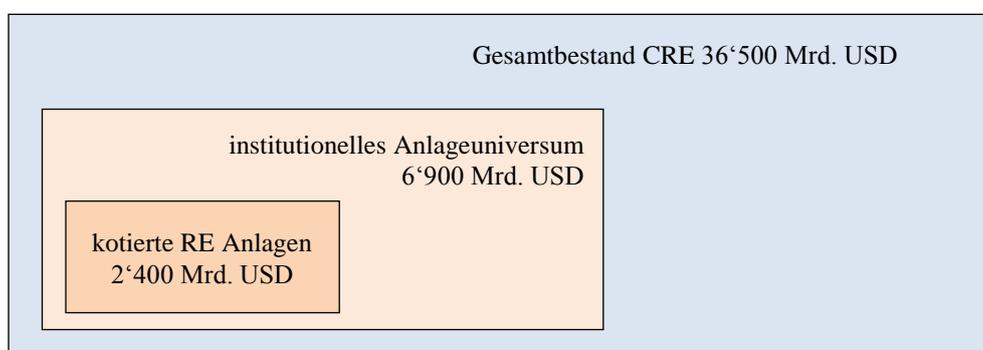


Abbildung 3: Geschätzter globaler Bestand CRE bei La Salle, vgl. Goodchild (2012)

Tatsächlich befinden sich gemäss DTZ etwa 12'100 Mrd. USD im Bestand von institutionellen Investoren. In entwickelten Märkten seien davon ca. 6-8% indirekt gehalten, in den USA, Kanada und Australien allerdings 10-15%.

Eine fundierte Beurteilung der Möglichkeiten auf internationalen Märkten erfordert die Betrachtung von getätigten Transaktionen. Diese erlauben Rückschlüsse, wie viel des absoluten Bestandes tatsächlich gehandelt wird. Nach einem deutlichen Einbruch während der Immobilien- und Finanzkrise in 2008 und 2009 sind global bereits 2010 wieder Liegenschaften im Wert von über 350 Mrd. USD und 2011 im Wert von 388 Mrd. USD gehandelt worden. Davon fallen etwa 20% auf Nordamerika und jeweils 40% auf Europa und Asien/ Pazifik. Die Liquidität der Märkte wird als wichtiger Indikator für den

Schweizer Pensionskassen gerechnet. Dies kann z. B. bei der Beteiligung an Anlagestiftungen der Fall sein. Hier ist aber der internationale Markt für unmittelbar gehaltene Immobilien gemeint.

⁵⁰ Commercial Real Estate umfasst i. d. R. Büro-, Handels-, Geschäfts- und Industrie-Liegenschaften.

⁵¹ Vgl. DTZ (Hrsg.) (2012)

⁵² Für institutionelle Investoren ist bei der Anlage in Immobilien oft Voraussetzung, dass die Investitionen ein Rating als „investment grade“ besitzen (BBB oder höher). Im Gegensatz zu „non-investment grade“ oder sogar „speculative grade“ (BB oder tiefer) bestätigt ein Investment-Grade-Rating die gute Finanzkraft des Partners bzw. ausreichende Qualität und Grösse einer Liegenschaft, um sie in ein grosses, qualitätsvolles institutionelles Portfolio einschliessen zu können.

künftigen Zufluss internationaler Investitionen angesehen. Für die Europäischen Märkte ist sie in Abbildung 4 abgebildet. Trotz der andauernden Finanzkrise und unsicheren Aussichten bezüglich Währungsstabilität entwickeln sich die Investitionen in Geschäftsimmobilien in Europa beständig positiv. Das Wachstum des Transaktionsvolumens hat sich seit der Krise aber verlangsamt. Allerdings gibt es eine weite Spanne von Trends in den verschiedenen Europäischen Regionen, wie DTZ in ihrem Ausblick 2012 verzeichnet.⁵³ Investoren konzentrieren sich demnach zurzeit auf reife Märkte (UK, BRD, Frankreich). Relativ zum jeweiligen Anlagebestand waren allerdings die Nordischen und CEE Märkte die liquidesten.

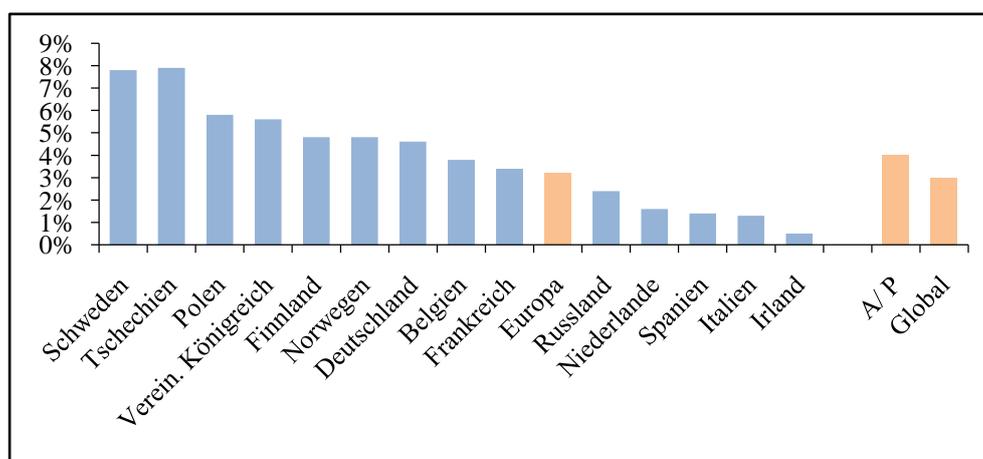


Abbildung 4: Liquiditätsrate auf Europäischen Märkten 2011, vgl. DTZ (Hrsg.) (2012)

Weil sich das Wachstum in den aufstrebenden Märkten Asiens verlangsamt und die Verflechtung mit Europas Absatzmärkten deutlicher zutage tritt, steht man auch den Immobilienmärkten dort skeptischer gegenüber. Der Renditeanstieg verlangsamt sich in den meisten Asiatischen Regionen oder stagniert in etablierten Märkten wie Japan sogar. Aufgrund von Vorsicht und einer Rückbesinnung auf das Core-Segment werden etablierte Märkte wieder stärker nachgefragt, so die Beobachtung von Wüest & Partner.⁵⁴ Dementsprechend seien die Immobilienmärkte der USA und Kanadas wieder attraktiv. Weil dort kaum neue Objekte entstünden, müsse die höhere Nachfrage im Bestand bedient werden, was die Erträge dort zuletzt wieder steigen liess.

Laut dem Immobilien Investment Survey 2011 von Jones Lang LaSalle unter Vorsorgeeinrichtungen kommt für 85% der dort Befragten die direkte Immobilieninvestition im Ausland auch in den nächsten zwei Jahren nicht in Frage.⁵⁵ Bei Pensionskassen in anderen Ländern Europas spielen direkt gehaltene Immobilien ebenfalls eine sehr unterge-

⁵³ Vgl. DTZ (Hrsg.) (2012)

⁵⁴ Vgl. Wüest & Partner (Hrsg.) (2012)

⁵⁵ Vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011)

ordnete Rolle und wenn, kommen sie nur bei grösseren Anlagevermögen über 500 Mio. € vor. Im Vergleich zur Schweiz liegt der direkte Immobilienanteil am gesamten Anlagevermögen deutlich niedriger bei unter 10% und nimmt im Durchschnitt eher ab.⁵⁶

3.1.3. Indirekte internationale Investitionsmöglichkeiten

La Salle spricht von einem institutionellen Anlageuniversum von 6'900 Mrd. USD weltweit mit einem Drittel davon in kotierten Anlagen.⁵⁷ Ein Vergleich der Märkte für einzelne Länder ist in Abbildung 5 auf Basis von EPRA Daten möglich.

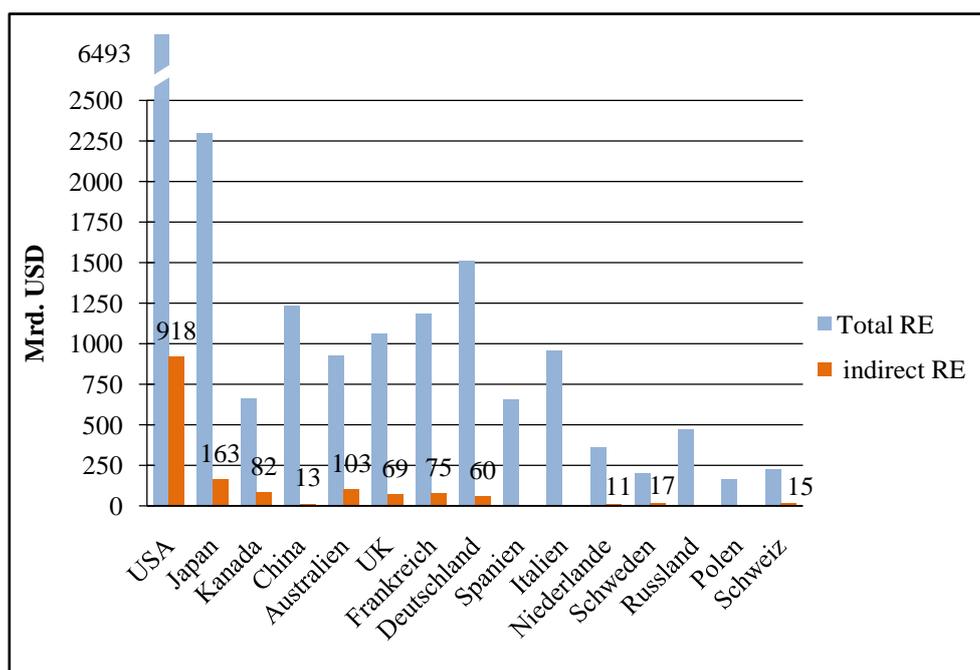


Abbildung 5: Grösse des CRE Anlagebestandes nach Ländern, vgl. EPRA (Hrsg.) (2012)

Als indirekte Anlageform sind Immobilien eher mit Wertpapieren als Anlageklasse vergleichbar. Dies trifft besonders auf die Aspekte Diversifikation, Fungibilität, Performancemessung und Verwaltungskosten zu. Bei der Beteiligung an einem Immobilienfonds ist das Gesamt-Investitionsvolumen grösser und entsprechend verändert sich das Risiko-Profil des Anlegers. Weil der An- und Verkauf von Anteilen einfacher zu handhaben ist als von direkt gehaltenen Immobilien, sind die Transaktionskosten in der Regel niedriger. Das gilt besonders bei kotierten Anlagen, die leicht weiterplatzierbar sind. Abbildung 6 zeigt den relativ grossen Anteil kotierter Schweizer Anlagen in Europa. Für Anteile von nicht kotierten Spezialfonds kann es von der spezifischen Immobilienstruktur abhängen, ob ein Zweitmarkt existiert. Wenn er von einer Kapitalanlagegesellschaft als gemeinsame Lösung aufgelegt wurde, gibt es normalerweise damit keine

⁵⁶ Vgl. Mercer (Hrsg.) (2011)

⁵⁷ Vgl. Goodchild (2012)

Probleme. Schwieriger sieht es aus, wenn nur die Immobilien eines einzelnen Investors in die Gesellschaft eingebracht wurden und der Käufer auch alle Problematiken eines Portfolios mit erworben hat.

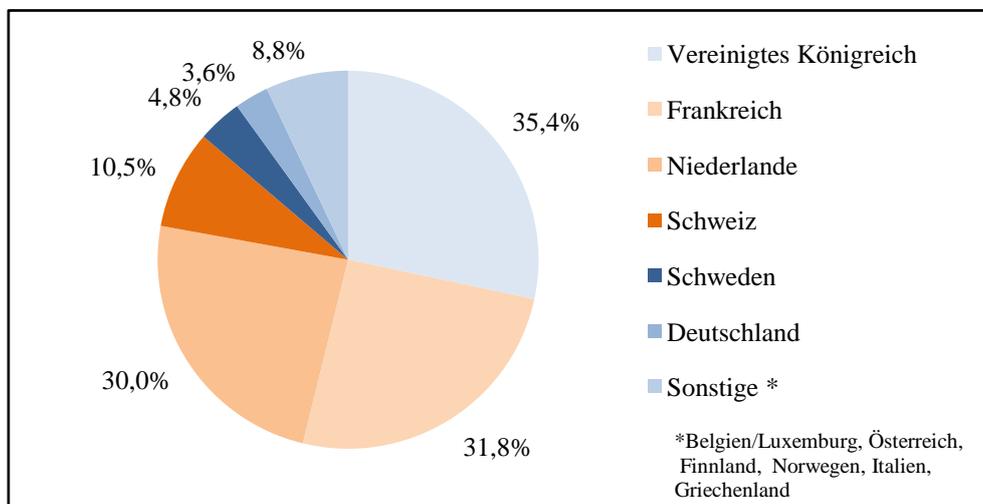


Abbildung 6: Marktkapitalisierung kotierter Immobilienanlagen im Europäischen EPRA/NAREIT Index 2009, vgl. EPRA/NAREIT (2009)

Durch die indirekte Anlage verschieben sich die Verwaltungskosten eines Immobilienbestandes einer direkten Anlage hin zu den Gebühren der Vermögensverwalter. Dies macht indirekte Anlagen hinsichtlich der Verwaltung dem Deponieren von Wertpapieren vergleichbar. Gleichzeitig geht aber damit auch ein Verlust an Kontroll- und Einflussmöglichkeit einher: Die eigentliche Immobilienverwaltung wird weniger wichtig, die Auswahl und Steuerung durch Investmentmanager tritt in den Vordergrund. Im Endeffekt ergeben sich dadurch recht komplexe, verschachtelte Konstruktionen, die der Transparenz einer Vermögensstruktur nicht sehr förderlich sind. Die damit auch einhergehende Professionalisierung durch die beigezogenen, unabhängigen Berater darf aber nicht unterschätzt werden. Ein Trend ist hierbei, die Portfoliobroker- und die Verwalterrolle zu trennen.⁵⁸

Indirekte Anlagen können entweder der Immobilienquote, der Beteiligungsquote oder als kotierte dem Aktienvermögen zugeordnet werden. Für Schweizer Pensionskassen zeigt sich hier kein einheitliches Vorgehen. Mal werden Immobilienanteile in Aktien integriert, mal als indirekte Immobilienanlage gesondert unter Immobilien ausgewiesen. Beteiligungen an reinen Grundstücksgesellschaften müssen jedoch gemäss BVV 2 Art. 56 wegen der Begrenzungen für kollektive Anlagen der Immobilienquote angerechnet werden, da sie einer direkten Anlage sehr nahe kommen (siehe auch Absatz 3.2.2).

⁵⁸ Vgl. Schulte & Thomas (2007)

3.1.4. Bewegungen auf internationalen Renditeimmobilien-Märkten und Ausblick

Bis 2002 herrschten in Europa noch inländische Transaktionen vor. Im Immobilienboom bis 2007 wurden dann wesentlich mehr Transaktionen über die Grenzen getätigt. Auch nach der akuten Phase der Finanzkrise war der Anteil der Auslandsinvestments deutlich über dem Ausgangsniveau zur Jahrhundertwende.⁵⁹ Beispielsweise flossen 2009 nach Grossbritannien 40%, nach Frankreich 12% und nach Deutschland 11% aller grenzüberschreitenden Investitionen in Gewerbeimmobilien. Auffälligerweise erfolgen die Käufe ausländischer Immobilieninvestoren besonders in Agglomerationszentren und dort, wo auch viele ausländische Unternehmen ansässig sind. Dies wird zum einen auf die bessere Datenlage in diesen Räumen zurückgeführt und zum anderen darauf, dass man dort grössere Objektvolumina vorfindet. Die Einführung des Euro wird für den innereuropäischen Markt eine erleichternde Rolle gespielt haben.

Die Prognosen für die kommenden Jahre sind mehrheitlich von den Erwartungen zur Europäischen Schuldenkrise, der Bankenregulation und der Neufinanzierung geprägt. So gesehen stellt die derzeitige Entwicklung der Europäischen Wirtschaft und der Staatsschulden ein grosses Unsicherheitspotential für Immobilieninvestments dar. Der starke Franken und die wirtschaftliche Verflechtung der Schweiz mit der EU tun ein Übriges, um hiesigen Anlegern grossen Respekt vor Auslandsinvestments einzuflössen.

3.1.5. Chancen und Risiken internationaler Immobilieninvestments

In Marktstudien⁶⁰ werden von Anlegern konkret die nachstehenden Potentiale und Risiken bei der Investition im Ausland genannt. Zu den Chancen zählen:

- Höhere Rendite als im Inland bei gleichem Risiko trotz Währungsabsicherung
- Immobilienmärkte reagieren mit 1-2 Jahren Verzögerung auf realwirtschaftliche Entwicklungen; liquidere Anlagen bieten eine taktische Reaktionszeit
- Erschliessung von neuen Märkten und Sektoren⁶¹
- Risikoreduktion durch bessere Diversifikation, obwohl der Vorteil, diese durch Immobilien und nicht durch Finanzmarktinstrumente zu erreichen, unterschiedlich beurteilt wird

⁵⁹ Vgl. BNP Paribas Real Estate (Hrsg.) (2011)

⁶⁰ z. B. DTZ (Hrsg.) (2012), Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011), Mercer (Hrsg.) (2012), PwC and the Urban Land Institute (Hrsg.) (2012), RREEF Real Estate (Hrsg.) (2012), UBS Global Real Estate Research (Hrsg.) (2011)

⁶¹ Dies spielt nur für Pensionskassen eine Rolle, nicht für Versicherungen, vgl. Jones Lang LaSalle AG (Hrsg.) (2011), S. 40

Folgende Risiken werden gesehen:

- Kein zentraler, überblickbarer Markt
- Einflussnahme auf Portfolioverwaltung und Risiko geringer bei externem Asset- und Portfoliomanagement
- Principal-Agent-Konflikte möglich
- Politisches Risiko (korreliert jedoch mit Heimatmarkt)
- Fremd-Finanzierung mit höheren Kredit-Hürden wegen Basel III
- Neue Finanzierungspartnerschaften (z. B. Private Equity, Versicherungen)
- Währungsrisiko erfordert teilweise Absicherung
- Bei national aufgestellten Immobilienunternehmen liegt eine Tendenz zur Übergewichtung nationaler Immobilien im Portfolio vor, was eher zur Abbildung von nationalen Risiken führt und damit zu ungünstigen Effekten bei der Streuung gegenüber anderen Anlageklassen

Je nach Form der Investition als direkte oder indirekte Anlage wird der Nutzen von internationaler Diversifikation sehr unterschiedlich beurteilt.

