CUREM
Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis
zur Erlangung des
Master of Science in Real Estate (CUREM)

Die Positionierung von Immobilien-Anlageprodukten auf institutionellen Märkten

Name: Florian Rajki
Adresse: Clausiusstrasse 46, 8006 Zürich

Eingereicht bei: Dr. oec. Edouard Stucki, Senior Consultant, Watson Wyatt AG, 8008 Zürich

Helmuth Aberer, Head of Product Management, UBS Real Estate – Europe, UBS Global Asset Management, PF, 8098 Zürich

Abgabedatum: 31. Juli 2006

Vorwort

Allen, die zum Entstehen dieser Arbeit beigetragen haben, danke ich an dieser Stelle herzlich.
Insbesondere sind dies der Betreuer Dr. oec. Edouard Stucki (Watson Wyatt) und der Koreferent Helmuth Aberer (UBS), welche mich sorgfältig begleiteten und mit Anregungen und manchmal kritischen Fragen unterstützt haben.
Zu danken habe ich auch allen Interviewpartnern, welche sich jeweils eine Stunde Zeit genommen haben (alphabetische Reihenfolge): Martin Aggeler (Ringier Gruppe), Thomas Bühlmann (IBM), Rolf Frey (Rüd, Blass & Cie), Roger Hennig (Swiss Re), Corrado Olivito (UBS), Philip Rauh (Credit Suisse), Dr. Jean-Marc Schneider (UBS), Dominic von Felten (UBS), Alex Widmer (Luzerner Pensionskasse) und Thomas Zeier (Luzerner Pensionskasse).
Hinzu kommen diverse hilfreiche Gespräche und Anregungen von Vertretern der Fondsbranche sowie aus dem Umkreis von CUREM.
Meiner Familie danke ich für die Geduld während der letzten Monate.

Florian Rajki
Zürich, im Juli 2006

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis IV
Tabellenverzeichnis V
Abkürzungsverzeichnis VI
Begriffsdefinitionen VII
Erster Teil: Grundlagen und Hypothesen 1
1 Gegenstand der Arbeit und Einleitung erster Teil 1
2 Angebot 3
2.1 Immobilienanlageprodukte 3
2.2 Auswahl der untersuchten Anlageprodukte 3
2.3 Untersuchte Fonds: Branchensituation 4
2.4 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds 6
2.5 Untersuchte Fonds: Gestaltungsparameter 6
2.6 Untersuchte Fonds: Zielsetzungen 10
2.7 Untersuchte Fonds: Eckdaten und Argumente 10
3 Nachfrage 14
3.1 Institutionelle Anleger 14
3.2 Pensionskassen: Immobilienanlagen 15
3.2.1 Immobilienanlagen der Pensionskassen 15
3.2.2 Indirekte Immobilienanlagen der Pensionskassen 17
3.3 Pensionskassen: Merkmale 18
3.4 Pensionskassen: Führung 22
3.4.1 Grundlagen der Pensionskassenführung 22
3.4.2 Anlageprozess der Pensionskassen 24
3.5 Pensionskassen: Anlageentscheide 24
3.6 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien 28
4 Segmentierung des Pensionskassenmarktes 30
4.1 Trennvariablen und Segmentierungen 30
4.2 Segmentattraktivität und Nützlichkeit der Trennvariablen 31
4.3 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen 33
5 Positionierung 34
5.1 Positionierungsbegriff und Marketingstrategie 34
5.2 Nutzen als Ausgangspunkt der Positionierung 34
5.3 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds 35
6 Zusammenfassung der Hypothesen 41
6.1 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds 41
6.2 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien 41

6.3 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen 42
6.4 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds 42
Zweiter Teil: Qualitativ-empirische Überprüfung 44
7 Einleitung zweiter Teil, Interviewpartner 44
8 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds 45
8.1 Interviews zur Branchensituation der untersuchten Fonds 45
8.2 Folgerungen zur Branchensituation der untersuchten Fonds 45
9 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien 46
9.1 Interviews zur Nutzensituation 46
9.2 Folgerungen zur Nutzensituation 46
9.3 Interviews zu den Produktwahlkriterien 46
9.4 Folgerungen zu den Produktwahlkriterien 47
10 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen 51
10.1 Interviews zur Nützlichkeit der Trennvariablen 51
10.2 Folgerungen zur Nützlichkeit der Trennvariablen 51
11 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds 52
11.1 Interviews zur Positionierung der untersuchten Fonds 52
11.2 Folgerungen zur Positionierung der untersuchten Fonds 52
Zusammenfassung und Schlussbetrachtung 56
12 Zusammenfassung erster Teil 56
13 Zusammenfassung zweiter Teil und Schlussbetrachtung 58
Anhang 60
Anhang 1: Pensionskassenstatistik: Immobilienanlagen 61
Anhang 2: Fondsportrait CS Interswiss 62
Anhang 3: Fondsportrait CS Siat 65
Anhang 4: Fondsportrait IST Immo Optima Schweiz 68
Anhang 5: Fondsportrait Pensimo Immovit 71
Anhang 6: Fondsportrait Swiss Re ImmoPLUS 74
Anhang 7: Fondsportrait UBS Swissreal 77
Anhang 8: Fondsportrait UBS Immoparts Schweiz 80
Anhang 9: Führungsorganisation der PK (Organigramme) 83
Anhang 10: Kriterien der Managerselektion 84
Anhang 11: Interview Nachfrageseite 85
Anhang 12: Interview Angebotsseite 91
Anhang 13: Mögliche Positionierungsraster nach den Interviews 98
Literaturverzeichnis 99
Ehrenwörtliche Erklärung 102