3.2. Asset Allocation in gemischten Portfolios gemäss Portfoliotheorie

3.2.1. Prinzip der Risiko-Diversifikation

Diversifikation heisst technisch gesehen, das verfügbare Kapital auf mehrere unterschiedliche Anlagen unter Beachtung der erwarteten Rendite und verbundenen Risikos mit einer Gewichtung entsprechend der Eintrittswahrscheinlichkeit aufzuteilen. Die Anlagen werden zueinander mithilfe der Kovarianz in Beziehung gesetzt. Die sinnvolle Portfoliozusammensetzung kann mithilfe der Gewichtung der Anlagen hin zu möglichst unkorrelierten oder negativ korrelierten Renditen bestimmt werden. Das Risiko eines Portfolios ist also theoretisch durch Diversifikation bis auf die durchschnittliche Kovarianz wegdiversifizierbar. Diese stellt gleichzeitig das Marktrisiko oder systemmatische Risiko dar.

Im Schweizer Aktienmarkt wird dabei in einem Portfolio von 10 Titeln der Diversifikationseffekt nahezu ausgeschöpft. Die Internationalisierung bringt einem Schweizer Aktienanleger knapp 19% zusätzlicher Diversifikation.⁶² Das Potential zur Diversifikation wird von der wirtschaftlichen Verflechtung der diversen Anlagen beeinflusst.

⁶² Vgl. Auckenthaler (1994), S. 145

Eine Schwäche des Modells besteht darin, dass im Modell von Märkten ausgegangen wird, die ohne Störungen existieren, dass beliebige Stückelung der Anlagen möglich ist und dass alle Kaufinteressenten miteinander konkurrieren, was Arbitrage ausschliesst.

Für die Bestimmung eines optimalen Portfolios muss der Investor anhand seiner individuellen Präferenz aus den möglichen effizienten Portfolios auswählen. Eine Weise, diesen Punkt auf der Effizienzkurve zu bestimmen, ist die Ermittlung der Sharp Ratio. Sie ist definiert als das für ihn bestmögliche Risiko-Rendite-Verhältnis über der Höhe des risikofreien Zinses im Portfolio.

3.2.2. Diversifikationseffekte mit Immobilien

Immobilien müssen auf eine andere Weise betrachtet werden, als es die Kapitalmarkttheorie für kotierte Anlageformen oder Obligationen nahelegt. Immobilien-Märkte besitzen strukturelle Eigenheiten, die bei der Asset-Allokation beachtet werden sollten:

- Informationsasymmetrie durch vertrauensvolle Informationsweitergabe
- Lokale Märkte mit unterschiedlichen Qualitäten, Segmenten und Lagen
- Marktliquidität durch lange Transaktionsprozesse geprägt
- Assetvolumen ist nicht teilbar, daher keine Stückelung
- Hohe Transaktionskosten (Such- und Abwicklungskosten)
- Weitgehend keine Markteffizienz, da Objekt-Preise von der jeweiligen Bewertung o.g. Faktoren beeinflusst sind
- Hohe Unterhaltsausgaben über den gesamten Lebenszyklus der Objekte
- Bestandsobjekte der Portfolios müssen oft in die Betrachtung einbezogen werden

Für gemischte Portfolios ist der positive Diversifikationseffekt von Immobilien häufig portfoliotheoretisch nachgewiesen worden. Ihre niedrige Korrelation zu anderen Anlageklassen ist ihr wichtigster Vorzug.

Innerhalb von Immobilienportfolios kann nach Nutzungsarten, Standorten und Objekteigenschaften gestreut werden. Letzteres hat den geringsten Effekt; die Diversifikation nach Ländern oder Kontinenten hingegen ist derjenigen nach Nutzungsarten grundsätzlich überlegen, wie Wellner & Thomas (2007) bei ihren Analysen feststellen.⁶³ Eine vereinfachende Methode zur Eingrenzung der vielfältigen Möglichkeiten, ist die Bildung von in sich homogenen Clustern, die ähnliche Rendite-Risiko-Eigenschaften und gleichgerichtete Korrelation aufweisen. Hierbei können auch homogene Teile des Port-

⁶³ Vgl. Thomas & Wellner (2007) in: Schulte & Thomas (Hrsg.) (2007)

folio-Bestandes einbezogen werden. Innerhalb eines Staates unterlägen Immobilien einem gemeinsamen systematischen Marktrisiko und entsprechend niedriger sei das Diversifikationspotential. Gleichzeitig bieten föderalistische Staaten höhere Diversifikationschancen als zentralistische. Regional ist ein Effekt nur bei starken wirtschaftlichen Unterschieden vorhanden, wie zum Beispiel beim Nord-Süd-Gefälle in Italien oder Ost-West in Deutschland. Umgekehrt ist der Diversifikationseffekt zwischen verschiedenen Kontinenten am grössten, da Länder in gleichen Regionen eher parallel verlaufen.⁶⁴

Der sinnvolle Anteil von Immobilien im Anlagevermögen von Pensionskassen wird vor einer Untergliederung innerhalb eines Immobilienportfolios zusätzlich nach folgenden drei Kriterien beurteilt: Verhältnis Rentner zu aktiv Versicherten, Leistungs- oder Beitragsprimat und Höhe von Forderungen.

Diese Faktoren werden in der Regel im Rahmen einer dynamischen Asset-Liability-Studie untersucht und somit fortlaufend überprüft (ALM). Deren Ergebnisse führen zur Festlegung von wünschenswerten Immobilienquoten und taktischen Bandbreiten im Strategiepapier. Dies kann heissen, dass die Immobilienanteile weniger nach Kriterien der Modern Portfolio Theorie bestimmt werden, sondern infolge der Verpflichtungsseite stärker z. B. eine Absicherung gegen Inflation angestrebt wird, die mit Immobilien dargestellt werden kann. Mit anderen Anlageklassen wie beispielsweise lang laufenden Obligationen wird dieses Ziel weniger gut erreicht.⁶⁵

Infolgedessen muss bei der Zuordnung von Immobilienanteilen bei der Asset Allokation den besonderen Eigenschaften von Immobilien Rechnung getragen werden. Gut kommen diese Besonderheiten zum Ausdruck, wenn man sich die Eigenschaften von Immobilienanlagen mithilfe des Schemas in Tabelle 3 klar macht.

Real Estate Investment Management wird darin verglichen mit dem Management eines Portfolios von Unternehmen.⁶⁶ Dies beruht auf der Beobachtung, dass Immobilien, abhängig von der Form der Anlage, ähnliche Eigenschaften aufweisen können, wie vergleichbare Finanzinstrumente des Kapitalmarktes. Hierzu werden sie nach der Eigenschaft ihrer Erträge bzw. ihrer bilanziellen Eigenschaft eingeordnet. Eine Zuordnung erlaubt, analog der Kriterien für traditionelle Anlagen (Risiko, Ertrag, Liquidität, Laufzeit, etc.), auch für Immobilien eine differenziertere Anlagenverteilung vornehmen zu können.

⁶⁴ Vgl. De Wit (2010)

⁶⁵ Vgl. Geltner & Miller (2007), S. 534

⁶⁶ Vgl. Löpfe (2012), Vorlesungs-Manuskript Real Estate Asset Allocation and Portfolio Construction

Charakter	Traditionelles Investment		Alternatives Investment	
		Private	Public	
Realwert-Charakter, folgt Inflation	Equity	Aktien, Fonds, REITs	Objekte, offene/ geschl. Fonds, OTC, SWAPs	Kurze Laufzeit ALM höherer Risk/ Return
Nominalwert-Charakter, Zinssatzsensitivität	Debt	Verbriefte Hypotheken (MBS, CMBS)	Hypotheken	Lange Laufzeit ALM niedrigerer Risk/ Return
		Hohe Volatilität Hohe Liquidität simples Management	Niedrige Volatilität niedrige Liquidität komplexes Management	Anlageentscheid

Tabelle 3: Quadranten-Modell zu Formen von Immobilienanlagen, vgl. CUREM (Hrsg.) (2011)

Dies verdeutlicht, dass Immobilien nicht allein als Sachwerte im traditionellen Sinn verstanden werden können. Je nach Anlageform können Immobilien Eigenschaften der folgenden Vermögensklassen aufweisen: Aktien im In- und Ausland, Alternative Anlagen wie Private Equity, Hedge Funds, Hypotheken und verbrieft Anlagen.⁶⁷

Da in anderen Vermögenspositionen Immobilienwerte indirekt enthalten sein können, ist die übergreifende Beurteilung der gesamten Immobilienperformance innerhalb eines gemischten Portfolios schwierig. Man bedient sich keiner einheitlichen Betrachtungsweise. Nicht zuletzt kommen bei nicht kotierten Anlagen länderspezifische Bilanzierungsvorschriften und auch Gepflogenheiten zum Tragen, die die Transparenz nicht gerade erhöhen.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass für direkte Immobilien-Anlagen mögliche Diversifikationseffekte hinreichend untersucht und nachgewiesen sind. Um eine ausreichende Diversifikation in der Praxis zu ermöglichen, wird bei direkten Anlagen im Inland von einer Mindest-Portfoliogrösse von CHF 300-500 Mio. ausgegangen. Für eine

⁶⁷ Die Zuordnung und Bewertung von Immobilien innerhalb der Vermögensanlage erfolgt für Pensionskassen gemäss der Fachempfehlung Swiss GAAP FER 26. So sieht es das BVV 2 vor. In den Bilanzen wird damit eine Betrachtung vorgenommen, die keine hinreichende Unterscheidung zwischen den unterschiedlichen Formen der Immobilienanlage macht. Eine genauere Unterscheidung bleibt den verschiedenen Einrichtungen überlassen. Bei vielen Pensionskassen werden die Immobilienanlagen als Alternatives Investment geführt. Im BVV 2 Art. 51 heisst es allerdings: „Die Vorsorgeeinrichtung muss einen dem Geld-, Kapital- und Immobilienmarkt entsprechenden Ertrag anstreben.“ Je nach Form und Zuordnung sind entsprechend die Rendite- und Sicherheits-Anforderungen an Immobilien unterschiedlich. Dem könnte durch genauere Aufschlüsselung und somit mehr Transparenz in den Bilanzen besser Rechnung getragen werden.

internationale Diversifikation bei Direktanlagen sind schwer Mindest-Volumina herzu-
leiten.

Die weltweiten Märkte für Renditeliegenschaften sind mal ausschliesslich in einem Segment (z. B. Gewerbeimmobilien), mal über bestimmte Regionen oder Kontinente gefasst (z. B. Asien/ Pazifik, NAs). Dies orientiert sich an der Verfügbarkeit von Objekten mit Investment Grade oder auch an der Klassifizierung von Research-Firmen, die damit Indices schaffen. Man könnte diese als Näherungen verstehen, die globale Immobilienwelt überschaubar und handelbar zu machen. Diese Tools leisten wertvolle Dienste. Dennoch stellen sie jeweils eine Vorauswahl dar, die die Vielzahl unterschiedlicher Anlegerüberlegungen eher in ähnliche Richtungen lenkt, was einer globalen Diversifikation zuwider laufen kann.

Die quasi unmögliche Abbildung des globalen Immobilienmarktes und die mangelnde Verfügbarkeit von passenden Anlagen scheinen die Hauptgründe zu sein, warum bei Auslandsanlagen, ähnlich wie bei kleinen Volumen im Inland, meist die Diversifikation indirekt, also über Fonds, Fund of Funds oder nicht kotierte Anlagen, angestrebt wird. Für eine europäische indirekte Anlagestrategie können leicht CHF 750 Mio. und mehr erforderlich sein. Für eine globale Anlage sollten mindestens CHF 3 Mrd. veranschlagt werden.⁶⁸

3.2.3. Immobilien Asset Allokation

Die strategische Planung von Immobilienportfolios erfolgt zunehmend nach gleichen Grundsätzen wie der Aufbau Portfolios anderer Assetklassen. Zunächst werden auch hier Vorgaben wie erwünschte Verzinsung (laufende Erträge und Wertsteigerungen), Risikobereitschaft, Finanzierungsvorgaben und in Frage kommende rechtliche und steuerliche Bedingungen festgehalten. Das daraus bestimmte Soll-Portfolio muss bereits Angaben zum Volumen, zu Ländern und Sektoren enthalten. Es wird in der Regel mithilfe der *Modern Portfolio Theorie* nach Markowitz auf Basis von quantitativen Rendite-Risiko-Beziehungen ermittelt. Dieser Schritt berücksichtigt bereits den vorhandenen Bestand, Projektentwicklungen oder geplante Transaktionen. Parallel erfolgt eine Aufteilung auf indirekte und direkte Anlagen unter Berücksichtigung von Renditeerwartung, Risikofähigkeit, Liquidität und für direkte Anlagen eigener Ressourcen.

In dieser Phase ist wichtig, die wichtigsten Einflüsse der volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie Merkmale der Immobilienmärkte und –zyklen zu analysieren. Die Strategie

⁶⁸ Vgl. Thomas (2007) in: Schulte & Thomas (2007), S. 546-547

wird in dieser Hinsicht meist nur in grösseren Abständen überprüft. Hauptmotive für die Immobilienanlage innerhalb eines gemischten Portfolios sind: die Diversifikation durch die Verteilung des Vermögens auf unterschiedliche Assetklassen, die Absicherung gegen Inflation, Erwartung hoher Rendite und das Streben nach stetigem Cashflow.⁶⁹

Auf Grundlage der aus der Analyse resultierenden Zielvorgaben werden die Realisierung des Portfolios und das laufende Geschäft geplant. Hier fliessen Überlegungen zum Zeitverlauf, zur Budgetierung sowie zu Handlungsoptionen und –schwerpunkten ein. Von diesen Vorgaben auf Portfolioebene werden die einzelnen Zielgrössen auf Objektebene heruntergebrochen. Erst dabei werden spezifische Eigenschaften einzelner Liegenschaften einbezogen, z. B. Lage, Wert, verbleibende Nutzungsdauer und Mieterschaft. In allen Dimensionen gilt es, ein Klumpenrisiko zu vermeiden.⁷⁰

Die moderne Lehre vom Portfolio-Aufbau hat der traditionellen Sichtweise die Betrachtung des *optimierten Nutzens* angefügt.⁷¹ Der Nutzen wird als Kompromiss zwischen den gegenläufigen Zielen Rendite und Sicherheit beschrieben. Unsicherheit von künftigen Entwicklungen vorausgesetzt, hängt er von der Prognosequalität des Investors (dargestellt durch Wahrscheinlichkeit) und dessen individueller Risikoneigung ab. In der Portfolio-Theorie wird dieser Zusammenhang meist in Form der Neumannschen Nutzenfunktion dargestellt.⁷²

Für die Allokation in Immobilien innerhalb eines gemischten Portfolios haben Hoesli, Lekander, & Witkiewicz (2003) eine optimale Quote von 15-20% für verschiedene Länder ausgemacht. Ihre Untersuchung bei Pensionskassen zeigt für die USA, UK, Schweden tatsächlich eine wesentlich niedrigere Quote von 3%, 3% und 8%. Einzig für die Schweiz wird mit durchschnittlich 15% die Schwelle erreicht. Allerdings ist hier der Anteil ausländischer direkter Anlagen meist zu gering für eine gute Diversifikation.⁷³

3.2.4. Aktives versus passives Portfoliomanagement

Eine wichtige Einflussgrösse auf die Performance ist die Art und Weise des Portfoliomanagements der Auslandsanlagen. Ziel des Portfoliomanagements ist, das Risiko an das Marktrisiko und die Rendite an die Marktrendite eines imaginären Weltmarktportfolios anzunähern. Beim passiven Portfoliomanagement wird angestrebt, ein Marktportfo-

⁶⁹ Vgl. Hudson-Wilson et. al. (2005)

⁷⁰ Vgl. Schulte & Thomas (2007)

⁷¹ Vgl. Morgenstern & von Neumann (1944)

⁷² Vgl. Auckenthaler (1994)

⁷³ Vgl. Hoesli, Lekander, & Witkiewicz (2003)

lio mit einer Marktrendite abzubilden. Hierzu wird in der Regel die Nachbildung eines Indexes herangezogen. Über diese Marktrendite gelangt man nicht ohne höheres Risiko. Die Index-Nachführung gelingt bei Immobilien für indirekte Anlagen. Man geht von einer gewissen Stabilität des Risikos und der Renditen aus und hat wenig Aufwand und Kosten, das Portfolio zu verändern.