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Logische Zusammenhänge im ersten Teil 1
Abbildung 2: Indirekte Immobilienanlagen. 3
Abbildung 3: Untersuchte Fonds – Marktsituation 4
Abbildung 4: Anlagefonds – rechtliche und wirtschaftliche Sicht 7
Abbildung 5: Anlagefonds – Kostenstruktur 9
Abbildung 6: Eigentum institutioneller Investoren an Schweizer Immobilien 14
Abbildung 7: Immobilienanlagen der VE 16
Abbildung 8: Immobilienanlagen der VE in % ihrer Immobilienanlagen 17
Abbildung 9: Organigramm der Siemens Pensionskasse 22
Abbildung 10: Hauptphasen des Anlageprozesses 24
Abbildung 11: Risiko-/Renditespektrum indirekter Immobilienanlagen (Anlagestil) 25
Abbildung 12: Nutzen der direkten Entscheidungsträger 26
Abbildung 13: „Structured Alpha“ zur Managerselektion 27
Abbildung 14: Nutzen und Entscheidungskriterien gemäss zweiter Hypothese 28
Abbildung 15: Positionierungsraster – Illustrationsbeispiel 36
Abbildung 16: Positionierungsraster der untersuchten Fonds, vierte Hypothese 38
Abbildung 17: Interviewergebnisse – vorgegebene Produktwahlkriterien (1/2) 49
Abbildung 18: Interviewergebnisse – vorgegebene Produktwahlkriterien (2/2) 50
Abbildung 19: Positionierungsraster der untersuchten Fonds, Einfluss der Interviews 55
Abbildung 20: Wahrgenommene Positionen: CS Interswiss 64
Abbildung 21: Wahrgenommene Positionen: CS Siat 67
Abbildung 22: Wahrgenommene Positionen: IST Immo Optima Schweiz 70
Abbildung 23: Wahrgenommene Positionen: Pensimo Immovit 73
Abbildung 24: Wahrgenommene Positionen: Swiss Re ImmoPLUS 76
Abbildung 25: Wahrgenommene Positionen: UBS Swissreal 79
Abbildung 26: Wahrgenommene Positionen: UBS Immoparts Schweiz 82
Abbildung 27: Organigramme; Beispiele: Schindler PK (oben), Siemens PK 83
Abbildung 28: Mögliche Positionierungsraster nach den Aussagen der VE 98

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Untersuchte Fonds – Anbieter und Produkte 11
Tabelle 2: Untersuchte Fonds – Verkaufsargumente 12
Tabelle 3: Immobilienanlagen 2004 nach Grössenklassen der VE 15
Tabelle 4: VE mit mehreren Arbeitgebern 2002 19
Tabelle 5: Risikofähigkeit der VE 20
Tabelle 6: Führung der VE – Beteiligte und anlagenbezogene Interessen 23
Tabelle 7: Segmentierungstauglichkeit einzelner Merkmale von VE 30
Tabelle 8: Segmentierungsbeispiele 32
Tabelle 9: Verwendung der Nutzen gemäss zweiter Hypothese 35
Tabelle 10: Interviewergebnisse – Branchensituation 45
Tabelle 11: Interviewergebnisse – Nutzen der Entscheidungsträger 46
Tabelle 12: Interviewergebnisse – Produktwahlkriterien (1/2) 46
Tabelle 13: Interviewergebnisse – Produktwahlkriterien (2/2) 47
Tabelle 14: Interviewergebnisse – Nützlichkeit der Trennvariablen 51
Tabelle 15: Fazit zur Positionierung – Situation vor und nach den Interviews 53
Tabelle 16: Immobilienanlagen gemäss Pensionskassenstatistik 1994-2004 61
Tabelle 17: Wahrnehmbares Profil: CS Interswiss 62
Tabelle 18: Wahrnehmbares Profil: CS Siat 65
Tabelle 19: Wahrnehmbares Profil: IST Immo Optima Schweiz 68
Tabelle 20: Wahrnehmbares Profil: Pensimo Immovit 71
Tabelle 21: Wahrnehmbares Profil: Swiss Re ImmoPLUS 74
Tabelle 22: Wahrnehmbares Profil: UBS Swissreal 77
Tabelle 23: Wahrnehmbares Profil: UBS Immoparts Schweiz 80
Tabelle 24: Kriterien der Managerselektion 84

Abkürzungsverzeichnis

AFG: Bundesgesetz über die Anlagefonds (Anlagefondsgesetz, AFG), vom 18. März 1994 (Stand am 13. April 2004).

AFV: Verordnung über die Anlagefonds (Anlagefondsverordnung, AFV), vom 19. Oktober 1994 (Stand am 27. Juli 2004).

AST: Anlagestiftung.

BankG: Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG), vom 8. November 1934 (Stand am 6. Dezember 2005)

BfS: Bundesamt für Statistik.

BVV2: Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV2), vom 18. April 1984 (Stand am 6. Dezember 2005).

EBK: Eidgenössische Bankenkommission.

KAG: Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG), vom ... (Entwurf November 2005).

KGAST: Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen.

PK: Pensionskasse: „PK“ und „VE“ werden synonym verwendet.

SFA: Swiss Funds Association.

TERref: Total Expense Ratio Real Estate Funds (Fondsbetriebsaufwandquote).

UWG: Bundesgesetz gegen den unlauteren Wettbewerb (UWG), vom 19. Dezember 1986 (Stand am 20. Juni 2006).

VE: Vorsorgeeinrichtung: „PK“ und „VE“ werden synonym verwendet.

Begriffsdefinitionen

Agio: Das Dis-/Agio bezeichnet die negative/positive Differenz zwischen Börsenkapitalisierung und Wert der Anlagen (oft Net Asset Value NAV) in % des Wertes der Anlagen.

Ausschüttungsquote: in % = Gesamtbetrag der ausgeschütteten Erträge / Cash Flow x 100; (PricewaterhouseCoopers S.281 f.).

Ausschüttungsrendite: in % = letzte Ausschüttung / aktueller Börsen- oder Marktkurs der Anteile x 100; (PricewaterhouseCoopers S.281).

Deckungsgrad: in % = (Aktiven – Fremdkapital) / von Experten berechnetes notwendiges Vorsorgekapital x 100; (Berechnung nach BVV2 Art. 44). Es existieren verschiedene weitere Berechnungsweisen (vgl. Schaffner S.52 f.).

Indirekte Immobilienanlagen: Der Investor wird nicht (eingetragener) Eigentümer einer Liegenschaft, sondern er erwirbt Anteile an einem Anlagevehikel.

Markt: Der Begriff bezeichnet im Marketing die Zielkunden, also die Nachfrageseite des Marktes.

Positionierung: Das Bestreben des Unternehmens, sein Angebot so zu gestalten, dass es im Bewusstsein der Zielkunden einen besonders positiven und von der Konkurrenz differenzierten Platz einnimmt; (nach Kotler S.495).

Produktwahlkriterien: Kriterien, die die Entscheidungsträger der Investition bei der Auswahl eines bestimmten Produktes aus den untersuchten Fonds anwenden.

Return on equity ROE: in % = Gesamterfolg / Nettofondsvermögen am Ende der Berichtsperiode x 100; (PricewaterhouseCoopers S.280).

Return on invested capital ROIC: in % = (bereinigter Gesamterfolg + Zinsaufwand) / durchschnittliches Gesamtfondsvermögen x 100; (PricewaterhouseCoopers S. 281).