In einem aktiven Portfoliomanagement wird versucht, durch Nutzung von Informationsvorteilen eine höhere risikoadjustierte Marktrendite zu erzielen. Praktisch ist das genaue Abbilden eines Marktes mit Immobilien schwieriger als mit Wertpapieren aus den in 3.2.2 genannten Gründen. Daher kommen hier eher qualitative Modelle in Form von Normstrategien oder Scoring-Modelle zur Anwendung. Da die meisten Vermögensverwalter längerfristig hinter ihrer Benchmark zurückbleiben, ist die grösste Herausforderung für ein solches Portfolio, geeignete aber dennoch kostengünstige Verwalter zu finden. Gebühren können den Mehrertrag schnell aufzehren. So gesehen ist der Nutzen eines aktiven Portfoliomanagements in einem gut diversifizierten Gesamtportfolio kritisch zu sehen.⁷⁴

3.3. Beobachtbares Investitionsverhalten Schweizer Anleger

Für institutionelle Anleger entsteht ihre gewünschte Portfoliozusammensetzung nicht rein theoretisch, sondern sie berücksichtigt die Verfügbarkeit bestimmter Anlageklassen. So ist es beispielsweise für Pensionskassen ausgesprochen attraktiv in Anlagestiftungen zu investieren. Diese sind gegenüber den Fonds durch ihre Steuerbefreiung begünstigt. Sie bewerten zum NAV und können ohne Zu- und Abschläge erworben werden. Dies macht sie – einmal im Portfolio - einfach zu handhaben und damit auch attraktiv für längerfristige Auslandsinvestments.

In der Literatur gibt es Hinweise, dass die Konstruktion eines sogenannten optimalen Portfolios nicht nur schwierig, sondern sogar heikel ist. Diversifikation ist am wichtigsten in Krisenzeiten. Aber Korrelationen von Märkten ändern sich mit der Zeit und gerade dann, wenn es erforderlich wäre, kann bei Immobilien oft am wenigsten geändert werden.⁷⁵ Oder es erfolgt sogar ein Abbau der internationalen Diversifikation, weil der

⁷⁴ Die Verwaltungskosten bei den Pensionskassen liegen gemäss Swisscanto (Hrsg.) (2011) zwischen 0.15% und 0.20% des bilanzierten Anlagevermögens. Darin sind aber indirekte Kosten für eine Fond- oder AST-Verwaltung nicht erfasst. Entsprechend muss bei Auslandsanlagen von höheren Aufschlägen für die Verwaltung ausgegangen werden, die oft nicht transparent sind.

⁷⁵ Vgl. Wilson & Zurbrugg (2003) über den Wert von internationaler Diversifikation

Heimatmarkt vermeintlich der krisenresistenteste ist. Ob Schweizer Immobilienanleger hierzu neigen, wird in Kapitel 5 untersucht.

Zumindest für Aktienmärkte wurde bereits nachgewiesen, dass die Anleger die sich tatsächlich international diversifizieren, dies auch „richtig“ tun. D. h. sie tun dies mit dem expliziten Ziel, Risiken ihres Heimatmarktes durch die internationale Diversifikation in wenig korrelierte Märkte abzusichern.⁷⁶ Dies spricht für einen professionellen Ansatz bei der Allokation. Bei der Performance von kotierten Anlagen im internationalen Umfeld scheinen sich frühere Schwächen gegenüber den Ergebnissen auf heimischen Märkten aufzulösen. Dies wurde von Eichholtz, Gugler & Kok (2009) für die Zeit bis 2007 nachgewiesen und wird auf eine zunehmende Markttransparenz zurückgeführt.⁷⁷ Man müsste also bei zunehmender Markttransparenz für Immobilien ebenfalls davon ausgehen, dass insbesondere der indirekte Markt zusätzliche Chancen für Schweizer Anleger zur Diversifikation, aber auch zur risikoadjustierten Renditesteigerung bereithält. Dies steht unter der Voraussetzung, dass Währungsrisiken abgesichert werden.

Um die Chancen und Risiken für Schweizer Anleger einzuordnen, muss man darüber hinaus beachten, dass sich 60% der öffentlich-rechtlichen Pensionskassen mit der Unterdeckung der Versorgungsansprüche bzw. einer Sanierung oder sonstigen strukturellen Änderungen befassen. Wie Deckungslücken zu füllen oder das Rentenalter anzuhäben sind, sind politisch brisante Themen, die den Fokus schnell von Fragen des richtigen Investmentmanagements ablenken können. Das Personal wird von solchen Debatten eingenommen und mit Beantwortung dieser Fragestellungen befasst. Dies bindet Kapazitäten und lenkt unter Umständen von Aufgaben in der strategischen Asset Allokation ab. Deshalb wird vermutet, dass möglicherweise Handlungsspielräume zur Rendite-Verbesserung und Risiko-Streuung verbreitet nicht wahrgenommen und systematisch genutzt werden.

3.3.1. Bedeutung der Assetklasse Immobilien für institutionelle Schweizer Anleger

Anhand der Anlagevermögen von Schweizer Pensionskassen kann man exemplarisch in Abbildung 7 die Entwicklung der verschiedenen Assetklassen in den letzten 14 Jahren sehen. Deutlich zugenommen haben die Obligationen, die Aktien, Immobilien im Ausland und Alternative Anlagen. Abgebaut wurden hingegen Forderungen und Beteili-

⁷⁶ Vgl. Coeurdacier & Guibaud (2011)

⁷⁷ Vgl. Eichholtz, Gugler & Kok (2009)

gungen bei den Arbeitgebern sowie Hypotheken. Diese durchschnittliche Entwicklung zeigt den Willen zur Diversifikation und zur Verringerung der Arbeitgeberverflechtung. Auch haben sich die Schweizer Immobilienvermögen beinahe verdoppelt, was allerdings grossteils den hiesigen Wertzuwachsen zu verdanken ist.

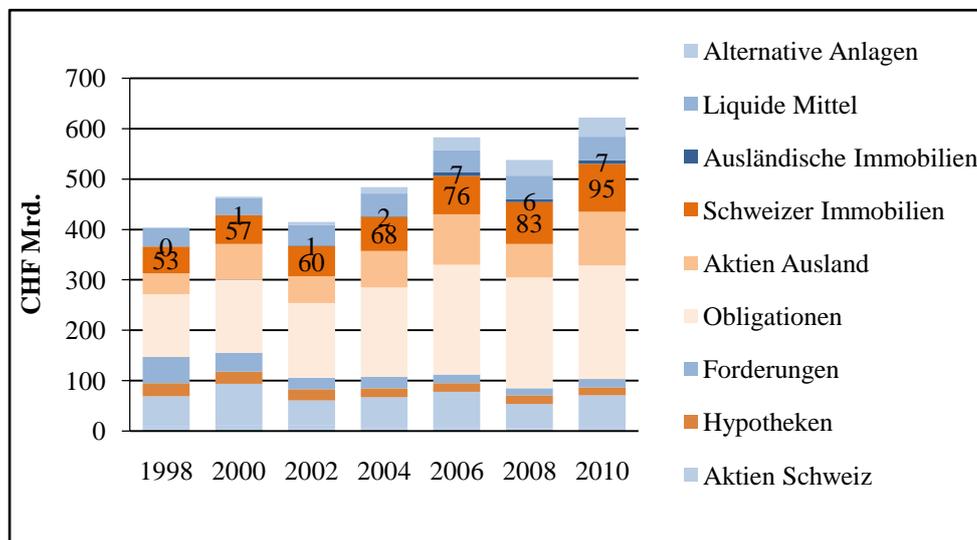


Abbildung 7: Anlagevermögen der Pensionskassen, vgl. Bundesamt für Statistik (Hrsg.) (2006) und Bundesamt für Statistik (Hrsg.) (2012)

3.3.2. Direkte versus indirekte Anlageformen für Immobilienanlagen im Ausland

Für die kleinen und mittleren Schweizer Pensionskassen spielen inzwischen indirekte und direkte Immobilienanlagen eine ungefähr gleich grosse Rolle. Der Abbau der direkten zugunsten indirekter Anlagen ist eine Entwicklung der letzten drei Jahre und somit noch jung. Wenn überhaupt, sind die Kassen im Ausland quasi ausschliesslich indirekt investiert. Bei den grossen Pensionskassen hat sich das Engagement in jüngster Zeit diesbezüglich nicht stark verändert. Unter ihnen sind einige über Anlagestiftungen oder auf andere Weise im Ausland vertreten, wie man in Tabelle 4 sehen kann. Weitere indirekte Immobilienvermögen im Ausland sind möglicherweise in der Anlageklasse Aktien enthalten, was nicht ohne weiteres aus den Geschäftsberichten hervorgeht.

Investitionen im internationalen Umfeld werden von institutionellen Anlegern aus der Schweiz auch über spezielle Anlagegefässe, also indirekt getätigt. Aus steuerlichen Gründen werden dazu gerne private SPVs genutzt, die in Drittstaaten ansässig sind. Für viele Anleger sind auch Fonds von Interesse, die ihnen über die Börsennotierung in der Schweiz einen rechtlichen Rahmen bieten und den Umweg über ein steuerliches Konstrukt im Ausland ersparen.

Pensionskasse	Gesamt AV	Immobilien AV	Immobilien AV Ausland	
	CHF Mio.	CHF Mio.	Soll Strategie	Ist 2011
PUBLICA	33'091	2'297	3,0%	0,0%
BVK Zürich	21'098	4'573	4,0%	2,8%
PK UBS	20'639	2'828	3,0%	2,5%
PK Migros	16'549	5'007	5,0%	2,6%
PK Stadt Zürich	13'204	1'542	4,5%	2,7%
PK Post	13'164	1'150	-	-
PK SBB	12'984	1'142	1,5%	3%
PK CSG (Schweiz)	12'728	1'353	-	-
PK Novartis	12'574	2'069	-	-
PK Basel Stadt	9'920	1'882	3,0%	2,5%
PK Bern	8'729	614	3,0%	2,3%
PK Aargau	8'029	1'225	3,0%	-

Tabelle 4: Portfoliogrösse und Immobilien-Quoten Ausland der grössten Schweizer Pensionskassen gemäss Geschäftsberichte 2011

Da bei hiesigen Vorsorgeeinrichtungen aber weniger Liquidität sondern eher Stabilität nachgefragt wird, steht eine tägliche Handelbarkeit nicht im Vordergrund des Investoreninteresses. Die Credit Suisse hat trotzdem im November 2011 den ersten börsengehandelten Schweizer Fonds lanciert, der ausschliesslich in nicht-Schweizer Immobilien investiert. Dessen Gewicht liegt zu gleichen Teilen auf Europa, Nordamerika und Asien/ Pazifik.

Die hiesigen Pensionskassen bevorzugen derzeit mehrheitlich kotierte Anlagen für Immobilieninvestitionen im Ausland. Einerseits erfolgen also im Inland vermehrt Investitionen in Schweizer indirekte nicht-kotierte Anlagen, andererseits dringen die Vorsorgeeinrichtungen parallel dazu im Ausland (EU, Nord-/ Südamerika, Asien/ Pazifik) in kotierte Anlageformen vor. Dennoch werden seitens Pensionskassen auch Potentiale für Auslandsinvestments mittels indirekter nicht-kotierter Investments gesehen. Dies ist bei Versicherungen weniger der Fall.⁷⁸ Mit zunehmender Erfahrung auf den Zielmärkten werden offenbar die kurzfristige Handelbarkeit unwichtiger und nicht kotierte Anlageformen attraktiver.

Wie sich Pensionskassen in anderen Industrieländern hinsichtlich Real Estate Anlagen in der letzten Dekade aufgestellt haben, untersucht ein umfassendes Papier von Andonov, Eichholtz & Kok (2012). Es beschäftigt sich u. a. mit der Kostenentwicklung bei

⁷⁸ Vgl. Jones Lang LaSalle (Hrsg.) (2011)

Investments in REITs und Direktanlagen bei internem oder externem Management⁷⁹ Es kommt zu dem Schluss, dass die Haupttreiber für Performance und Kosten, in den Faktoren Grösse der Pensionskasse, Region und der Wahl der Managementkonstellation liegen. Wenn man eine gute Performance und niedrige Kosten als Massstab für die Attraktivität einer Anlagenform ansieht, hiesse das, dass es einen Einfluss der Grösse einer Pensionskasse und der Managementkonstellation auf die Attraktivität einer Anlageform für eine Kasse gibt.

3.3.3. Gegenwärtige Motivation und Hemmnisse

In den ausgewerteten Veröffentlichungen⁸⁰ zeichnet sich ein vorherrschendes Bild vom Investitionsverhalten Schweizer institutioneller Anleger ab. Für die Anlage in Objekte oder in indirekte Gefässe im Ausland liegen verbreitet ähnliche Erkenntnisse vor, welche Gründe Anleger für oder gegen eine solche Investition anführen (Tabelle 5).

Gründe von Anlegern für oder gegen Auslands-Investitionen
Motive
Wachstumsstrategie bei Erreichen der Wachstumsgrenze im Heimatmarkt
Notwendigkeit zur Diversifikation des Portfolios wird erkannt
Unsicherheit über die weitere Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes
Zugang zu neuen Märkten und Segmenten
Renditeaussichten im Schweizer Markt fallen
Geschäftsmodell exportieren, um Wettbewerbern auszuweichen
Positive Research Berichte, Marktberichte
Hemmnisse
Anleger betätigen sich ungern auf fremden Märkten, da sie sich mit diesen nicht vertraut genug fühlen
Mühe, geeignete Anlagevehikel zu finden, führt zu Umsetzungsproblem ⁸¹
Mühe, geeignete Objekte zu identifizieren, führt zu Umsetzungsproblem durch zu hohen Prüfaufwand
Kostendruck bei der Vermögensverwaltung hält von prüfintensiven Anlageformen ab
Relative Überlegenheit des heimischen Immobilien-Marktes wird angenommen
Veränderungsdruck im Heimat- Markt nicht so gross, dass systematisch Alternativen gesucht werden
Grössere Volatilität auf ausländischen Märkten wirkt abschreckend (mehr Zyklizität)
Unsicherheit über den richtigen Investitions-/ Devestitions-Zeitpunkt
Niedriges Zinsniveau auf Zielmärkten
Versicherungen unterliegen stärkerem Druck aus neuen Regularien (FINMA, SST, Solvency II)

Tabelle 5: Übersicht zu Motiven und Hemmnissen bei Auslands-Investitionen

⁷⁹ Vgl. Andonov, Eichholtz, & Kok (2012)

⁸⁰ siehe auch Fussnote 60

⁸¹ Beispielsweise erfolgen in Schwellenländern Immobilien-Anlagen eher opportunistisch ausgerichtet mit Private Equity Charakter oder mit mangelhafter Rechtssicherheit.

In zahlreichen finanzökonomischen Studien werden für das Fehlen von Auslandsinvestments in Portfolios besonders folgende Hindernisse empirisch bestätigt: höhere Transaktionskosten, eine Absicherung von Anlagen eher auf dem Heimatmarkt und die Informationsasymmetrie. Bei privaten Anlagen in deutsche Aktien-Fonds sind solche Hindernisse z. B. von Oehler, Rummer & Wendt (2008) untersucht worden. Sie folgerten, dass die Investoren-Nachfrage auf die geographische Ausrichtung des Fonds mehr Einfluss hat als die Expertise des aktiven Fonds-Managements. Besonders ausgeprägt war dies bei grossen Fonds der Fall.⁸² Die am häufigsten in der Literatur genannten Variablen, die eine solche Nachfrage beeinflussen sind:

- Transparenz: je geringer die Transparenz der Märkte, desto besser die Möglichkeiten für Heimatinvestoren
- Grösse des kotierten Immobilienmarktes: je grösser, desto mehr Liquidität, was ausländische Investoren anzieht oder ermutigt und heimischen Investoren den Vorteil entzieht
- Besonderheit der Immobilie als Assetklasse
- Höhe von Transaktionskosten (Gebühren, Steuern)
- Höhe von Informationskosten (Personal, Kommunikation, Verwaltung)
- Regulatorische Hindernisse (Begrenzung ausländischer Anlagen)
- Fehlende Vertrautheit oder Misstrauen gegenüber ausländischen Märkten
- Sprachbarrieren und Geschäftsgebaren

Lütje und Menkhoff haben 2007 ebenfalls Faktoren beschrieben, die Auslandsinvestments behindern. Sie benennen institutionelle Hindernisse, Unsicherheit bzw. mangelnde Vertrautheit, informationelle Asymmetrie, gesetzliche Vorschriften, wenig professionelle Eigentümer und relativen Optimismus aus dem Heimatmarkt. Sie finden aber auch Anzeichen dafür, dass Verhaltensklärungen eine grössere Rolle spielen als Informationsvorteile. Die Rolle von institutionellen Hindernissen nimmt heutzutage nach ihrer Erkenntnis durch die höhere Integration der Finanzmärkte ab.⁸³ Das kann in der Tendenz, wenn auch zeitversetzt, auf die Immobilienmärkte übertragen werden.

Wenn sachliche Gründe, die Auslandsinvestments früher entgegenstanden, an Bedeutung verlieren und erkannte Vorteile von Auslandsanlagen nicht zum Ausbau solcher Investments führen, müssen die Beweggründe der Anleger genauer untersucht werden.