TERref: in % = Betriebsaufwand / durchschnittliches Gesamtfondsvermögen x 100; (PricewaterhouseCoopers S.279).

Total return: Gesamtertrag einer Anlage aus Wert- oder Kursentwicklung plus Ausschüttungen (Dividende).

Untersuchte Fonds: Die sieben in dieser Arbeit untersuchten Immobilien-anlageprodukte: CS Interswiss, CS Siat, IST Immo Optima Schweiz, Pensimo Immovit, Swiss Re ImmoPLUS, UBS Swissreal, UBS Immoparts Schweiz.

Wertschwankungsreserven: Wertschwankungsreserven in % des Vorsorgekapitals bestimmen die maximal mögliche Schwankungsbreite (Risiko) der Anlagestrategie ohne Beeinträchtigung des Deckungsgrades von 100%.

Erster Teil: Grundlagen und Hypothesen

1 Gegenstand der Arbeit und Einleitung erster Teil

Gegenstand: Gegenstand dieser Arbeit ist das strategische Absatzmarketing der untersuchten Fonds vis-à-vis der Schweizer VE. Die Produktwahlkriterien und strategischen Positionierungen bilden den Schwerpunkt. Sie sind Voraussetzung und Ausgangspunkt für eine logische Herleitung des (taktischen) Einsatzes der Marketing-instrumente [1]. Der Einsatz der Marketinginstrumente wird nicht betrachtet [2].

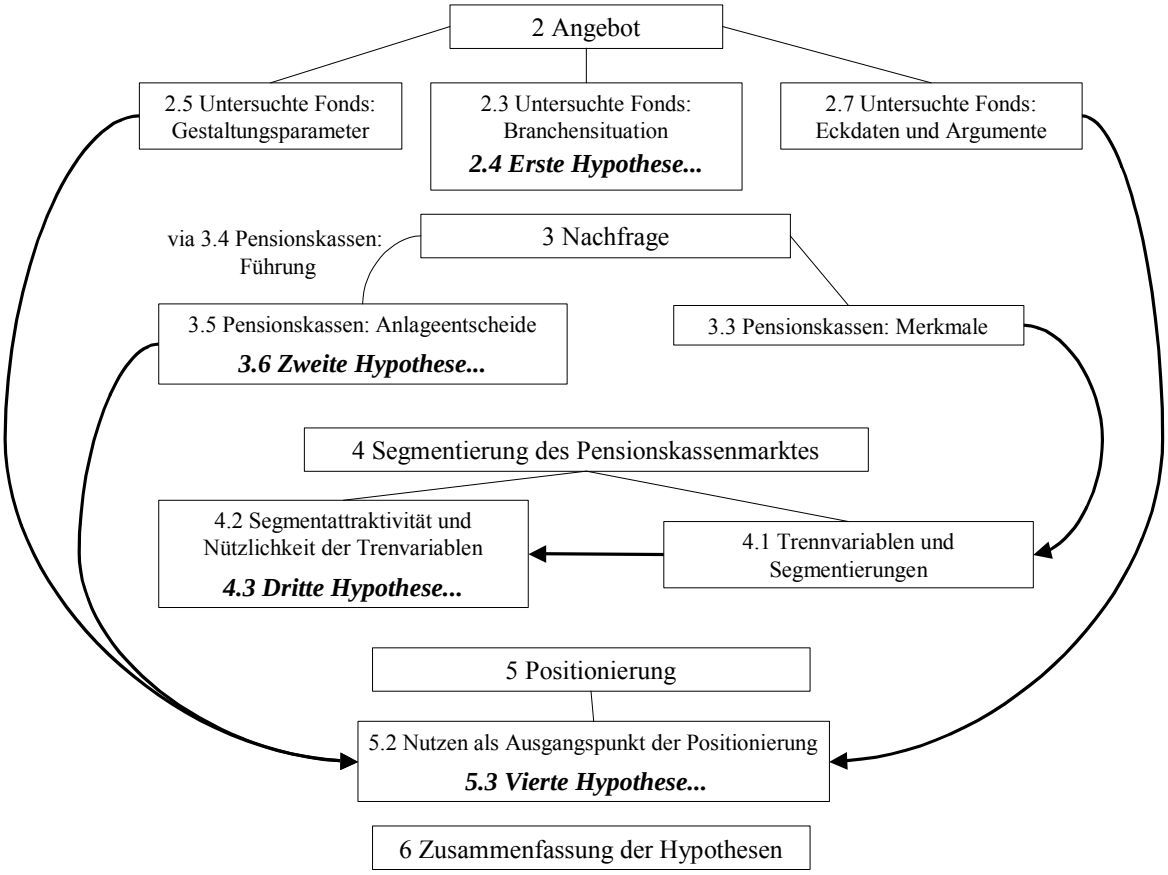


Abbildung 1: Logische Zusammenhänge im ersten Teil

[1] „Marketingmix“: Produktgestaltung, Preisfindung, Kommunikations- und Promotionsmassnahmen sowie Distributionspolitik.

[2] Die Gestaltungsparameter der Fonds (Produktpolitik!) sind dennoch unter 2.5 enthalten, denn sie entwickeln über die Produktwahlkriterien Nutzencharakter und werden zur Positionierung benötigt.

Der erste Teil: Der „theoretische“ Teil dieser Arbeit enthält Grundlagen und Hypothesen zu den folgenden Themen: Branchensituation und Angebot der untersuchten Fonds; Nachfrage der VE nach Immobilienanlagen; Führung und Anlageentscheide der VE; Merkmale der VE und ihre Verwendung zur Marktsegmentierung; Nutzen der VE bei einer Investition und entsprechende Positionierung der untersuchten Fonds. Die Zusammenhänge der einzelnen Teile bei der Herleitung der vier Hypothesen sind vorne in Abbildung 1 durch Pfeile gekennzeichnet.

Aktualität: Ihre Brisanz bezieht die Arbeit aus dem Spannungsfeld zwischen dem von aussen betrachtet relativ undifferenzierten Angebot der untersuchten Fonds (vgl. hinten 2), den mutmasslich komplexen Bedürfnissen der VE (vgl. hinten 3.4 – 3.6) und der zunehmenden Konkurrenz in einem wachsenden Markt (vgl. hinten 2.4).

Ziel der Arbeit: Ziel ist die systematische Erarbeitung einer strategischen Positionierung für die untersuchten Fonds. Das entsprechende Vorgehen kann sodann auch für andere Anlageprodukte auf institutionellen Märkten angewendet werden: so etwa zur Konzeptionierung und Positionierung neuer Produkte und Marken oder zum Relaunch bestehender Produkte und Marken.

2 Angebot

2.1 Immobilienanlageprodukte

Bei sogenannt indirekten Immobilienanlagen wird der Investor nicht (eingetragener) Eigentümer einer Liegenschaft, sondern er erwirbt Anteile an einem Anlagevehikel [3]. Einen Überblick über diese Anlagen für Schweizer VE gibt Abbildung 2 (angelehnt an UBS I S.10).

	Nicht kotierte Anlagevehikel (Private / non-listed vehicles)	Börsenkotierte Anlagevehikel (Public / listed vehicles)
Eigenkapital (Equity)	**Nicht kotierte Immobilien-AG** **Nicht kotierter Immobilienfonds** **AST** **Andere indirekt gehaltene Immobilien**	**Kotierte Immobilien-AG und REIT** **Kotierter Immobilienfonds** **Kotierte alternative Anlagen**
Fremdkapital (Debt)	**Indirekt gehaltene Hypothek** **Mezzanine**	**Kotierte Hypothekaranlagen (MBS [4], Mortgage REIT, usw.)**

Abbildung 2: Indirekte Immobilienanlagen.

2.2 Auswahl der untersuchten Anlageprodukte

In dieser Arbeit werden die folgenden Anlageprodukte untersucht: **SWX-kotierte Schweizer Immobilienfonds, welche in Liegenschaften verschiedener Nutzungssektoren [5] in der ganzen Schweiz investieren. Zudem Funds of Funds mit Investitionen in diese Fonds.**

Folgende Überlegungen führten zu dieser Eingrenzung der Anlageprodukte: Die Investition in Immobilien-Fremdkapital wird in der Schweiz nicht als Immobilienanlage wahrgenommen. Informationen zu nicht kotierten Anlagen für institutionelle Anleger sind weniger erhältlich. Eine Ausnahme bilden AST mit Immobiliensondervermögen. Für deren Anteile bestehen aber Wartelisten für Anleger, sodass derzeit keine Absatzmarketingproblematik besteht [6]. Kotierte Immobilienaktien repräsentieren neben der Immobilienanlage weitere Unternehmensleistungen und sind eher höher mit anderen Aktienanlagen korreliert. Kotierte alternative Immobilienanlagen haben eine geringe Bedeutung für VE. Es bleiben Anteile von kotierten inländischen und ausländischen Immobilienfonds. Aufgrund der hohen Vergleichbarkeit (Positionierungsbedarf) und Bekanntheit der Produkte sowie der noch geringen Bedeutung ausländischer

[3] „Direktanlagen“ dagegen sind direkte Investitionen in Liegenschaften selbst („bricks and mortar“).
[4] = Mortgage backed securities.
[5] Sektoren sind z.B.: Wohnen, kommerzielle Nutzungen (wie Büro, Laden, Lager, etc.).
[6] Gründe: Die Anteile werden ohne Agio gehandelt; die Anleger werden zu Mitstiftern, was grössere Informations- und Mitwirkungsrechte bringt; steuerliche Vorteile für VE.

Immobilienanlagen für VE [7], wird die Eingrenzung auf Schweizer kotierte Fonds vorgenommen. Fonds, welche nur in der Deutschschweiz oder nur in der Westschweiz investieren, werden nicht berücksichtigt, dafür aber alle Immobilien-Nutzungssektoren. Eine Übersicht der Produkte zeigt Tabelle 1 hinten. Sie werden in dieser Arbeit als „untersuchte Fonds“ bezeichnet.

2.3 Untersuchte Fonds: Branchensituation

Dieser Abschnitt gibt eine kurze Übersicht über die Branchensituation der untersuchten Fonds. Einen Überblick des Abschnittes zeigt Abbildung 3 (vgl. Porter S.26).

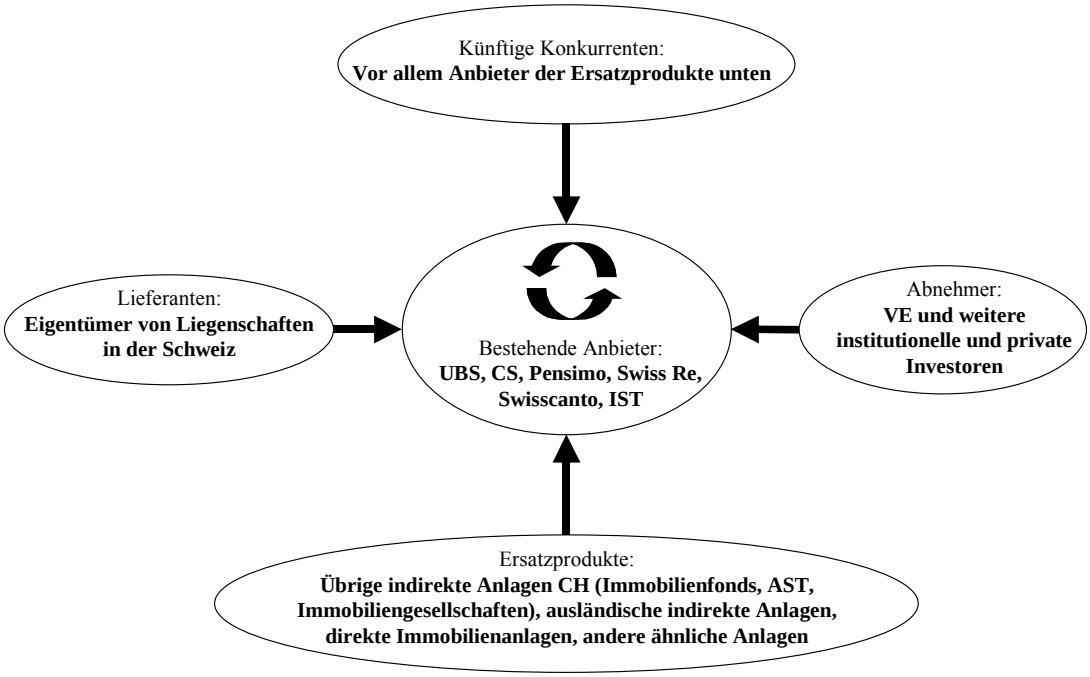


Abbildung 3: Untersuchte Fonds – Marktsituation

Bestehende Anbieter: Die Gruppe umfasst heute die in Tabelle 1 hinten aufgeführten Anbieter und Produkte. Sie stehen in direkter enger Konkurrenz. Im Absatz 2.7 hinten und im Anhang 2 bis 8 werden sie portraitiert.