⁸² Vgl. Oehler, Rummer & Wendt (2008)

⁸³ Vgl. Lütje & Menkhoff (2007)

Der Einfluss von Anlegerverhalten auf Portfolioentscheide soll deshalb näher betrachtet werden. Im folgenden Kapitel werden Einflüsse und Verhaltensweisen vorgestellt, die Anleger bewusst oder unbewusst lenken und somit deren Investitionsentscheide beeinflussen. Ziel ist, für eine Ablehnung von Auslandsanlagen objektive, vernünftige Gründe von unterschwelligen, verhaltensbasierten Hemmnissen unterscheiden zu können.

4. Konzepte zum Entscheidungsverhalten und ihre Grundaussagen

Zur Beurteilung der Qualität von Anlageentscheidungen ist es nützlich, die verschiedenen Erkenntniswege zu verstehen, an denen Investoren ihren Entscheidungsprozess ausrichten. Unter Erkenntniswege verstehe ich die verschiedenen Schritte und Abläufe, die gewollt oder unwillkürlich ablaufen, um als institutioneller Investor zu einer Anlageentscheidung zu gelangen.

4.1. Arten von Entscheidungsverhalten

4.1.1. Organisatorischer Rahmen

Zunächst ist immer ein institutioneller und organisatorischer Rahmen vorhanden. Dieser gibt Performance- und Risikoziele, personelle und monetäre Ressourcen, zeitliche Vorgaben und Entscheidungsspielräume vor. Oft setzen Organisationen zusätzlich Rahmenbedingungen, die in die Kategorien Ethik, Nachhaltigkeit oder Soziales fallen. Solche Werte sind nicht in konkrete Zielzahlen der Anlagestrategie gefasst, sondern eher als Leitmotive für die Beteiligten in Reglementen. Für die Experten und Berater, die Anlageentscheidungen vorbereiten, stellt ein solcher Rahmen - besonders bei Gremienentscheidungen, die auch politisch beeinflusst sein können - eine Ungewissheit dar. Entweder stellen sich die Experten im Vorfeld auf diese Ungewissheit ein, indem sie gewisse Restriktionen in ihren Empfehlungen berücksichtigen oder sie warten eine Ablehnung oder Modifizierung ihrer Vorschläge durch einen Kommissionsentscheid ab. Eine rein portfoliotheoretische Sichtweise wird sich dabei selten durchsetzen lassen. Die Entscheidungsprozesse von Anlagekommissionen unterliegen somit vielfältigen Einflüssen, die jedoch für die Angehörigen einer Vorsorgeeinrichtung oder gar Aussenstehende nicht zwingend transparent sind.

Ein praktisches Beispiel für den Effekt dieses Prozesses: aus portfoliotheoretischer Sicht kann heute keine Vorsorgeeinrichtung ein Immobilienportfolio in Höhe von 40% ihres gesamten Anlagevermögens im Umkreis von 50km um ihren Geschäftssitz ernstlich gegenüber ihren Leistungsbeziehern vertreten. Das Klumpenrisiko ist zu gross. Es muss also andere wichtige Gründe geben, warum an solchen Portfolien festgehalten wird. Diese Gründe sind aus der Prämisse eines optimalen Portfolios nicht unbedingt stichhaltig, können aber wohl aus anderen Überlegungen eine Berechtigung haben:

- Vorsorgeeinrichtungen können etwa zum Ziel haben, ihre Mitglieder zu unterstützen, indem sie ihnen günstigen Wohnraum in räumlicher Nähe zum verbundenen Arbeitgeber zur Miete offerieren
- Pensionskassen können historisch nur im Wohnsegment investiert haben, da dieses den stetigsten Mietertrag versprach und die Nachfrage weniger von konjunkturellen Faktoren beeinflusst war als bei Geschäftsflächen
- Immobilien tragen aus ihrer traditionellen Bedeutung als „unvernichtbare“ Sachwert-Anlage die Eigenschaft, dass der Eigentümer eine haptische und emotionale Bindung zu ihr aufbaut

In obigem Beispiel hiesse das: strategisch könnte die neue Vorgabe erfolgen, eine grosse Immobilienposition von 50% des Anlagevermögens über einen gewissen Zeitraum deutlich zu reduzieren. Tatsächlich erfolgt dies aber nicht substanziell, weil beispielsweise die einmal definierten ethischen oder sozialen Ziele als politisches Statement vom Anlagekomitee höher bewertet werden (quasi als Definition eines no-go-area) als die Portfolio-Optimierung durch mehr Streuung. Zusätzlich wirken auf Investitionsentscheide und die Asset Allokation auch Einflüsse, die sich aus der Disposition einzelner Beteiligter ergeben.

Im Weiteren wird ein Überblick gegeben, welche wichtigsten psychologischen Einflussgrössen auf individuelle oder kollektive Investitionsentscheide in der Literatur beschrieben sind. Hierbei geht es weniger um den Einfluss des institutionellen, kulturellen oder gar gesellschaftlichen Rahmens. Vielmehr soll deutlich werden, welche unbewussten Mechanismen auf die Entscheidungsfindung Einzelner einwirken. Diese Phänomene sind in der Finanzwissenschaft unter dem Schlagwort „Behavioural Finance“ untersucht worden.

4.1.2. Existenz von „irrationalen“ Entscheidungsverhalten

Zunächst war dabei die Beobachtung bedeutend, dass Individuen sich bei ihren Entscheidungen nicht rein „rational“ im Sinne von Henry Markowitz und dessen Sichtweise vom effizienten Markt verhalten. Daraus leitete sich die Frage ab, ob Menschen demzufolge „irrational“ handeln. Die Antwort ist, weder noch. Vielmehr unterliegen Menschen verschiedenen „Korrekturmodi“, die sich aufgrund ihrer Erfahrungen und Charaktereigenschaften individuell herausbilden. Das Entscheidungsverhalten von Anlegern ist somit neben den sogenannten rationalen Grundlagen von diversen Variablen beein-

flusst, die - soweit ich feststellen konnte - speziell für Portfolioentscheide bei Immobilien noch nicht zusammengetragen und beschrieben wurden.

Das sogenannte rationale Verhalten bei Investitionsentscheidungen wird in Modellen der neoklassischen Wirtschaftslehre unter der Prämisse beschrieben, dass für den Anleger keine Unsicherheit über die Zukunft herrscht. Individuen maximieren demnach bei Entscheidungen ihren Nutzen basierend auf ihren Präferenzen, Einschränkungen und den ihnen zur Verfügung stehenden Informationen. Dabei spielt eine wichtige Rolle, welche Haltung der Anleger gegenüber dem Risiko einnimmt. Die Kompensation, die er für das Eingehen des Risikos erwartet, ist je nach seiner Risiko-Neigung unterschiedlich.

Wie Ackert & Deaves erläutern, wurde in vielen Untersuchungen gezeigt, dass Menschen ohne bestimmtes Vorwissen oder Hilfen ihre Entscheidungen nicht an rationalen Strukturen zur *Maximierung des erwarteten Nutzens* ausrichten. Tatsächlich werden die Regeln der Theorie zur Nutzenmaximierung⁸⁴ in der Praxis häufig verletzt und oftmals sogar Entscheidungen auf widersprüchlichen Annahmen basiert. Dieses Verhalten wirkt irrational.⁸⁵ Entscheidungen hängen vielmehr immer vom gesetzten Rahmen ab, d.h. davon, in welcher Art die Frage gestellt wird, wie das Individuum die Frage versteht und wie seine Persönlichkeit es beeinflusst. Wenn sich der Rahmen ändert, kann sich auch die Entscheidung des Individuums ändern. Im grösseren Kontext wird in der Behavioural Finance aus dieser Beobachtung abgeleitet, dass die sogenannte Irrationalität individueller Entscheidungen soweit gehen kann, dass kollektiv die Effizienz der Märkte davon beeinflusst wird.

4.1.3. Die Prospect Theory

Anstelle eine Theorie als eine Art Anleitung zum nutzenoptimierten Verhalten bei Finanzentscheidungen anzuwenden, nehmen andere Überlegungen das tatsächliche menschliche Verhalten zum Ausgangspunkt. Aus seiner Beobachtung wurden dann Theorien und Modelle abgeleitet. Voraussetzung war die Erkenntnis, dass sich Individuen bei ihren Entscheidungen unter Risiko oft widersprüchlich zu den bis dahin verbreiteten normativen Modellen verhielten. Schlüsselerkenntnisse waren:

- Individuen sind risikobereit oder risikoavers, abhängig von der Art der Aussichten

⁸⁴ Zu den Axiomen der „Expected Utility Theorie“, die lange Forschungsgrundlagen waren: vgl. Morgenstern & von Neumann (1944)

⁸⁵ Vgl. Ackert & Deaves (2010)

- Die Einschätzung von Gewinn oder Verlust wird an einem Referenzpunkt festgemacht; als Referenzpunkt dient meist der Status quo
- Menschen empfinden Verluste stärker als Gewinne, da sie den Wert von Gütern höher ansetzen, wenn sie diese selbst besitzen

Darauf basierend haben Daniel Kahneman und Amos Tversky 1979 die „Prospect Theory“ beschrieben.⁸⁶ Die oben genannten Beobachtungen haben zu der Erkenntnis geführt, dass Menschen nur unter theoretischen Bedingungen optimale Entscheidungen treffen können. Tatsächlich ist ihre Wahl sehr stark von den individuellen Rahmenbedingungen abhängig, d.h. vom Mass der Unsicherheit, der verfügbaren Information und Zeit sowie ihrer persönlichen Wahrnehmung und ihrem Gedächtnis. Für die Wahrnehmung bedeutet dies, die Leute sehen, was sie erwarten oder hoffen zu sehen. Für das Gedächtnis wird festgestellt, dass Erinnerungen lebendiger sind, wenn sie mit Emotionen verbunden sind.

Die Vielfalt zur Verfügung stehender Informationsquellen und Zusammenhänge löst aus, dass sich die Menschen verschiedener, oft unbewusster Faustregeln bedienen, um ihre Entscheidungen abzustützen: sogenannter Heuristiken.

In der Finanzwelt können neben jenen unbewussten, teils überlebenswichtigen Einschätzungen weitere „Entscheidungshilfen“ beobachtet werden, die sogar absichtlich oder bewusst bei Anlageentscheidungen eingesetzt werden, z. B.

- Bevorzugung vertrauter Kontexte (Familiarity)
- Ablehnung von Mehrdeutigkeit (Ambiguity Aversion)
- Ablehnung von Veränderung des Status quo (Status quo Bias)

Weil auch diese Theorie Schwächen, z. B. aufgrund der künstlichen Entscheidungssituation im Modell, aufweist, wurde in der Folge nach Möglichkeiten gesucht, den Einfluss der natürlichen Situation auf Entscheidungen zu erfassen.

4.2. Entscheidungstheorie im Portfoliomanagement

Mittlerweile wird davon ausgegangen, dass ein natürlicher Entscheidungsprozess von internen oder externen Reizen gestartet wird, welche eine spezifische Motivation auslösen. Die Bedeutung von unterschiedlichen Motiv- und Situationsarten (z. B. ob Gewinn oder Verlust droht, ob das Status- oder ein Grundbedürfnis befriedigt werden) wurde

⁸⁶ Vgl. Kahneman & Tversky (1979)

dafür nachgewiesen.⁸⁷ Wichtig scheint die wahrgenommene Eintretenswahrscheinlichkeit einer Option im Vorfeld einer Entscheidung zu sein. Von der ganz spezifischen, individuellen Situation hängt ab, wie eine numerische Entscheidung und ihr Nutzen im Vorfeld beurteilt werden.⁸⁸ In der Theorie der „Motivationalen Rationalität“ wird postuliert, dass Menschen nur zur Grundbedürfnisbefriedigung (mit grossen Wahrscheinlichkeiten) die sicherere Alternative verfolgen, bei Statusstreben (mit kleinen Wahrscheinlichkeiten) hingegen die Alternative mit maximalem Gewinn. Die Zuordnung zu den Wahrscheinlichkeiten erfolgt auf Basis eines unbewussten Vergleichs mit früheren Entscheidungsaufgaben, also auf Grundlage eines Gefühls.

Auf Portfolio-Entscheidungen übertragen, kann man annehmen, dass auch dort viele strategische Entscheidungen auf Grundlage der situativen Motivation der einzelnen Entscheider getroffen werden. Je nach auszufüllender Rolle können dabei z. B. politische, soziale, prozessuale oder persönliche Motive einen Einfluss haben. Diese Sichtweise soll unterstreichen, welcher grosser Einfluss auf Entscheidungen bei der Asset Allokation von der Motivation der damit befassten Menschen ausgeht.

4.2.1. Home Bias und ein optimales Portfolio

Obwohl die Anwendung von Heuristiken meist Zeit und Aufwand spart, führt sie manchmal in die Irre bei wirtschaftlichen Entscheidungen. Eine dieser Verhaltensweisen von Investoren, für die das vielfach nachgewiesen wurde, ist die Tendenz, stärker als nach Portfoliotheorie sinnvoll, in heimische, lokale Märkte zu investieren. Dieses Vorgehen wird im Allgemeinen Home Bias oder Domestic Bias genannt. Es entsteht aus der Vertrautheit mit heimischen Gegebenheiten aufgrund eines Informationsvorteils. Ähnlich verhält es sich auch bei der Bevorzugung heimischer Marken oder von Produkten der Firma, für die man arbeitet.⁸⁹

Dahinter steht aber nicht einfach ein Ausblenden ausländischer Märkte. Sondern die Präferenzen beim Anlageentscheid entstehen aufgrund von Abwägungen, die weiteren Biases unterliegen. Deren Ausprägungen kann man wie folgt präzisieren:

- Wo Informationen besser verfügbar und leichter zugänglich sind, werden Investments gerne konzentriert (Availability Bias)

⁸⁷ Vgl. Läge & Bänninger (2008)

⁸⁸ Vgl. Läge & Bänninger (2009)

⁸⁹ Gleichwohl kann es für die Bevorzugung heimischer Märkte eine rationale Begründung geben, worauf bei der Betrachtung der Schweizer gegenüber ausländischen Immobilienmärkten in Kapitel 3.1 eingegangen wird.

- Anlagen, die sich zuletzt gut entwickelt haben, werden weiterhin als gute Käufe eingeschätzt (Recency Bias)
- Entscheider lassen sich stärker von bisher verfügbaren Hinweisen leiten, statt ausreichend neue Informationen zu berücksichtigen (Anchoring and Adjusting Bias)
- Orientierung an gerade „passender“ Information wie: „früher gute Firma, heute gutes Investment“ (Representativeness)
- Absicherung eigener Information durch externe Bestätigung (Confirmation Bias)
- Neue Erkenntnisse werden nicht ausreichend berücksichtigt (Underreaction Bias)

Nun stellt sich die Frage, inwieweit diese Neigungen auch bei Immobilieninvestitionen nachweisbar sind. Der heimische Immobilienbestand ist weltweit in allen Immobilienmärkten überwiegend im Besitz einheimischer Investoren. Der Theorie zufolge müsste ein optimales Portfolio von Immobilien diese Ländergewichtung widerspiegeln, da die internationale Diversifikation einem Investor erlaubt, das Risiko seines Portfolios zu verringern, ohne den Ertrag zu schmälern.⁹⁰ Tatsächlich hat ein typischer US-, UK- oder BRD-Investor mehr als 80% seiner Immobilien im Heimatmarkt im Besitz. Er „übergewichtet“ sozusagen in seinem Portfolio den Anteil des Heimatmarktes. Wenn er die theoretische, effiziente Portfoliogewichtung verlässt, die idealer Weise den gesamten globalen institutionellen Immobilienmarkt in allen Segmenten repräsentieren müsste, überschätzt er entweder das Ertrags- und Risiko-Profil der Anlagen seines Heimatmarktes deutlich oder es kommen andere Faktoren zum Tragen, die seine Entscheidung gegen ein internationales Portfolio beeinflussen.

Solche anderen Faktoren können einerseits die Vertrautheit mit den heimischen Anlagemöglichkeiten sein, was sich bis zum Einfluss von Sprache, Kultur und Entfernung erstreckt. Davor sind auch institutionelle Investoren, denen eine gewisse Professionalität unterstellt wird, nicht gefeit. Andererseits können ebenso gut andere, rationale Restriktionen gegen eine Diversifikation im Ausland sprechen. Dazu zählen die bereits genannten gesetzliche Barrieren, Informationsvorteile im Heimatland, Bequemlichkeitsstreben, höhere Transaktionskosten und Steuern, Währungsdifferenzen oder das Ziel der Förderung der heimischen Wirtschaft.

Bei Fonds-Managern wurden im Zusammenhang mit ihrer Performance besonders Motive zur Förderung der heimischen Wirtschaft nachgewiesen. Beispielsweise sollte die lokale Nachfrage abgesichert werden, was bedeutet, bei lokalen Anbietern zu lokalen

⁹⁰ Dies wurde zuvor in den Ausführungen zur Modern Portfolio Theory in Kapitel 3.2.1 gezeigt.