Künftige Konkurrenten, Ersatzprodukte: Ersatzprodukt kann jede Anlage mit ähnlichen Risiko- und Renditeeigenschaften sein. Vor allem sind dies alle anderen Immobilienanlagen:

[7] Nur 0.4% der Anlagen der VE sind in ausländische Immobilienanlagen investiert (vgl. hinten 3.2.1).

- Kotierte Immobilienfonds: In der Schweiz sind 15 Fonds mit CHF 14.4 Mia Börsenkapitalisierung SWX-kotiert. Im Europäischen Ausland mindestens weitere 20 Fonds (vgl. Immobilien Business 5/2006 S.25 ff.).
- Kotierte Immobilienaktien: Es existiert ein weltweites Angebot. Zum Beispiel listet der GPR 250 Index von Global Property Research die 250 liquidesten Immobilienaktien beziehungsweise 250 liquidesten REITs weltweit. Die im Rampenlicht stehende Sonderform des REIT existiert in den USA (seit 1961 [8]), Südafrika, Holland (seit 1972), Australien, Neuseeland, Kanada, Belgien (seit 1995), Japan, Südkorea, Singapur, Frankreich (seit 2003). Deutschland, England, Italien und Finnland arbeiten an der Einführung von REITs (UBS I S.37 f.).
- Nicht kotierte Vehikel: In Europa bieten 270 für Investitionen geöffnete nicht kotierte Fonds breite Diversifikationsmöglichkeiten: nach Investmentstil (core bis opportunistic), nach Nutzungsarten (diverse), nach Fondsmanagern (140) und nach dem Verschuldungsgrad (von unter 25% bis 75%). Diese Vehikel wachsen sowohl nach Anzahl wie auch nach investierten Mitteln stark [9]. Sie haben mit INREV eine eigene Interessenorganisation (www.inrev.org).
- Schweizer AST: Bei den AST ist der Kreis möglicher Anleger (Mitstifter) auf steuerbefreite Einrichtungen der Säulen 2 und 3a beschränkt. Diese Vehikel sind attraktiv, da auf ihren nicht kotierten Anteilen keine Agios zu entrichten sind [10]. Ihr Wachstum und damit die Erhältlichkeit ist aber zur Zeit aufgrund des wenig liquiden Angebotes an (Wohn-) Liegenschaften beschränkt (vgl. Lieferanten).
- Fremdkapitalanlagen: Diese sind vor allem in Form der Mortgage backed securities (MBS) im angelsächsischen Raum verbreitet.
- Direkte Anlagen: VE legen im Durchschnitt 11% ihres Vermögens in direkten Schweizer Immobilienanlagen an. Ausländische direkte Anlagen machten 2004 erst 0.03% ihrer Vermögen aus (vgl. hinten 3.2.1). Da der Markteintritt über indirekte Anlagen einfacher ist, werden diese Anlagen tendenziell erst nach den indirekten Auslandanlagen wachsen.

Lieferanten: Für einige Sektoren in der Schweiz ist das Angebot an Liegenschaften heute knapp (UBS II November 2005 S.2). Für Anlagevehikel bedeutet dies:
- eingeschränkte Wachstumsmöglichkeiten.
- Zwang zu professionellem Immobilien-Beschaffungsmarketing.

---

[8] Stürmisches Wachstum der Marktkapitalisierung seit Mitte der 90er Jahre: von knapp USD 50 Mia 1995 auf gegen USD 300 Mia 2004.

[9] Nach INREV existierten im Jahr 2000 ca. 200 Vehikel mit ca. EUR 130 Mia GAV; 2005 waren es über 400 Vehikel mit ca. EUR 180 Mia GAV. Quelle: Vortrag Jan Eckert am Anlass CUREMhorizonte 24.03.06 in Zürich.

[10] Weitere Gründe: die Anleger werden zu Mitstiftern, was grössere Informations- und Mitwirkungsrechte bringt; steuerliche Vorteile für VE.

- Anreiz, Fähigkeiten im Umgang mit neuen Nutzungen, Regionen, Lebenszyklusphasen oder anderen Rendite-/Risikoprofilen zu entwickeln.

So gesehen handelt es sich weniger um eine Immobilien- als um eine Kompetenzknappheit seitens der direkten Investoren (vgl. Best Owner Qualitäten, Loepfe; Investment value, Geltner S.269 ff.). Die letzten zwei Punkte werden die Angebotsknappheit überwinden helfen.

Abnehmer: Die kotierten Fonds werden institutionellen und privaten Investoren angeboten. Diese Arbeit beleuchtet die VE als institutionelle Investoren (vgl. hinten 3).

2.4 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds

Erste Hypothese [11]

Die Nachfrage der VE nach indirekten Immobilienanlagen wird weiter stark zunehmen (vgl. hinten 3.2.2). Neben den Schweizer Immobilienfonds sind vor allem nichtkotierte Vehikel, Anteile der AST sowie Anlagen im Ausland [12] sehr attraktive Angebote für die VE. Die untersuchten Fonds kommen dabei unter zunehmenden Konkurrenzdruck dieser Anlageprodukte. Gründe sind: Nichtkotierte Vehikel sind noch wenig verbreitet und können besonders auf VE ausgerichtet werden [13], AST überwinden die „Immobilienknappheit“ (vgl. Lieferanten vorne unter 2.3), Anlagen im Ausland machten 2004 erst 0.4% der Anlagen aus (vgl. hinten 3.2.1). Diese Entwicklung wird den Druck zur Differenzierung und klaren Konkurrenzpositionierung der Schweizer Immobilienfonds zumindest gegenüber den engsten Konkurrenten erhöhen.

Ende erste Hypothese

2.5 Untersuchte Fonds: Gestaltungsparameter

Dieser Abschnitt untersucht die grundsätzlichen Gestaltungs- und mithin Differenzierungsmöglichkeiten (vgl. hinten 5.1 zum Positionierungsbegriff) für Anbieter der untersuchten Fonds. Die subjektive Einschätzung der Gestaltungspotentiale durch den Autor ist jeweils nach einem Pfeil eingefügt.

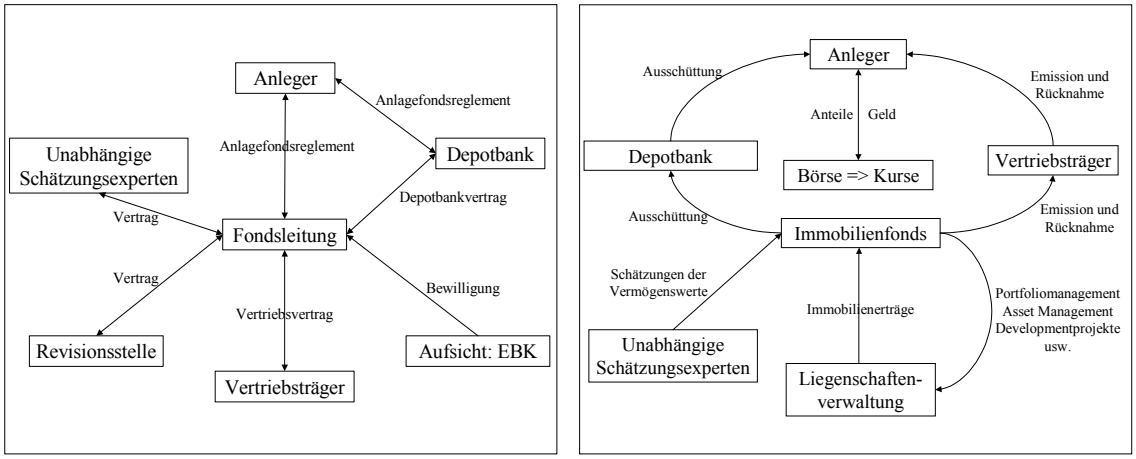
Beteiligte: Die folgende Abbildung 4 gibt eine Übersicht über die beteiligten Parteien und ihre Beziehungen. Besonders in business to business Situationen und bei

[11] Diese Ausführungen sind hypothetisch-deskriptiver Natur.

[12] Die Revision des AFG in der Schweiz steht auch im Zusammenhang mit der Sorge um die Konkurrenzfähigkeit des Schweizer Fondsplatzes im europäischen Zusammenhang. Vgl. Botschaft des Bundesrates zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23.09.2005, S.6396.

[13] Vgl. zum Beispiel CS 1a Immo PK.

komplexen Produkten ist die persönliche Beziehung und das Vertrauen zwischen Kunden (Anlegern) und Anbietern (Vertriebsträger, Fondsleitung, Depotbank) wichtig. Die persönliche Kontaktqualität kann gestaltet werden. → Gestaltungspotential: hoch.



Rechtliche Sicht Wirtschaftliche Sicht

Abbildung 4: Anlagefonds – rechtliche und wirtschaftliche Sicht

Produkt und Services: In diesem Absatz werden die Aspekte des Fondsproduktes und der zugehörigen Dienstleistungen betrachtet.

- ***Rechtsform:*** Gesetzliche Voraussetzungen für den Kollektivanlagevertrag der Fonds und die Rollen der Beteiligten sind das AFG [14] (in Revision; ab 2007: Kollektivanlagengesetz KAG), die AFV, Verordnung und Publikationen der EBK und die Selbstregulierung des SFA. → Gestaltungspotential: gering.
- ***Kapital:*** Im Falle der kotierten Fonds handelt es sich um „closed-end“ Fonds mit fixem Kapital. Eine Erhöhung der Anzahl Anteile erfolgt via Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht für die bestehenden Anleger (AFG Art. 41; AFV Art. 54; vgl. auch Kosten und Preise). Mit der Grösse eines Fonds steigen tendenziell seine eigene Diversifikation und die Liquidität seiner Anteile. → Gestaltungspotential: mittel.
- ***Finanzierung:*** Der Fonds finanziert seine Investitionen über Eigenmittel (AFV Art. 16) und die Ausgabe von Anteilen (Eigenkapital). Die Fremdfinanzierung ist bis zu 25% des Vermögens gestattet (AFV Art. 42). Sie erlaubt – falls sie günstiger als die Eigenfinanzierung erfolgt – eine Steigerung der Eigenkapitalrendite ROE und der Gesamtkapitalrendite ROIC. → Gestaltungspotential: mittel.
- ***Fondsanlagen:*** Die gesetzlichen Rahmenbedingungen der Fondsanlage finden sich in AFG Art. 36 f. und AFV Art. 4, Art. 46 ff. Hier besteht die Möglichkeit, durch spezialisiertes Immobilienwissen und -können gegenüber dem Benchmark eine Zusatzrendite zu erzielen, welche aus Anlegersicht die Kosten des aktiven Managements rechtfertigt. → Gestaltungspotential: hoch.

[14] Geltung für inländische und ausländische hier vertriebene Fonds auf vertraglicher Basis (Art. 3); Immobilienfonds: 4. Abschnitt, Art. 36 ff.; ausländische Fonds: Art. 44 ff., Art 3 III.

- ***Liquiditätshaltung:*** Die Liquiditätshaltung ist im Rahmen des Anlagezieles unbeschränkt möglich (AFV Art. 42). Fonds, welche nach Performance streben, werden diese zu minimieren trachten. Bei den geschlossenen und kotierten Konstruktionen (vgl. Kapital) ist dies weniger kritisch, da die Rückgabe von Anteilen eine Ausnahme darstellt und mit einer Kündigungsfrist von einem Jahr verbunden ist (AFG Art. 41 II). → Gestaltungspotential: mittel.
- ***Management – aktiv, passiv:*** Die Voraussetzungen für ein aktives Management wurden unter Fondsanlagen dargelegt. → Gestaltungspotential: gering.
- ***Gewinnverwendung:*** Die meisten der untersuchten Fonds weisen Ausschüttungsquoten von um die 100% auf, Swiss Re ImmoPLUS um 35% (vgl. Anhang 2 – 8). Die Gewinnverwendung kann zur Reaktion auf Liquiditätsbedürfnisse der Anleger eingesetzt werden. → Gestaltungspotential: hoch.
- ***Steuern:*** Es existieren Möglichkeiten zur Optimierung der Steuerfolgen für den Anleger. Beispiele sind die Veränderung der Ausschüttungsquote [15] oder die Steuerbefreiung der Erträge für VE durch das Einholen entsprechender Rulings der Steuerbehörden (vgl. CS 1a Immo PK, der allerdings nicht kotiert und den VE vorbehalten ist). → Gestaltungspotential: mittel.
- ***Benchmark und Performance:*** Die Performance ergibt sich aus der Fondsleistung im Vergleich zu einem Benchmark. Die Mehrzahl der untersuchten Fonds gibt den SWX Immofonds als Benchmark an [16]. Er zeigt die durchschnittliche Kursentwicklung der kotierten Schweizer Immobilienfonds (SWIIP) oder mit reinvestierten Dividenden den durchschnittlichen Total return dieser Produkte (SWIIT). Die Kursentwicklung entsteht gewissermassen als „Endergebnis“ an der Börse und entzieht sich somit dem direkten Einfluss der Anbieter. → Gestaltungspotential: gering.
- ***Bewertungsverfahren:*** Sämtliche Fonds bewerten ihre Liegenschaften mit der Discounted cash flow (DCF) Methode. Sie entspricht dem heutigen Standard und den SFA Richtlinien. → Gestaltungspotential: gering.
- ***Gewaltentrennung, Kontrolle, Interessenkonflikte:*** Diese Bereiche sind im Sinne des Anlegerschutzes bereits stark gesetzlich reguliert (vgl. vorne Abbildung 4). → Gestaltungspotential: gering.
- ***Services, Dienstleistungen:*** Neben dem Verkauf der Fonds können die Vertriebsträger weitere Leistungen entgeltlich oder unentgeltlich oder zu