Preisen zu kaufen. Dazu passt, dass Güter, die nicht international gehandelt werden, eher von lokalen Investoren nachgefragt werden. Vom lokalen Informationsvorteil profitieren bei Coval & Moskowitz (1999) allerdings eher kleine und fremdkapitalintensive Firmen.⁹¹

Viele der oben erwähnten Erschwernisse gelten aber für alle heimischen Investoren nahezu gleich, wie French & Poterba (1991) für die Besteuerung von Aktien zeigten. Sie stellten fest, dass die erwarteten Erträge, auch wenn Investments im Ausland höheren Steuerbelastungen unterliegen, nur 50 Basispunkte unter den ansonsten erwarteten liegen. Auch hinsichtlich der Transaktionskosten müssten die finanziellen Mittel ihren Ergebnissen zufolge eher den liquidesten Märkten zufließen, da dort mit den geringsten Transaktionskosten zu rechnen sei, und nicht den eigenen Heimatmärkten.⁹² Die Ertragserwartungen waren jedoch für die jeweiligen Heimatmärkte exzessiv höher als in den Vergleichsländern. Für die Ländergewichtung bei Wertpapieren haben French und Poterba den Effekt eindrücklich gezeigt. In ihren Analysen werden alle Übergewichtungen des Heimatmarktes ausserhalb der optimalen Gewichtung unter der Diagnose „Home Bias“ summiert. Für Immobilienanlagen kommen jedoch länderspezifische, regulatorische Anlagerestriktionen und Schwankungen in der Verfügbarkeit hinzu. Diese können in verschiedenen Ländern zu unterschiedlichen Ausprägungen der Cross Border Investments führen.

Die Faktoren, die zur überproportionalen Gewichtung von Anlagen in den jeweiligen Heimatmärkten führen, haben für indirekte Immobilienanlagen Imazeki & Gallimore (2009) am Beispiel von Fonds untersucht.⁹³ Sie weisen auch eine überproportionale Gewichtung von Anlagen in bestimmten fremden Ländern nach, die aus besonderer Vertrautheit mit den Gegebenheiten dort herrührt. Wo Home Bias bei Fonds deutlich auftritt, ist auch eine Übergewichtung von Anlagen in bestimmte Länder im Ausland nachweisbar. Diese Tatsache widerspricht den existierenden Finanzmarkttheorien. Darin werde postuliert, dass im internationalen Kapitalmarktgleichgewicht die höheren Eigenkosten für Auslandsinvestments entweder zu übermässiger Bevorzugung von heimischen *oder* ausländischen Investitionen führten. Imazeki & Gallimore resümieren, dass die Allokation zwischen inländischen und ausländischen Märkten eher von verschiedenen, voneinander unabhängigen Variablen beeinflusst ist, wie der Grösse des kotierten

⁹¹ Vgl. Coval & Moskowitz (1999)

⁹² Vgl. French & Poterba (1991)

⁹³ Vgl. Imazeki & Gallimore (2009)

Immobilienmarktes oder der subjektiven Wahrnehmung der Vertrautheit mit fremden Ländern.

4.2.2. Verhaltensbeeinflussende Faktoren zusammengefasst

Es gibt viele Gründe, die in der Literatur als Ursache für eine Übergewichtung des Heimatmarktes und der Vernachlässigung der internationalen Streuung nachgewiesen wurden. Dass selbst professionelle Fonds-Manager dem Home Bias unterliegen, wurde von Lütje & Menkhoff (2007) aufgezeigt.⁹⁴ Dessen Einfluss spiegelt sich nach ihrer Feststellung wider:

- in der besonderen Vertrautheit im Heimatmarkt
- in der Risiko-Erwartung in unmittelbarem Zusammenhang mit gegebenen Einfluss- und Kontrollmöglichkeiten
- in Gewinnoptimismus
- in übersteigertem Selbstvertrauen
- bei wenig Erfahrung
- in geringem Anreiz bei niedriger Gewinnbeteiligung
- in mehr Risikoaversion bei höherem Alter des Managers

Diese Beobachtungen können wahrscheinlich auf beauftragte Portfolio- und Assetmanager im Heimatland übertragen werden.

Home Bias stellt somit eine unbewusste Verhaltensweise dar, bei der durch unzureichende Diversifikation ein höheres Risiko im Portfolio hingenommen wird. Mit einer Expertenbefragung soll im Weiteren untersucht werden, inwieweit das Portfoliomanagement bei Immobilienanlagen ins Ausland von solchen oder weiteren Faktoren beeinflusst ist.

⁹⁴ Vgl. Lütje & Menkhoff (2007)

5. Empirische Untersuchung zum Entscheidungsverhalten

5.1. Untersuchungsgegenstand

Die Untersuchung soll zeigen, ob das Anlageverhalten institutioneller Anleger bei Auslandsinvestments im Immobilienbereich überwiegend sogenannten „rationalen“ Kriterien gehorcht, die eine bestmögliche Performance der angelegten Gelder bei bedürfnisgerechtem Risiko und vorgegebener Liquidität zum Ziel haben. Wenn sich Anleger hingegen an bestimmten „irrationalen“ Aspekten oder Verhaltensweisen orientieren, würde sie dies von einer objektiv besseren Asset-Allokation⁹⁵ abhalten.

Viele früher wahrgenommene Risiken bei Immobilienanlagen im Ausland, z. B. Währungsrisiken, Steuernachteile, Marktkenntnis sind heute nicht mehr im gleichen Mass von Bedeutung.⁹⁶ Mit den heute geltenden Doppelbesteuerungsabkommen, der Möglichkeit zur Absicherung von Währungsrisiken sowie der zunehmenden Transparenz und Standardisierung der Immobilien-Märkte sind einige Unsicherheiten abgebaut worden. Zumindest lassen sich die damit jeweils verbundenen Transaktionskosten genauer beziffern und in die Risikosteuerung einbeziehen. Diese Aspekte dürften heute keinen Hinderungsgrund mehr darstellen.

Wenn solche Kriterien als Hemmnisse für Auslandsinvestments angegeben würden, wäre zu überprüfen, ob der Anleger diese „rationalen“ Argumente nur vorgibt, tatsächlich aber von anderen, im Verhalten begründeten Faktoren geleitet ist. Würden solche Faktoren gefunden, könnten sie Anzeichen sein, dass ein Anleger sich bei seinen Entscheiden nicht an der theoretisch bestmöglichen Performance ausrichtet, sondern an der für ihn selbst oder seine Organisation *vermeintlich* besten. Dann wäre bestätigt, dass er seinen Entscheid auch auf unbewusste, intuitive oder gar irrationale Faktoren stützt - oder andere Ziele verfolgt.

Sollte eine immanente „Korrektur“ eines Entscheides, beispielsweise durch den Home Bias, sogar bewusst erfolgen, könnte dies einerseits dazu dienen, Abweichungen von der Benchmark im Nachhinein zu rechtfertigen. Andererseits könnte sie zur Verschleierung von „instinktiven“, erfahrungsgestützten Einzelentscheiden führen, was die Gefahr der unprofessionellen und damit falschen Anlageentscheide birgt.

⁹⁵ Gemäss Portfoliotheorie oder qualitativ/ heuristisch

⁹⁶ Dies wurde für die Schweiz schon 1995 von Suter (1995) bestätigt.

5.2. Hypothesen und Befragungssetup

Im Zusammenhang mit den eingangs formulierten Fragen und aufgrund der bisherigen Analyse werden folgende Hypothesen aufgestellt. Anhand dieser sollen die Kriterien der Anleger an ihre Entscheide in der Befragung überprüft werden:

1. Mit dem Verzicht auf internationale Diversifikation schränken die Anleger auch ihr Anlage-Universum um mehr Investitionsmöglichkeiten in internationalen Zielmärkten ein.
2. Der Anteil der Immobilienanlagen im Ausland bei institutionellen Investoren entspricht verbreitet nicht einem sinnvollen Anteil gemäss Portfoliotheorie. Die Anleger nehmen eine geringere Diversifikation als theoretisch sinnvoll in Kauf.
3. Immobilienanlagen in einem gemischten Portfolio werden - insbesondere seitens des Portfoliomanagements und der Immobilienverwaltung - häufig losgelöst von anderen Anlageklassen beurteilt (hinsichtlich Risiko, Performancebeitrag, Markt-Angebot, Verwaltungsaufwand, etc.). Deshalb ist die Assetklasse in einem gemischten Portfolio benachteiligt.
4. Abhängig vom Professionalisierungsgrad des Portfolio-Managements führen Hemmnisse und Motive zu unterschiedlichen Methoden bei Auslandsanlagen.
5. Die Handlungsspielräume zur Rendite-Verbesserung und Risiko-Streuung werden für Immobilien verbreitet nicht wahrgenommen oder nicht systematisch genutzt.

Um ein möglichst breites Bild des vorherrschenden Entscheidungsverhaltens bei Immobilien-Anlageentscheiden zu erhalten, werden Expertengespräche geführt. Die Gesprächspartner vertreten das Investment- oder Portfolio- Management im Immobilienbereich eines grossen institutionellen Anlegers der Schweiz (über CHF 1'000 Mio. Anlagevermögen) oder sind deren Produktanbieter oder Berater. Die angelegten Vermögen unterliegen den gleichen gesetzlichen und regulatorischen Rahmenbedingungen und ähnlichen Zielsetzungen. Aufgrund der Grösse des verwalteten Vermögens wird von einer tatsächlichen Professionalität der Vermögensverwaltung unter organisatorischen und Ertrags-Gesichtspunkten ausgegangen. Private Anleger werden in der Befragungsgruppe nicht berücksichtigt, da bei ihnen verstärkt individuell spezifische Entscheidungskriterien zum Tragen kommen.

Zunächst wird die Anlagestrategie der befragten Vorsorgeeinrichtungen und –stiftungen im Hinblick auf direkte/indirekte Immobilienanlagen und entsprechende Anlagen im Ausland sowie die Anlagehistorie der Vorsorgeeinrichtung dokumentiert. Dann wird die

tatsächliche Anlagesituation für Auslandsimmobilien und die mittelfristige Investitionsplanung erfragt. Danach wird die Organisation der Vermögensverwaltung festgestellt und auf welche Art und Weise der Entscheidungsprozess vonstatten geht.

Welche Methoden zur Anlageentscheid führen und welche Berater beigezogen werden, soll aufzeigen, wessen Verhaltensweisen den Anlageentscheid beeinflussen können. Die Abfrage der Markteinschätzung soll mögliche Defizite erkunden, die von den Anlegern bei der Umsetzung einer Auslandsstrategie wahrgenommen werden. Abschliessend wird die Selbsteinschätzung der Investoren zu ihrem Anlageverhalten erfasst.

5.3. Deskriptive Auswertung der Interviews

Die Befragung wurde überwiegend anhand von persönlichen Interviews von Mitte Mai bis Ende Juli 2012 durchgeführt. Eine Liste der Gesprächspartner ist im Anhang 4 aufgeführt. Im Folgenden werden erst weitgehend übereinstimmende, dann divergierende Einschätzungen aus der Befragung wiedergegeben:⁹⁷

5.3.1. Übereinstimmende Einschätzungen

Die weitgehend übereinstimmenden Einschätzungen wurden in die vier Themenbereiche Strategische Asset Allokation/ Entscheidungsprozess, Motive/ Chancen, Hemmnisse sowie Veränderungen/Trends gegliedert.

(1) Strategische Asset Allokation und Entscheidungsprozess

Immobilien-Anleger halten ihre Portfolios häufig nach traditionellen, gewohnheitsmässigen Anlagekriterien. Gesucht werden mit direkten Anlagen in Immobilien relative Sicherheit, früher bereits erzielte Renditen, der Erhalt eher lokaler Streuung wegen der vorhandenen eigenen Expertise im Asset Management, geringe Marktschwankungen sowie Stetigkeit – somit direkte, lokale Portfolios in bekannten Märkten. Dies schliesst zunächst geographische oder Nutzungs-Diversifikation eher aus. Den Umgang mit zyklischen Märkten sind Anleger vielfach nicht gewohnt.

Der Entscheidungsprozess zur Immobilien-Anlage erfolgt heute nach professionellen Kriterien. Er beinhaltet zunächst eine Grob-Allokation, oft aufgrund einer ALM-Studie, wobei bereits ein Grundsatzentscheid zur Berücksichtigung von Auslandsanlagen in Immobilien getroffen wird. Die Festlegungen in dieser Phase reflektieren schon den Umgang mit Bestand. Erst die Fein-Allokation beschäftigt sich mit der strategischen

⁹⁷ Die Leitfragen der Interviews sind im Anhang 5 nachzulesen.

Quote und den taktischen Bandbreiten sowie einer Aufteilung auf direkte oder indirekte Anlageformen. Immobilienanlagen reizen in den Anlage-Gremien allerdings zu Diskussionen über Einzelobjekte, da das Asset physisch greifbar und emotional besetzt ist, was eine rationale Betrachtung unter anderen Assetklassen behindern kann.

Der Einfluss der externen Berater auf die Asset Allokation allgemein und die Stiftungsräte im speziellen wird als sehr gross angesehen. Wenige grössere Firmen sind schweizweit für das ALM tätig und marktbestimmend. Ihr Einfluss auf die Berücksichtigung von Immobilienanlagen im Ausland wird als weitreichend bezeichnet. Im Wettbewerb mit internationalen Anbietern werden diese Firmen weniger gesehen. Die Produktnachfrage werde von ihren Empfehlungen tangiert.

(2) Motive und Chancen für Auslandsanlagen

Risiko-Diversifikation ist das Hauptmotiv für Auslandsanlagen. Der Wunsch nach Partizipation am Wirtschaftswachstum anderer Länder erscheint nachrangig (v. a. bei direkten Anlagen). Die Chance, mit Auslandsinvestments neue Märkte zu erschliessen oder höhere Renditen zu erwirtschaften, wird untergeordnet gegenüber den damit verknüpften Risiken wahrgenommen. Vielmehr wird die richtige Wahl des Investitionszeitpunkts als ein entscheidender Faktor für eine nachhaltige Rendite genannt.

Die Verfügbarkeit von passenden Anlageprodukten hat gemäss den Gesprächspartnern deutlichen Einfluss auf die Strategiewahl. Dass die Wahrnehmung von Immobilienanlagen positiv besetzt ist, wird als Potential für Auslandsanlagen nicht ausgeschöpft: Diskussionen um ungenügende Rendite finden eher bei anderen Anlageklassen statt. Immobilien werden wie Rohstoffe verbreitet als gutes Zukunftsprodukt wahrgenommen.

Schweizer Gesetze und Regulierung stellen keine Einschränkung dar; ohne diese Bedingungen wären die Portfolios nicht anders. Mit dem hiesigen Gefäss der Anlagestiftungen wird sogar ein Organisations-Vorteil gegenüber steuerlichen Vehikel-Konstruktionen im Ausland wahrgenommen.

Im Portfolio-Management behindern keine Interessenkonflikte zwischen Managern von Inlands- und Auslandsinvestments die Berücksichtigung von Auslandsinvestments. Die Bewilligung von Ressourcen zum Aufbau von Strukturen für Auslandsinvestments erfolgt i. d. R. im Nachgang zum Grundsatzentscheid für oder gegen eine solche Strategie. Die Kosten-Effizienz der Vermögensverwaltung bedarf mehr Beachtung, damit Auslands- und Inlandsrenditen konkurrenzieren können.

(3) Hemmnisse bei Auslandsanlagen

Konsistent wurden von den Gesprächspartnern folgende Einschränkungen genannt, die Auslandsanlagen derzeit behindern. Sie werden in Tabelle 6 nach den Einflussbereichen Produktangebot, Organisations- und Portfoliostruktur, sowie Management-Prozesse und –Kompetenzen gruppiert. Später werden diese Faktoren nach stichhaltigen und unter-schwellig vom Anlegerverhalten beeinflussten Gründen differenziert.

Hemmnisse bei Auslandsanlagen nach Einflussbereichen	
Produktangebot	
a	Mangel an verfügbaren nicht-kotierten Produkten; Experten prüfen eher Alternativen zu Immobilien (Hedge Fonds, Private Equity, etc.)
b	Bewertung von nicht-kotierten Anlagen erfolgt nicht zu Marktpreisen
c	Hohe Kosten der Auslandsprodukte im Vergleich mit Schweizer Anlagestiftungen; Währungsabsicherung und Gebühren werden als Zusatzkosten wahrgenommen
d	Entscheidung für Auslandsinvestments werden aufgrund eines spezifischen Produktes getroffen, nicht in erster Linie wegen der geplanten Auslandsquote
Organisations- und Portfoliostruktur	
e	Kleine Portfolios für Auslandsanlagen ungeeignet (anders bei Aktien), wegen mangelnden Volumens auch keine Umsetzung mit Direktanlagen möglich
f	Geringe Risikofähigkeit der Pensionskassen
g	Kleinteilige Pensionskassen-Struktur hemmend für Umsetzung Auslandsquote, Konsolidierung nötig
h	Strukturthemen und –debatten innerhalb der Pensionskassen lenken vom Diskurs über Auslands-Immobilienquote ab und binden Personal, historische Portfolios werden wenig in Frage gestellt
Management-Prozesse und –Kompetenzen	
i	Anfangsinvestitionen und etwa zwei Jahre Zeit werden zum Aufbau eines eigenen indirekten internationalen Immobilien-Portfolios notwendig: ein Kooperationsnetz mit lokalen Partnern und Beratung für die Organisationsstruktur sind erforderlich
j	Umgang mit höherer Volatilität, Zyklizität und anderen Segmenten als Wohnen ist man nicht gewohnt; längere Erfahrung ist nur mit stabilem Schweizer Markt vorhanden
k	Im Berichtswesen ist niedrige Volatilität als gefühlter Massstab für Sicherheit gewünscht; die Verlust-Toleranz in Gremien ist bei Immobilien geringer als beispielsweise bei Aktien
l	Verbreitet wird „Beraterhörigkeit“ gespürt, eigene Überlegungen treten in den Hintergrund
m	Entscheidungsprozess und –motive (somit Bedürfnisse) für Externe undurchsichtig
n	Raum für Markterweiterung gegeben, jedoch Unsicherheit vorherrschend

Tabelle 6: Hemmnisse bei Auslandsinvestments nach Einflussbereichen

(4) Geplante oder erwartete Veränderungen und Trends

Direkte Auslandsinvestments werden weitgehend nicht nachgefragt: wer diese möchte, hat schon Strukturen dafür aufgebaut. Verbreitet liegt damit wenig Erfahrung vor. Wegen der Austrocknung der Schweizer Zielmärkte werden aber punktuell auf bereits bekannten, benachbarten Auslandsmärkten Alternativen angedacht.