[15] Als Prinzip gilt, dass Erträge, die beim Fonds bereits versteuert werden, für den Anteilsinhaber steuerfrei bleiben. Beispiel: Ein Fonds mit direktem Grundbesitz versteuert seinen Liegenschaftsgewinn. Auf diesem Anteil der Dividende entrichtet der Anleger keine Gewinnsteuer. Auf dem Dividendenanteil aus Wertschriftenerträgen – die der Fonds nicht versteuert – entrichtet der Anleger hingegen Gewinnsteuer.

[16] Für kotierte Schweizer Immobilienfonds stehen drei Indizes als Benchmark zur Verfügung: der SWX Immofonds Index, der Rüd Blass Immobilienfonds Index und der WUPIX-F von Wüest & Partner.

Sonderkonditionen anbieten. Diese können auch das Image des Vertriebsträgers wirkungsvoll beeinflussen. (Weite) Grenzen setzt die Selbstregulierung der SFA in den Richtlinien für den Fondsvertrieb [17]. → Gestaltungspotential: hoch.

Kosten: Eine Studie von Price Waterhouse fand 1993 eine durchschnittliche Aufteilung der Fondskosten wie in Abbildung 5 dargestellt [18]. In allen Kostenbereichen ist eine bewusste Kostengestaltung denkbar. → Gestaltungspotential: hoch.

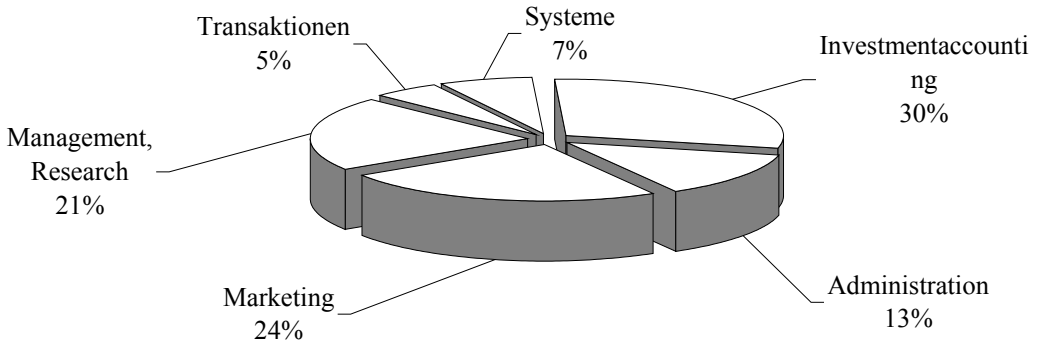


Abbildung 5: Anlagefonds – Kostenstruktur

Preise: Die laufende Preisbildung der kotierten Fondsanteile erfolgt an der Börse. Sämtliche kotierten Immobilienfonds werden heute mit einem positiven Agio [19] zwischen 19% und 39% gehandelt (Immobilien Business 5/2006 S.25).
Bei der Ausgabe von neuen Anteilen, sind diese zuerst den bestehenden Anlegern anzubieten (AFG Art. 41; AFV Art. 54). Dennoch gibt es Möglichkeiten zur Preisdifferenzierung zwischen Anlegersegmenten: Der Fonds kann in verschiedene Tranchen aufgeteilt werden. Es gilt der Grundsatz der Gleichbehandlung der Anleger und eine Quersubventionierung ist nicht gestattet (AFV Art. 7). In der Praxis werden oft Tranchen für institutionelle Anleger gebildet. Deren Ausgabepreise können relativ frei fixiert werden (vgl. Binderheim S.74 f.). Zudem können Vertriebsträger (teilweise) auf ihre Kommissionen verzichten oder Leistungen (vgl. Services, Dienstleistungen)

[17] Hier z.B. im Anhang mit Bestimmungen für die Vertriebsträger III B 10: „Der Vertriebsträger verzichtet auf aggressive Verkaufspraktiken jeder Art, wie z.B. das unaufgeforderte Kontaktieren von potentiellen Kunden am Telephon oder über elektronische Medien („cold calling“).“
Oder III B 11. „Empfehlungen, die vorab den Eigeninteressen des Vertriebsträgers zulasten der Anlager dienen, sind unzulässig. [...].“ PricewaterhouseCoopers S.243.

[18] Binderheim S. 81. Zudem: Die Richtlinie zur Berechnung und Offenlegung des TER der SFA listet die folgenden in der TER zu erfassenden Kosten und Kommissionen für Betriebsaufwand: Kommission der Fondsleitung, Kommission der Depotbank, weitere Kosten für Administration, Vermögensverwaltung und Beratung, Vertrieb, Aufsicht, Berechnung des NAV, Publikationen, Revision, Rechtsberatung, sonstige. Nicht hierzu gehören Kosten für den Kauf und Verkauf von Anlagen. PricewaterhouseCoopers S.254.

[19] Das positive Agio wird unter anderem via die erhöhte Liquidität, Transparenz und Synergien des Fonds (Diversifikation) erklärt (UBS II, Mai 2005 S.3). Gegenüber den nicht kotierten AST-Anteilen ist das Agio aber ein Nachteil.

unentgeltlich anbieten und so die Anteilpreise oder die laufenden Kosten beeinflussen. → Gestaltungspotential: hoch.