Die kotierten Auslands-Anlagen werden bei grossen Anlegern eher abgebaut, die gesamte Immobilien-Quote Ausland soll nicht oder kaum steigen. Grosse Investoren gehen auf Managersuche für eine Separate Account Struktur. Investitionen in Schwellenländern werden eher zurückgefahren und etablierten Märkte nachgefragt. Kleine Pensionskassen, die in der Schweiz stark direkt in Immobilien investiert sind, investieren im Ausland indirekt kotiert.

Die meisten Anleger befinden sich in individuelle Phasen zum Erfahrung sammeln mit verschiedenen Anlageformen. Der Zusammenschluss von Portfolios bzw. von Vorsorgeeinrichtungen wird für Auslandsinvestments aber vermehrt angestrebt, um grössere Portfolios mit mehr Diversifikation und Synergien zu schaffen.

5.3.2. Divergierende Einschätzungen

Bei den erfahrenen Managern herrscht die Auffassung vor, dass auf internationalen Immobilienmärkten nicht mehr Unsicherheit als im Inland herrscht. Ohne längere Erfahrung mit Auslandsanlagen wird dies anders gesehen.

Die Risiken im Ausland werden für direkte Anlagen von den Produkthanbietern erheblich höher eingeschätzt, da das Risiko veränderter Gesetzeslage im Anlagezeitraum besteht. Für indirekte Anlagen sei dies beherrschbar, so der Blickwinkel der Anbieter. Die Investoren sehen hingegen, dass indirekte Anlagen wegen der schnelleren Liquidierbarkeit unerfahrenen Anlegern mehr Sicherheit suggerieren. Tatsächlich habe die Wahl des richtigen Zeitpunktes aber ebenso grossen Einfluss auf die Sicherheit, sagen die Experten.

Der Anlageprozess scheint vielfach professionell organisiert zu werden, jedoch wirken sich offenbar individuelle Entscheidungsmotive auf Kollektiventscheide aus, ohne dass diese Motive für alle Beteiligten und Betroffenen transparent werden.

5.4. Einordnung von Anlegerverhalten

5.4.1. Interpretation

Obwohl das Rollenverständnis der Gesprächspartner und die Involvierung in Anlageentscheide unterschiedlich sind, werden weitgehend dieselben Hürden für Auslandsinvestments gesehen. Sowohl aus dem Blickwinkel eines Produkthanbieters, wie auch aus dem eines Portfolio-Managers wird den Auslandsimmobilien trotz ihres Beitrags zur Diversifikation derzeit wenig Zuwachspotential zugesprochen. Dies ist überraschend, weil in der Schweiz den Immobilienanlagen insgesamt eine hohe Bedeutung zukommt.

Trotz fachlich fundierter Vorschläge in den Gremien beobachten einige Gesprächspartner Entscheidungsprozesse, die von individuellem Verhalten geprägt werden und deren Ausgang für sie nicht immer rational nachvollziehbar ist. Bei einigen Pensionskassen folgt der Stiftungsrat konsequent den fachkundigen Empfehlungen seines Anlageausschusses, bei anderen scheint er sich zusätzlich von übergeordneten Zielsetzungen oder individuellen Motiven leiten zu lassen. Bei Uneinigkeit oder im Zweifelsfall (d. h. bei *gefühlter* Unsicherheit) mag ein Entscheid somit gegen Auslandsanlagen gefällt werden. Um eine Ursache dafür zu verdeutlichen, werden die zuvor in Absatz 5.3.1 (3) genannten Hemmnisse und Defizite bei Auslandsanlagen differenziert. Die Hemmnisse lassen sich einteilen in triftige Gründe, die sich auch in den zuvor genannten Quellen hinlänglich bestätigt finden und Begründungen, die motivational angeregt sein können. Die Hemmnisse mit objektiver Erklärung (Tabelle 7) bestehen ohne Verhaltenszusammenhang und können als rationale Gründe für die Ablehnung von Auslandsinvestments bezeichnet werden.

Objektiv erklärbare Hemmnisse			
	Begründung	Erklärung	Behavioural Bias
i	Initialkosten	Amortisation erforderlich	-
h	Immobilienquote nicht im Debatten-Fokus	Zeit- und Kompetenzproblem	-
a	Mangel an passenden Produkten	Geringe Nachfrage zementiert Angebotspektrum	-
e	Portfoliogrösse	Mindestvolumen nicht vorhanden	-

Tabelle 7: Hemmnisse bei Auslandsinvestments mit objektiver Erklärung

Anderen in dieser Untersuchung gefundenen Hemmnissen können Verhaltensweisen zugeordnet werden, die begreiflich machen, auf welche Art Entscheidungsträger teilweise mit diesen Faktoren umgehen. Diese Verhaltensweisen können mit einem Behavioural Bias⁹⁸ erklärt werden (Tabelle 8). Wenn Entscheider nun solche Begründungen angeben, kann dies bedeuten, dass sie von anderen, unbewussten Zielen bei ihren Beschlüssen geleitet werden, als es ein optimiertes Portfolio erfordert.

Diese Unterteilung in objektive und motivationale Hemmnisse erlaubt keine quantitative Aussage, wie stark die jeweiligen Einflüsse auf die Anleger wirken. Sie soll lediglich verdeutlichen, welche unbewussten Verhaltensweisen neben objektiven Faktoren auf Anlageentscheide wirken können. Wenn solche Einflüsse auf Entscheidungen feststell-

⁹⁸ Zu psychologischen Biases s. a. Absatz 4.2.1

bar sind, ist dies ein Hinweis darauf, dass der Anleger von unbewussten, intuitiven oder gar irrationale Einflüssen von einem gut diversifizierten Portfolio abgehalten wird.

Motivationale Hemmnisse			
	Begründung	mögliche Verhaltensweise	Behavioural Bias
b	Art der Bewertung nicht kotierter Anlagen	Schwankungen werden geglättet, Vergleichbarkeit verhindert	Anchoring and Adjusting
f	Hinweis auf mangelnde Risikofähigkeit der PK	Risiken im Heimatmarkt werden unterschätzt oder ausgeblendet	Home Bias
c	Zusatzkosten zu Inland	werden nicht ausreichend risikoadjustiert	Status quo
j	Ungewohnte Umstände	Zustandsbewahrung	Familiarity
e	Beratereinfluss	Absicherung von bestehenden Positionen	Confirmation
g	PK-Struktur kleinteilig	Lokale Verbundenheit bewahren und rechtfertigen	Representativeness
m	Intransparenz der Entschiede	Schutz suchen vor Kritik	Underreaction
n	Unsicherheit	Furcht vor dem Unbekannten	Home Bias
d	Produktauswahl	Angebotsspektrum beeinflusst Auslands-Quote, nicht umgekehrt	Availability

Tabelle 8: Motivationale Hemmnisse, zugeordnete Verhaltensweisen und Biases

5.4.2. Diskussion der Hypothesen

In der Diskussion der Hypothesen wird gezeigt, welche Kriterien die Anleger heranziehen und wie sich die zuvor genannten Hemmnisse in praktischen Entscheidungen niederschlagen. Die nachstehenden Erkenntnisse bezüglich der Hypothesen (siehe Seite 47) basieren auf weitgehend konsistenten Einschätzungen der Befragungspartner. Unterschiede haben sich vorwiegend aufgrund ihrer verschiedenen Rollen im Anlageprozess gezeigt.

1. Die Anleger treffen aufgrund ihrer bisherigen Erfahrung oder der Beobachtung der Erfolge anderer inländischer Investoren den Entscheid für oder gegen internationale Diversifikation. Sie setzen eine von ihnen gewünschte Diversifikation des Vermögens nicht nur mit Immobilien um. Ihr angestammtes Immobilien-Anlagefeld können sie im internationalen Kontext kaum vergrößern, da die ausländischen Märkte vorwiegend aus Gewerbeliegenschaften bestehen. Wohnimmobilien sind dort nur vereinzelt zu akquirieren. Sie könnten aber ihr Spektrum um neue Segmente erweitern, was die wenigen Anleger, die ihre Auslandsanlagen ausbauen möchten, auch tun. Insofern trifft die Vermutung vergebener Chancen bei einem vergrößerten

Marktumfeld nur auf solche Anleger zu, die eine Diversifikation mit anderen Segmenten wie beispielsweise Handels- oder Logistik-Immobilien ablehnen.

2. Die Auslandsquote entspricht nirgends einem portfoliotheoretischen Optimum bezogen auf die Immobilien alleine. Die Anleger innerhalb der Schweiz erfahren jedoch im Europäischen Vergleich eine einmalige Entwicklung ihrer inländischen Immobilienanlagen mit einem kumulierten Wertzuwachs von 5% seit 2007 - durch die weltweite Immobilienkrise hindurch.⁹⁹ An dieser jüngeren Entwicklung wird die Performance von ausländischen Immobilienanlagen vielfach gemessen. Die hohen Erwartungen der Investoren werden durch ausländische Anlagen im bevorzugten Core-Segment kaum erfüllt und entsprechend gering werden diese Anlagen innerhalb des Immobilienportfolios gewichtet. Eine niedrige Auslandsquote spiegelt daher vor allem die positiven Erwartungen vieler Investoren an die künftige Entwicklung der inländischen Immobilien wider. Relative Sicherheit und Stabilität geht solchen Anlegern vor Diversifikation und dementsprechend ist ein geringer Auslandsanteil aus ihrer Sicht richtig.
3. Investment-Management und Asset-Management bzw. lokale Immobilienverwaltung haben eine divergierende Sichtweise auf Immobilienanlagen, welche erschwert, die Rolle und den erwarteten Beitrag von Immobilien im Kontext des Gesamtportfolios zu reflektieren. Als Prämissen im Management wurden in den Gesprächen folgende genannt: Bei extern vergebenen Mandaten sind Vertrauen, Verlässlichkeit und nachgewiesene Erfolge entscheidend. Eine Personalisierung der Beziehungen wird als ungünstig eingestuft. Bei internen Mandaten wird eine Unabhängigkeit von Arbeitgeber-Interessen wichtig für die Professionalität angesehen. Da sich das interne Asset-Management als ausführendes Organ begreift, gehen kaum strategische Impulse von ihm aus. Ähnliches scheint für externe Produkthanbieter zu gelten. Umgekehrt ist für indirekte Anlagen keine spezifische Immobilien-Kenntnis bei den Investment-Managern notwendig. Produktentscheide bei Immobilien (ob z. B. direkte oder indirekte Anlagen) haben insofern weitreichende Konsequenzen auf die erforderlichen Kompetenzen und Ressourcen im Management. Somit lassen sich Produktänderungen auch wegen der personellen und organisatorischen Folgen nicht kurzfristig realisieren. Die Vermutung, dass das Management von Immobilien vielfach eine Sonderrolle gegenüber dem Management anderer Vermögensklassen einnimmt, findet sich bestätigt. Dies kann sich nachteilig auswirken, wenn das Immobili-

⁹⁹ Vgl. Piazzolo (2012), S. 2

lien-Portfoliomanagement nicht gut in die Organisation des Gesamtportfolio-Managements eingebettet ist und ein Eigenleben führt.

4. Der Nutzen einer Anlage ergibt sich für den Anleger oder seine Organisation immer aus dem spezifischen Kontext, indem er seine Anlage-Entscheidung trifft. Bei Auslandsanlagen wird dieser Nutzen von erfahrenen Anlegern nahezu ausschliesslich in der Diversifikation gesehen. Die Streuung erfolgt weitgehend in wenig korrelierte Wirtschaftsräume, die gegenüber der Schweiz ein anderes Profil an Demographie, Wohlstand und Wachstum aufweisen und Aufwertungspotentialen versprechen. Solche Anleger haben Hindernisse wie Initialkosten und Produktverfügbarkeit überwunden und Partnerschaften für die Umsetzung aufgebaut. Eine gewisse Mindestgrösse des Anlagevolumens ist dafür Voraussetzung.¹⁰⁰ Für die Produktanbieter stehen daneben noch die Renditepotentiale im Vordergrund. Ob von weniger erfahrenen Anlegern oder kleinen Pensionskassen in der globalen Diversifikation ein solcher Zusatznutzen gesehen wird, konnte in der Befragung nicht geklärt werden. Für sehr grosse Pensionskassen mit über CHF 5 Mrd. Anlagevermögen ist die strategische Zielquote für Auslandsimmobilien meist höher als die tatsächlich erreichte.¹⁰¹ Dort ist die Absicht zur Diversifikation vorhanden, jedoch führen taktische Erwägungen (z. B. Laufzeitenverschiebung) zu einer langsamen Umsetzung. Kleineren Institutionen fällt ungleich schwerer, die nötige Kompetenz selbst aufzubauen oder die Kostenstruktur bei der Umsetzung mit Externen schlank zu halten. Entsprechend stärker sind sie auf die Verfügbarkeit von passenden Produkten ohne komplexe Verschachtelung angewiesen. Die Anlagestiftungen sind als „Selbsthilfeeinrichtung“ zunächst ein adäquates Instrument. Wenn die eingebrachten Anteile aber sehr klein sind, lässt sich ein gut diversifiziertes Auslandsportfolio kaum umsetzen. Die Portfoliogrösse wirkt sich somit unmittelbar auf den möglichen Professionalisierungsgrad hinsichtlich Diversifikation aus.
5. Da der Schweizer Immobilienmarkt bisher den internationalen Märkten überlegen wahrgenommen wird (relative Sicherheit, stabiles Marktumfeld, niedrige Volatilität, Wertzuwächse, etc.), werden kaum Anreize zur langfristigen Renditeverbesserung im Ausland gesehen. Das Ziel der Risiko-Streuung wird davon eher losgelöst gesehen und angegangen. Beispielsweise glauben manche Anleger, in ihren Schweizer Immobilien noch genug Bewertungsreserven zu haben, um bei Marktkorrekturen im

¹⁰⁰ Bei etwa CHF 100 Mio. Anlagevermögen scheint ein gutes indirektes Portfolio im Ausland möglich, für CHF 500 Mio. soll eine individuelle Managerlösung darstellbar sein.

¹⁰¹ Eine Übersicht über die strategische Allokation grosser Pensionskassen wird in Anhang 4 gegeben.

Inland glimpflich davon zu kommen. Ob dies auch für kleine Anleger mit Klumpenrisiken in ihren direkt gehaltenen Portfolios gilt, könnte Gegenstand einer weiteren Untersuchung sein. Für diese Anleger müsste gerade die geographische Diversifikation ein verbessertes Rendite-Risiko-Profil bieten. Die Handlungsspielräume kleinerer Anleger zur Diversifikation hängen stark mit einer kleinen Produktpalette zusammen. Solange die Ergebnisbeiträge der verfügbaren Immobilienanlagen im Ausland nicht mit denen Schweizer Direktanlagen mithalten können, werten solche Anleger die Auslandsanlagen als zu unsicher. Sie setzen die nötige Diversifikation eher mit anderen Assetklassen um. Umgekehrt scheinen auch durch die unter Druck stehenden Anfangsrenditen im Inland noch keine Anreize zur aktiven Erweiterung der Handlungsspielräume gesetzt. Die befragten Anlagestiftungen registrieren keine erhöhte Nachfrage nach Auslandsprodukten aufgrund der Marktsituation in der Schweiz.

5.5. Ergebnis der empirischen Untersuchung

Wenn man die Erkenntnisse aus den Hypothesen vor dem Hintergrund der zuvor erläuterten Verhaltenseinflüsse reflektiert, wird deutlich, dass in der jeweiligen Managementstruktur des Anlegers und der Art und Weise seiner Entscheidungsprozesse ein wesentlicher Treiber für Auslandsinvestments liegt. Der Investor trifft eine Produktwahl bei gegebener Verfügbarkeit. Er regelt seine Organisationsstruktur abhängig von seinen strategischen Portfolio-Zielen und baut dafür Management-Kompetenzen und Prozesse auf. Insofern reflektiert ein Entscheid für oder gegen Auslandsinvestments immer auch bestehende Portfolio- und Managementstrukturen und sich daraus ergebende Verhaltensmuster, wie beispielsweise die Ablehnung von Volatilität.

Investoren, die heute auf eine breite und positive Erfahrung mit Auslandsanlagen zurückgreifen können, haben professionelle Strukturen für das Management der Anlagen und die Entscheidungsprozesse etabliert. Sie verfolgen mit Auslandsanlagen als oberstes Ziel die Diversifikation und nutzen die Möglichkeiten zur Diversifikation innerhalb und zwischen Assetklassen. Weniger erfahrene Anleger nehmen stärker Hindernisse für Auslandsanlagen im Produktspektrum und in ihrer vorhandenen Portfoliostruktur wahr, was für sie eine Diversifikation im Ausland nachrangiger erscheinen lässt. Sie können durch ihren Fokus auf ein Segment im Handlungsspielraum eingeschränkt sein und unsicher, ob sie ihr Spektrum erweitern sollen. Meist können sie nicht alleine die notwendige Grösse des Anlagevolumens für Auslandsanlagen bereitstellen. Sie beobachten die Erfolge anderer Anleger mit Auslandsinvestitionen und sind auf Empfehlungen von

Externen angewiesen. Die Qualität eines Immobilien-Portfolios wird also kontinuierlich durch nützliche und weniger sinnvolle Verhaltensweisen der Entscheidungsträger beeinflusst, wie Abbildung 8 verdeutlicht.



Abbildung 8: Auswirkung von Verhaltensweisen der Anleger auf die Portfolio-Qualität

Um Institutionen und das Anlageverhalten ihrer Entscheider zu klassifizieren, wurde eine Möglichkeit entworfen, die Investoren hinsichtlich ihres vorherrschenden Anlageverhaltens einzuordnen. Ein Ansatz zur Verdeutlichung wäre, die Verhaltensweisen anhand bestimmter Ausprägungen als Mass für Professionalisierung und Grösse aufzuzeigen. Denkbare Merkmale und ihre Ausprägungen sind in Anhang 6 aufgelistet. Die damit mögliche Reflexion des Anlegerverhaltens könnte helfen, das Zustandekommen von Anlageentscheidungen besser zu verstehen. Wie eine Institution handelt, bestimmen Menschen, die Entscheide mit bestimmten Einstellungen und Motiven prägen. Dem sollte aus Eigeninteresse einer Organisation Rechnung getragen werden, um langfristige Anlageziele verfolgen und umsetzen zu können. Ziel ist, mit einer Klassifizierung Prozesse bewusst zu machen und Schritte zur Optimierung aufzuzeigen. Der gezeigte Ansatz müsste bis zur Anwendbarkeit noch verfeinert werden.

6. Zusammenfassung

Schweizer institutionelle Anleger betätigen sich mit verschiedenen Anlageformen in geringem Umfang in ausländischen Immobilienmärkten. In erster Linie zur Diversifikation ihrer Anlagen halten sie einen kleinen Teil ihres Gesamtportfolios in indirekten Immobilienanlagen. Dieser Anteil soll sich in nächster Zeit i. d. R. nicht erhöhen.

Objektive Faktoren, die viele institutionelle Anleger hindern in Immobilien oder Immobilienprodukte im Ausland zu investieren, sind eine zu kleine Portfoliogrösse für internationale Diversifikation, fehlende Managementkompetenzen und –ressourcen sowie damit verbundene Initialkosten. Eine mangelnde Produktverfügbarkeit scheint einerseits bereits bei der Asset Allokation die Auslandsquote von Immobilien zu drücken. Andererseits sind Produkthanbieter auch nur vereinzelt mit der Nachfrage nach alternativen Produkten im Ausland seitens der Pensionskassen konfrontiert. Daneben bestätigten sich eine Reihe verhaltensbasierter Einflüsse, die Auslandsanlagen erschweren.

6.1. Hemmnisse für Auslandsinvestments

Insbesondere im Investmentmanagement werden Potentiale von Investments stärker als im Asset Management über den spezifischen Charakter der zugrundeliegenden Anlageform als über Anlageklassen beurteilt. Quoten werden folglich nicht allgemein *Immobilienanlagen* zugewiesen, sondern über die Eigenschaften des in Betracht kommenden Produktes bestimmt (z. B. Amerikanische REITs, nicht kotiertes Luxemburger Beteiligungsvehikel ähnlich einer Anlagestiftung, Schweizer internationaler Fond, etc.).¹⁰² Institutionelle Anleger unterstützen zwar die Notwendigkeit der Diversifikation in ihrem Portfolio, allerdings sehen sie diese Erfordernis stärker zwischen Assetklassen.

Die Notwendigkeit einer systematischen Diversifikation innerhalb der Asset-Klasse „Immobilien“ wird vor allem von erfahrenen Anlegern gesehen und auch umgesetzt. Weniger sophistizierte Anleger dagegen verhalten sich geradezu prototypisch wie gemäss der Prospect Theory (siehe 4.1.3) zu erwarten ist:

- risikoavers bei wahrgenommener unsicherer Perspektive ausländischer Immobilienanlagen, der Nutzen von Diversifikation wird nicht gesehen
- referenzierend auf den Status quo ihrer Immobilienanlagen in der Schweiz (v. a. hinsichtlich Performance und Segmentwahl)

¹⁰² Zur Differenzierung kann das 4-Quadranten-Modell aus Absatz 3.2.2 herangezogen werden.

- Verlust vermeidend, solange sie die Gewinne, die mit Auslandsinvestments vermeintlich zu erzielen sind, niedriger ansetzen, als die Gewinne, die mit ähnlichen „Gütern“, die sie selbst besitzen (d. h. Schweizer Immobilien), erzielbar sind

Die damit einhergehende Übergewichtung des Heimatmarktes (Home Bias) als vermeintlich sicherere Alternative hat aber gemäss den Erkenntnissen aus der Befragung wenig mit besonderer Vertrautheit oder Informationsvorteilen gegenüber fremden Märkten zu tun. Vielmehr kann dieses Verhalten auf den Status quo zurückgeführt werden, in dem die gefühlte Unsicherheit und damit Risikoerwartung für Immobilienanlagen im Ausland derzeit grösser ist als im Heimatmarkt. Die Risikofähigkeit der Pensionskassen, das Liquiditätsbedürfnis und ihre teilweise Abhängigkeit von Beratern hemmen die Bereitschaft für Auslandsanlagen weiter. Diese Unsicherheit der weniger erfahrenen Anleger überdeckt auch potentielle Diversifikationseffekte und Wertsteigerungspotentiale mit Auslandsimmobilien, da - nach allgemeiner Auffassung im Investmentmanagement - die notwendige Diversifikation im Gesamtportfolio auch mittels anderer Anlageklassen hergestellt werden kann. Dieser Effekt, der durch die langen, stabilen Erträge und Wertzuwächse der Schweizer Immobilien gekennzeichnet ist, erzeugt eine ausgeprägte *Loss Aversion* vieler Schweizer Anleger im Vergleich zu Immobilienanlegern in anderen Ländern.

Umgekehrt schätzen Anleger, die heute bereits gut mit Immobilienanlagen im Ausland diversifiziert sind, die Unsicherheit bei Auslandsanlagen im Vergleich zu Anlagen in Schweizer Immobilien unbedeutend ein. Womöglich stehen sie den Risiken auf dem Schweizer Immobilienmarkt und seiner künftigen Krisenresistenz sogar wachsender gegenüber.

6.2. Fazit

Das Fehlen von Auslandsinvestments in Immobilien-Portfolios geht zum Teil auf objektive Hindernisse, wie Portfoliogrösse, Produktverfügbarkeit und Managementressourcen zurück. Das Verhalten der Anleger zeigt jedoch auch Defizite hinsichtlich der unterschiedlichen Risikowahrnehmung bei inländischen und ausländischen Immobilienanlagen auf. Um die Herausforderung eines verstärkten Investments im Ausland bewältigen zu können, müsste die Überprüfung und Neubewertung der Risiken bei Immobilienanlagen in der Schweiz zunächst einen Paradigmen-Wechsel bei der jeweiligen Vorsorgeeinrichtung herbeiführen. Motivationale Einflüsse sollten unbedingt reflektiert werden,

um anschliessend Potentiale von Auslandsinvestments mithilfe folgender praktischer Massnahmen erschliessen zu können:

- Ganze Bandbreite der Investment-Möglichkeiten berücksichtigen
- Lange Investment-Ketten aus Kostengründen vermeiden
- Kleinere Anleger könnten Reduktion fund-of-funds Anteil gegenüber mehr kollektiven direkten Anlagen erwägen
- Konsolidierung/ Bündelung von Interessen in Gemeinschaftseinrichtungen

6.3. Ausblick

Vor diesem Hintergrund dürfte sich die durchschnittliche Verteilung zwischen Inlands- und Auslands-Immobilien erst signifikant ändern, wenn der oben genannte Paradigmenwechsel stattfindet oder die Performance der heimischen Immobilienanlagen deutlich absinkt und sich dem Niveau anderer Anlageklassen annähert. Der Zusammenhang soll in Abbildung 9 verdeutlicht werden:

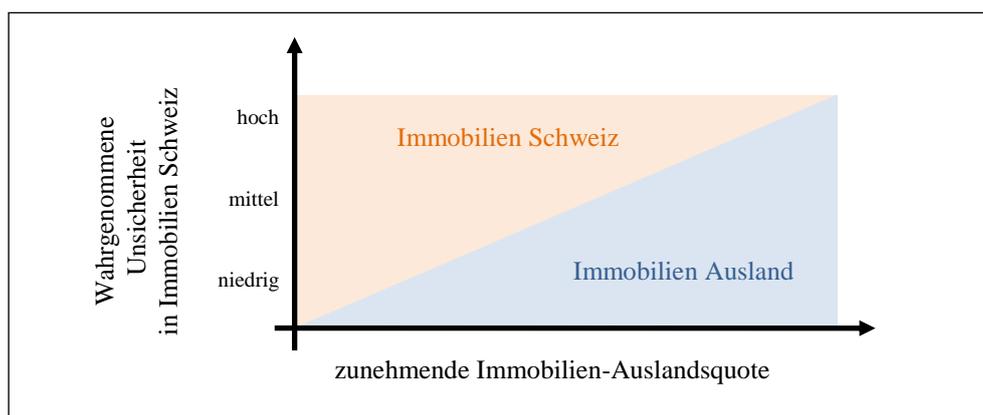


Abbildung 9: Zusammenhang zwischen Auslandsinvestments und wahrgenommener Unsicherheit im Schweizer Immobilienmarkt

Dabei spielt keine Rolle, ob die Anleger direkt, indirekt kotiert oder indirekt nicht kotiert im Ausland investiert sind. Dies hängt letztlich von ihrer Präferenz aus internen Überlegungen ab. Was die Performance angeht, haben grosse, professionelle Organisationen eh einen deutlichen Vorteil hinsichtlich ihrer Kosten und Profitabilität gegenüber den kleinen Vorsorgeeinrichtungen, wie Andonov, Eichholtz & Kok (2012) in ihrer Studie zu Anlageverhalten von Pensionskassen zeigen. Die Produkt- und Managerwahl spielt demzufolge neben der Organisationsgrösse die wichtigste Rolle. Explizit wird eine bessere Performance zu niedrigeren Kosten bei grossen Anlegern auf eine bessere und professionellere Anlageverhaltensweise zurückgeführt.¹⁰³

¹⁰³ Vgl. Andonov, Eichholtz & Kok (2012)

Anhang 1 Zuordnung von Immobilienanlagen zu Anlageklassen bei ausgewählten Pensionskassen in Anlehnung an die jeweiligen Geschäftsberichte für 2011

	Immobilien Schweiz			Immobilien Ausland			
	direkt	indirekt		direkt	indirekt		
		nicht kotiert	kotiert	nicht kotiert	kotiert		
	Objekte	AST	Immobilien AG	Objekte	Immobilien AG, AST	Immobilien AG, REITs	Fond/ Fond von Fonds
Migros PK	29,6%					2,6% überw. Kollektiv	
BVK	auch PE 19,2%					2,8% Afiiaa, KGK, Kollektiv	
PK Basel Stadt	Immobilienverwaltung und AST 16,3%					2,2% Afiiaa	
Bernische PK	3,5%						
PK Stadt Bern	PE separat	Fonds und AST 33,60%				2,4% AST, Fonds	
PK Basel Land	18%	0%	1,3%			3% Fonds	
PK Stadt Zürich		8,7%				2,7% AST, Aktien	
PK Coop	23,40%	1,1%				1,2%	
PK Luzern	18,6%	2,6%			1,3%		

gleiche Farben = gleiche Zuordnung im Geschäftsbericht

Anhang 2 Übersicht Immobilienanlagen bei Schweizer Anlagestiftungen
Stand 31.03.2012, vgl. KGAST (Hrsg.) (2012)

Immobilien Anlagevermögen Stand 30.12.11						
	Inland			Ausland	Reine Immo- bilien AST	in CHF Mio.
	Wohnen	Geschäft	gemischt			
Anlagestiftung						
AFIAA				x	x	1025
ASSETimmo	x	x			x	1839
Avadis	x	x		EU, NA, A/P		
AWI	x		x			
Credit Suisse Anlagestiftung	x	x	x			
Ecoreal Schweizerische Immo- bilienanlagestiftung			x		x	267
Anlagestiftung Swiss Life		x	x			
Anlagestiftung Pensimo	x	x			x	1033
Anlagestiftung Testina				EU, NA, A/P	x	322
HIG Immobilien Anlagestiftung	x				x	753
IST Investmentstiftung für Per- sonalvorsorge			x	EU, A/P		
Patrimonium AST	x				x	103
AST Turidomus	x	x			x	3014
Zürich AST	x	x	x	x		
UBS AST		x	x	x		
Swisscanto ASTen			x	x		
Sarasin AST			x			
Telco AST			x			
Imoka			x		x	367

Anhang 3 Relevante Gesetze, Verordnungen und Rechnungslegungsstandards

Name	Kürzel		Beschreibung
Versicherungsaufsichtsgesetz	VAG		
Verordnung zu VAG	VVG		
Aufsichtsverordnung	AVO		
Bundesvorsorgegesetz	BVG	SR 831.40	Bundesgesetzes über die berufliche Alters-Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
	darin:	Artikel 51 Absatz 2c	paritätische Vermögensverwaltung
		Artikel 71	Grundanforderungen an die Vermögensverwaltung
		Artikel 53a	Gesetzliche Grundlage für Verordnungsbestimmungen zur Loyalität in der Vermögensverwaltung
Verordnung zum BVG	BVV 2	SR 831.441.1	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
	darin:	Artikel 49-60	Zulässige Anlagen, Sicherheit, Risikoverteilung, Anlagen beim Arbeitgeber
		Artikel 48f, Artikel 48g, Artikel 48h	Loyalität in der Vermögensverwaltung
Name	Beschreibung		
IAS 40	Der IAS 40 (International Accounting Standard) nach IFRS (International Financial Reporting Standards) regelt die Bewertung von Immobilien als Finanzinvestition bzw. Ermittlung des Fair Value (beizulegender Zeitwert = erzielbarer Marktwert am Bilanzstichtag). Er wird herausgegeben vom IASB (International Accounting Standards Board) und soll losgelöst von nationalen Vorschriften die internationale Vergleichbarkeit von Jahres- und Konzernabschlüssen regeln. In der Schweiz ist er seit November 2002 für börsenkotierten Immobilienunternehmen ausser Banken vorgeschrieben, so wie auch alle sonstigen börsenkotierten Unternehmen europaweit nach IFRS bilanzieren müssen. Ab 2013 können dabei auch Wertsteigerungspotentiale berücksichtigt werden.		
IAS 16	Der IAS 16 nach IFRS regelt die Bewertung von Immobilien mittels Benchmarking, sollte der Zeitwert nicht hinreichend ermittelbar sein. Er gilt für Sachanlagen, die nicht nach IAS 40 bewertet werden müssen.		
SWISS GAP FER 26	SWISS GAP FER 26 regelt die Bewertung von Immobilien zu Marktwerten zum Bilanzstichtag für Personalvorsorgeeinrichtungen sowie auch Anlagestiftungen der Schweiz und ist weniger streng als IAS 40. Seit 2005 muss die Rechnungslegung von Vorsorgeeinrichtungen nach diesem Standard dargestellt werden, d.h. auch Immobilien müssen zu Marktwerten zum Bilanzstichtag aufgeführt werden.		

Anhang 4 Gesprächspartner der Befragung in Kapitel 5

Meinen Gesprächspartnern danke ich für ihre Auskunftsbereitschaft und Offenheit, mit der sie mir ihre Überlegungen zu Auslandsanlagen dargelegt haben. Ihre Kenntnis und Erfahrung im Schweizer Anlagemarkt lieferten mir wichtige Einblicke in die Motive von Investoren für diese Arbeit.

Name	Institution	Funktion
Andreas Dänzer	Pensionskasse der UBS	Leiter Anlagen
Andres Haueter	Pensionskasse Post	Leiter Vermögensanlagen
Oliver Kunkel	Ppcmetrics	Senior Consultant
Dr. Georg Meier	Adimmo AG	Leiter Portfolio Management, Mitglied der Geschäftsleitung
Dr. Paola Prioni	Pensimo Management AG	Mandatsleiterin AST Testina
Ivana Reiss	Avadis Vorsorge AG	Geschäftsführerin Avadis AST
Rainer Scherwey	Credit Suisse AG	Fondsmanager von CS REFI und CS REF Global APRS 82
Dr. Rainer Suter	Axa Investment Managers Schweiz AG	Head Regulated Funds and Separate Accounts
Karl Theiler	Swisscanto	Leiter Immobilien
Gabriele Wolfram	AFIAA	Head Portfoliomanagement

Anhang 5 Leitfragen zu den Interviews

A	Immobilienstrategie
1	Welches Volumen haben Ihre Immobilienanlagen?
2	Befürworten Sie Immobilienanlagen im Ausland?
3	Hat sich Ihre Immobilien-Allokation im Ausland nach 2008 verändert?
4	Wird die Anlage-Strategie in regelmässigen Abständen überprüft und angepasst?
5	Rechnen Sie mit Veränderung der Auslandsstrategie bei Ihrer VE/ Ihren Mandanten in den nächsten 3 Jahren?
B	Anlagevermögen Ausland
6	Sehen Sie Veränderungsbedarf bei den direkten Auslandsanlagen in den nächsten 5 Jahren?
7	Welche Vorteile sehen Sie bei Auslandsanlagen?
8	Welche Nachteile sehen Sie bei Auslandsanlagen?
9	Welche Hindernisse/Defizite sehen Sie, die gewünschten Investitionen zu erreichen?
10	Wie könnten Diversifikationseffekte wie mit Auslandsanlage innerhalb eines Portfolios erzielt werden?
11	Sehen Sie indirekte Investments auch als Immobilienanlage an?
C	Anlageprozess und entscheide
12	Welche Instanzen sind bei einem Immobilien-Investmententscheid in Ihrer VE/ bei ihrem Mandant involviert?
13	In welcher Reihenfolge werden die folgenden Kriterien für Auslandsinvestments herangezogen bzw. mit welcher Gewichtung? Rendite/ Sicherheit/ Wachstum/ Diversifikation/ Liquidität/...
14	Wer führt die Risikobewertung und-steuerung durch? Extern/intern
15	Welches Gewicht hat die Anlagestrategie gegenüber Erfahrung und Intuition?
D	Verwaltung Immobilienvermögen
16	Haben Sie Zugang zu ausreichend Informationen für Anlagen im Ausland?
17	Haben Sie Mandate zur Vermögensverwaltung Ihrer indirekten/ direkten Immobilienanlagen im Ausland vergeben?
18	Wo bekommen Sie den kompetentesten Rat für Allokationsentscheide?
19	Werden Ihre Vorgaben durch Ihre Agenten exakt umgesetzt?

E	Anlageverhalten
20	Ist aus Ihrer persönlichen Sicht die Anlage-Strategie Ihrer VE/ Ihres Mandanten betreffend Auslandsanlagen richtig?
21	Verbinden Sie mit einer Investition im Ausland mehr Unsicherheit als im Inland?
22	Welche Bedeutung messen Sie der Auslandsanlage bei der Asset Allokation bei?
23	Wenn Sie keine gesetzlichen Restriktionen hätten, sähe Ihr Immobilien-Portfolio/ Ihre Empfehlung anders aus?
24	Halten Sie die gesetzlichen/ regulatorischen Rahmenbedingungen in der Schweiz bei Immobilienanlagen für überzogen?
25	Sind die Gremien Ihrer VE/ Ihres Mandanten empfänglich für Ihre strategischen Empfehlungen?
26	In welchem Punkt würden Sie als erstes Veränderungen vornehmen, wenn Sie könnten?
F	Markteinschätzung
27	Wie schätzen Sie die Performance des heimischen Immobilienmarktes für Anlageimmobilien gegenüber internationalen Märkten in den nächsten zwei Jahren ein?
28	Sind die Art Objekte, die Sie in der Schweiz suchen, auch auf internationalen Märkten verfügbar oder bewegen Sie sich dort auf anderen Märkten?
29	Sehen Sie Unterschiede zu Ihren Wettbewerbern hinsichtlich Ihrer Strategie im Ausland zu investieren?
30	Gibt es intern Interessenkonflikte bei Immobilienanlagen in der Schweiz und im Ausland?
G	Selbsteinschätzung
31	Sind Sie mit Ihrer Asset-Allokation, was deren Bestandteile im Ausland angeht, zufrieden?
32	Welche Motive sehen Sie allenfalls angebracht, Ihr Exposure im Ausland zu vergrössern?
33	Wenn Sie wüssten, dass Schweizer Anleger verstärkt in internationale Märkte investieren, würden Sie dann eher auch dazu neigen oder eher nicht?
34	Bezeichnen Sie sich selbst eher als Trendsetter oder Trendfollower?
35	Welche Gründe haben Anleger aus Ihrer Sicht, weiterhin stark in den Schweizer Immobilienmarkt zu investieren?
36	Wie würden Sie Ihren Handlungsspielraum hinsichtlich Auslandsinvestments beschreiben?
H	Thesenüberprüfung
37	Sehen Sie auf ausländischen Immobilienmärkten für Schweizer Anleger Handlungsalternativen zu Immobilien-Direktanlagen innerhalb der Schweiz?
38	Sind sich die Anleger über Chancen auf ausländischen Immobilienmärkten bewusst?
39	Wenn Sie Typen von Vorsorgeeinrichtungen beschreiben sollten, die sich in Ihrer Bereitschaft zu Immobilien-Auslandsinvestments voneinander unterscheiden, wie würden Sie diese charakterisieren?

Anhang 6 Ansatz zur Klassifizierung von Anlegerverhalten

Merkmal	Ausprägungen			
Management-Kompetenz/ Professionalität	1	2	3	4
Trennung von IM, PM, Immob.-Verwaltung/ Outsourcinggrad	Alles inner- halb der Organisation	Alles aus- serhalb der Organisation	AM ausser- halb, PM innerhalb	Alles inner- halb der Organisation
Aktive/ passive Mana- gement-Kompetenz	Keine eigene Kompetenz	passive Kompetenz	aktive Kom- petenz	
Reporting/ Überwa- chung/ Governance	DIY	Extern	Extern/ in- tern	
Handlungsvollmacht für Aquisition/ Verkauf	Ebene Stif- tungsrat/ Aufsichts- gremium	Ebene Anla- gekommissi- on	Ebene PM	
Sophistiziertheit	geringe	mittlere	hohe	
Agency-Konflikte	Ja	Weniger	keine	
Immobilien-Portfoliogrösse	1	2	3	4
Anteil Immobilien am AV	Gross in kleinem Gesamtport- folio	Klein in Kleinem/ Mittleren Gesamtport- folio	Kleine in Grossem Gesamtport- folio	
Absolute Grösse Immobilien Portfolio	Klein > CHF 100 Mio.	Mittel CHF100 Mio. <x< CHF 1 Mrd.	Gross > CHF 1Mrd	
Historie	1	2	3	4
Struktur	Alter Be- stand	Verändern- der Bestand	Neuer Be- stand	
Schwankungstoleranz	Niedrig	Mittel	Hoch	
Verhaltensmuster/ Typen ¹⁰⁴	Bewahrer	Nachahmer	Individualist	Vordenker
Tatsächliche Risikoto- leranz	Hoch	Niedrig	Hoch	Niedrig

¹⁰⁴ Vgl. auch Pompian (2008)

Anhang 7 Liste relevanter Verbände und Dachorganisationen

Name	Organisation
ASIP	Schweizerischer Pensionskassenverband, Zürich
EPRA	European Public Real Estate Association, Brüssel
ERES	European Real Estate Society, Newtonabbey
Gif	Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Wiesbaden
INREV	European Association of Investors in Nonlisted Real Estate Vehicles, Amsterdam
IPD	Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen, Zürich
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts, Washington DC
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries, Chicago
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors, London

- Ackert, L. F. & Deaves, R. (2010). *Behavioral Finance: Psychology, Decision-Making, and Markets*. Mason 2010
- Andonov, A., Eichholtz, P. & Kok, N. (2012). *Value Added from Money Managers in Private Markets? An Examination of Pension Fund Investments in Real Estate*. Februar 2012. Abgerufen am 09. Juni 2012 von SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1996819>
- Armonat, S. & Pfner, A. (2004). *Asset allocation versus entrepreneurial decisions in real estate investment*. in: Briefings in Real Estate Finance 4(2004)2, S. 131-146.
- Auckenthaler, C. (1994). *Theorie und Praxis des modernen Portfolio-Managements*. Bern 1994
- BNP Paribas Real Estate GmbH (Hrsg.) (2011). *Property Report Investment Market in Germany 2011*. Frankfurt a. M. et. al. 29.09.2011
- Bundesamt für Sozialversicherungen (Hrsg.) (1984). *Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2)*. Bern 18. April 1984
- Bundesamt für Statistik der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Hrsg.) (2006). *Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 1998-2004*. Neuchâtel 2006
- Bundesamt für Statistik der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Hrsg.) (2012). *Die berufliche Vorsorge in der Schweiz, Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2004-2010*. Neuchâtel 2012
- Chan, K., Covrig, V. & Ng, L. (2005). *What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity allocations worldwide*. in: Journal of Finance 60(2005)3, S. 1495-1534
- Coeurdacier, N. & Guibaud, S. (2011). *International portfolio diversification is better than you think*. in: Journal of International Money and Finance 30(2011), S. 289-308.
- Coval, J. D. & Moskowitz, T. J. (1999). *Home bias at home: Local equity preference in domestic portfolios*. in: Journal of Finance 54(1999), S. 145-166
- Credit Suisse Economic Research (Hrsg.) (2012a). *Swiss Issues Branchen - Herausforderungen Pensionskassen 2012*. Zürich 2012
- Credit Suisse Economic Research (Hrsg.) (2012b). *Swiss Issues Immobilien - Immobilienmarkt 2012*. Zürich 2012
- De Wit, I. (2010). *International Diversification Strategies for Direct Real Estate*. in: Journal of Real Estate Finance & Economics 41(2010)4, S. 433-457.
- Der Schweizerische Bundesrat (Hrsg.) (2005). *Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen (Aufsichtsverordnung, AVO)*. Bern 9. November 2005
- Die Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft (Hrsg.) (1982). *Bundesgesetz über die über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG)*. Bern 25. Juni 1982
- Diverse Geschäftsberichte von Pensionskassen 2011, abgerufen von deren Websites zwischen April und Juli 2012
- DTZ (Hrsg.) (2012). *Money into Property Europe 2012*. London 25. April 2012

- Eichholtz, P., Gugler, N. & Kok, N. (2009). *Transparency, integration and the costs of international real estate investment* (Februar 2009). Abgerufen von SSRN: <http://ssrn.com/paper=1346409> am 05. Mai 2012
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2008). *Rundschreiben 2008/18 Anlagerichtlinien Versicherer*. Inkraftsetzung 1. Januar 2009. Bern 2008
- Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA (Hrsg.) (2011). *Bericht über den Versicherungsmarkt 2010*. Bern 29. Juli 2011
- EPRA/ NAREIT (Hrsg.). (2009). *Marktkapitalisierung im Europäischen EPRA/ NAREIT Index*. Abgerufen von <http://www.epra.com> am 12. Juni 2012
- Ernst & Young (Hrsg.). (2012). *Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt Schweiz 2012*. Zürich Januar 2012
- French, K. R. & Poterba, J. M. (1991). *Investor Diversification and International Equity Markets*. in: *American Economic Review* , 81(1991)2, S. 222-226.
- Geltner, D. M. & Miller, N. G. (2007). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Mason 2007
- Goodchild, R. (2012). *Real Estate in a Global Market*. Vorlesungsskript CUREM Universität Zürich (Hrsg.). Zürich 16. Februar 2012
- Hoesli, M., Lekander, J. & Witkiewicz, W. (2004). *International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier*. in: *Journal of Real Estate Research* 26(2004)2, S. 161-206
- Hoesli, M., Lekander, J. & Witkiewicz, W. (2003). *Real Estate in the Institutional Portfolio: A Comparison of Suggested and Actual Weights*. in: *Journal of Alternative Investments* , Winter 2003, S. 53-59
- Hudson-Wilson, S., Gordon, J. N., Fabozzi, F. J., Anson, M. J. & Giliberto, S. M. (2005). *Why Real Estate?* in: *Journal of Portfolio Management* (Special 2005), S. 20-31.
- Imazeki, T. & Gallimore, P. (2009). *Domestic and foreign bias in real estate mutual funds*. in: *Journal of Property Research* , 26(2009)4, S. 367-389.
- INREV (Hrsg.) (2012). *Investments Intentions Survey 2012*. Amsterdam Januar 2012
- Jones Lang LaSalle (Hrsg.) (2010). *Global Real Estate Transparency Index 2010*. Abgerufen am 12. Juni 2012 von http://www.joneslanglasalle.com/Documents/GlobalTransparencyIndex/Global_Transparency2010_FINAL.pdf
- Jones Lang LaSalle (Hrsg.) (2011). *Schweiz Immobilien Investment Survey 2011*. Zürich 2011
- Just, T. (2010). *Internationalisierung des deutschen Büroimmobilienmarkts*. in: *Informationen zur Raumentwicklung* 5/6(2010), S. 341-350.
- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). *Prospect theory: An analysis of decision under risk*. in: *Econometrica* , 47(1979)2, S. 263-291.
- KGAST (Hrsg.) (2012). *Performancebericht Anlagestiftungen 2. Säule*. Zürich 2012
- Läge, D. & Bänninger, L. (2008). *Der psychologische Erklärungswert der prospect Theory für Alltagssituationen*. in: *AKZ-Forschungsbericht* Nr. 64(2008)
- Läge, D., & Bänninger, L. (2009). *Wahrnehmung und kognitive Strukturierung numerischer Entscheidungssituationen*. in: *AKZ-Forschungsbericht* Nr. 71(2009)

- Lieser, K. & Groh, A. P. (2011). *The Attractiveness of 66 Countries for Institutional Real Estate Investments*. in: Journal of Real Estate Portfolio Management 17(2011)3, S. 191-211.
- Löpfe, A. (2012). *Real Estate Asset Allocation and Portfolio Construction*. in: CUREM Universität Zürich (Hrsg.). Zürich 10. März 2012
- Lütje, T. & Menkhoff, L. (2007). *What drives home bias? Evidence from fund managers' views*. in: International Journal of Finance and Economics 12(2007), S. 21-35.
- Menkhoff, L. & Nikiforow, M. (2011). *Professionals' endorsement of behavioral finance: Does it impact their perception of markets and themselves?*. in: Journal of Economic Behavior & Organization 71(2009), S. 318-329.
- Mercer (Hrsg.) (2012). *Asset Allocation Survey: European Institutional Market Place Overview 2012*. London 2012
- Mercer (Hrsg.) (2011). *European asset allocation survey*. London 2011
- Morgenstern, O. & von Neumann, J. (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton 1947
- NAREIT. (2012). *REITs in a Real Estate Portfolio*. (NAREIT) Abgerufen am 9. Juni 2012 von <http://www.reit.com/DataAndResearch/ResearchResources/AssetAllocation/REITsInRealEstatePortfolio.aspx>
- OECD (Hrsg.). (2011). *Pensions at a Glance 2011: Retirement-Income Systems in OECD and G20 Countries*. 28. Januar 2011. Abgerufen am 11. Juni 2012 von www.oecd.org/els/social/pensions: <http://dx.doi.org/10.1787/888932372469>
- Oehler, A., Rummer, M. & Wendt, S. (2008). *Portfolio selection of German Investors: On the Causes of Home-biased Investment Decisions*. in: Journal of Behavioral Finance 9(2008), S. 149-162
- Pensionskasse des Bundes PUBLICA (Hrsg.) (2010). *Anlagereglement PUBLICA. (Stand 19. Januar 2012)*. Inkraftsetzung 15. April 2010. Abgerufen am 2. März 2012 von www.publica.ch
- Piazolo, D. (2012). *Immobilienperformance in Europa: Keine Konvergenz*. in: Börsen-Zeitung - Zeitung für Finanzmärkte 115, 19. Juni 2012
- Pompian, M. M. (2008). *Using Behavioural Investor Types to Build Better Relationships with Your Clients*. in: Journal of Financial Planning. Oktober 2008, S. 64-76
- PwC and the Urban Land Institute (Hrsg.) (2012). *Emerging Trends in Real Estate Europe 2012*. London 2012
- RREEF Real Estate (Hrsg.) (2012). *European Real Estate Strategic Outlook*. Frankfurt u. a. März 2012
- Schulte, K.-W. & Thomas, M. (2007). *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln 2007
- Stevenson, S. (2004). *Testing the statistical significance of real estate in an international mixed asset portfolio*. in: Journal of Property Investment & Finance, 22 (2004)1, S. 11-24
- Suter, R. A. (1995). *Anlageentscheide bei Immobilien - Empirische Analyse bei Immobilienfonds, Lebensversicherungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen in der Schweiz*. (zugl. Diss. Univ. St. Gallen) St. Gallen 1993

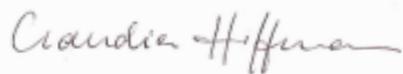
- Swiss Fund Association (2012). *Schweizer Fondsmarkt und Fondsanbieter* Abgerufen am 11. Juni 2012 von <http://www.swissfunddata.ch/sfdpub/market/index>
- Swisscanto (Hrsg.) (2011). *Schweizer Pensionskassen 2011*. Zürich September 2012
- Thomas, C. (2007). *Real Estate Investment management als Dienstleistung*. in: K.-W. Schulte, & M. Thomas (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement* Köln 2007, S. 546-547
- Thomas, M. & Wellner, K. (2007). *Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen*. in: K.-W. Schulte, & M. Thomas (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement* Köln 2007, S. 110-118
- UBS AG Wealth Management Research (Hrsg.) (2012). *UBS Real Estate Focus. Immobilienmarkt Schweiz 2012*. Zürich Januar 2012
- UBS Global Real Estate Research (Hrsg.). (2011). *Eurozone commercial real estate market. Outlook 2H11*. August 2011
- Wilson, P. J. & Zurbrugg, R. (2003). *International Diversification of Real Estate Assets: Is it worth it? Evidence of the literature*. in: *Journal of Real Estate Literature* 11(2003)3, S. 259-277.
- Wüest & Partner (Hrsg.) (2012). *Global Property Market 2012/1*. Zürich 2012. Abgerufen von www.wuestundpartner.ch am 21. Mai 2012

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Motivation und Restriktion Schweizer Immobilienanleger im Ausland“ selbständig 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 Fall 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 10. August 2012



Claudia Hiffner