Kommunikation und Promotion: Hier sind im Rahmen des UWG, der Selbstregulierung der SFA (vgl. Services, Dienstleistungen), der wenig wirksamen Regelung im BankG Art. 4quater (irreführende und aufdringliche Werbung mit schweizerischem Sitz oder Einrichtungen) und allfälligen kantonalen Einschränkungen (Schalteröffnungszeiten etc.) alle Möglichkeiten einer Differenzierung gegeben. Dies beinhaltet die Akquisition und die laufende Kommunikation mit dem Anleger im Sinne des Reporting oder der Investor relations. → Gestaltungspotential: hoch.

Distribution und Rücknahme: Als Vertriebsträger kommen laut AFG Art. 22 und AFV Art. 22 f. in Frage [20]: ohne weitere Bewilligungspflicht Banken, Fondsleitungen, die schweizerische Post und Versicherungen; weiteren natürlichen und juristischen Personen kann unter bestimmten Voraussetzungen eine Bewilligung erteilt werden.
Somit kommen alle Vertriebskanäle der genannten Vertriebsträger für die Distribution in Frage: z.B. Website einer Bank, Verkäufer einer Versicherung usw. (vgl. Binderheim S. 11 ff.). → Gestaltungspotential: hoch.

2.6 Untersuchte Fonds: Zielsetzungen

Für die Anbieter (Fondsleitung) der untersuchten Fonds werden die folgenden Zielsetzungen angenommen:

1. Wachstum der **generierten Gebühren** durch Wachstum des Fondsvermögens.
2. Das **Anziehen weiterer Investitionen**.

2.7 Untersuchte Fonds: Eckdaten und Argumente

Die folgende Tabelle 1 gibt eine Übersicht zu den untersuchten Produkten und Anbietern [21].

[20] Die SFA stellt zudem Standesregeln für den Fondsvertrieb auf, die dem Anlegerschutz dienen. PricewaterhouseCoopers S. 239 ff.

[21] Der Fonds Ifca der Swisscanto fehlt, da er nicht an VE vermarktet wird: Der Fonds ist zu klein; VE werden möglichst in die AST der Swisscanto geleitet. Quelle: Telephonat mit Herrn Serge Courtet, Leiter Immmobilienfonds Swisscanto, am 16.05.06.

I Untersuchte Fonds	II Lancierung	III Nutzungssektoren			IV Grösse **	V Wachstum ***	VI Agio ****
		Wohnen	Kommerz	Gemischt	[Mio CHF]	[% p.a.]	[%]
CS Interswiss	1954		X		910	0.2	23
CS Siat	1956	X			1'361	12.9	24
IST Immo Optima Schweiz *	2003			X	185	31.3	--
Pensimo Immovit	1960	X			223	6.4	26
Swiss Re ImmoPLUS	1997		X		583	7.4	20
UBS Swissreal	1962		X		447	12	27
UBS Immoparts Schweiz *	1995			X	251	29.5	--

* Fund of Funds. Hier Anlagegruppe einer AST, welche in kotierte Schweizer Immobilienfonds investiert.
** Grösse des Fondsvermögens
*** Wachstum des Fondsvermögens 2000-2005; UBS Swissreal und Immo Optima Schweiz 2003-2005, Immovit 2002-2005
**** Stand April 2006

Tabelle 1: Untersuchte Fonds – Anbieter und Produkte

Es folgen in Tabelle 2 die Verkaufsargumente jedes einzelnen Produktes, wie sie aufgrund der öffentlich erhältlichen Informationen wahrgenommen werden können. Die detaillierteren Produktportraits finden sich in den Anhängen 2 – 8. Verwendet wurden öffentliche Publikationen, sowie telephonisch nachgefragte Informationen. Vertrauliche, massgeschneiderte Verkaufspräsentationen für VE standen meist nicht zur Verfügung. Die benützten Quellen sind im Anhang vermerkt.

I Untersuchte Fonds	II Verkaufsargumente
CS **Interswiss**	- Marke CS - Anlageschwerpunkt kommerzielle Nutzungen
CS **Siat**	- Marke CS - Anlageschwerpunkt Wohnbauten
IST **Immo Optima Schweiz ***	- Diversifikation - Mehrwert durch aktive Titelselektion: Gewichtung von Nutzungen, Regionen und Instrumenten - Kosten: da non-profit und wenig Trading - Researchqualität - Überperformance gegenüber Benchmark
Pensimo **Immovit** [22]	- Grösse - Standorte der Liegenschaften - Nutzungen
Swiss Re **ImmoPLUS**	- Ausschüttungskonzept (Privatanleger [23]): Wertvermehrung durch Reinvestition. Vermeidung der Einkommenssteuer auf der Dividende - Geschäftsliegenschaften als vorteilhaft gegenüber Wohnliegenschaften: Weniger Mieterwechsel, Nebenkosten tragen Mieter - Portfoliostrategie: Ratingtool zur Analyse von bestehenden Liegenschaften, antizyklische Kaufpolitik für Zukäufe - Kompetenz: z.B. Kommunikation mit Markt- und Ratingmatrizen im Geschäftsbericht - Transparenz: Graphiken mit Leerstandsentwicklungen, grössten Mietern, Fälligkeit der Mietverhältnisse, usw. - Performance, Agio etc.
UBS **Swissreal**	- UBS Know-how: „Erfahrene Spezialisten“ - Diversifikation und SWX-Kotierung (Handelbarkeit) - Schwerpunkt: Investition in Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften - „Bewährter Anlageprozess“, mehrstufige Due diligence und Risikoprüfung
UBS **Immoparts Schweiz ***	- „Kursdynamischere Anlageform in Liegenschaften“ - Relativ hohe laufende Erträge - Aktives Portfoliomanagement - Liquidität: Bessere Handelbarkeit im Vergleich zu Schweizer Immobilienfonds - Breitere Diversifikation - Anlageprozess, Research, Risikomanagement

* Fund of Funds. Hier: Anlagegruppe einer AST, welche in kotierte Schweizer Immobilienfonds investiert.

Tabelle 2: Untersuchte Fonds – Verkaufsargumente

[22] Dieser Fonds wird per 1.7.2006 mit dem ebenfalls in Wohnen investierten Swissinvest vereinigt. Der Marktwert wird dann bei knapp CHF 450 Mio liegen. Er wird Swissinvest Real Estate Investment Fund heissen; (Quelle: Pensimo Pressemitteilung vom 17.1.06). Diese Entwicklung wird in dieser Arbeit nicht berücksichtigt.

[23] Vgl. vorne Fussnote 15 im Absatz 2.5.

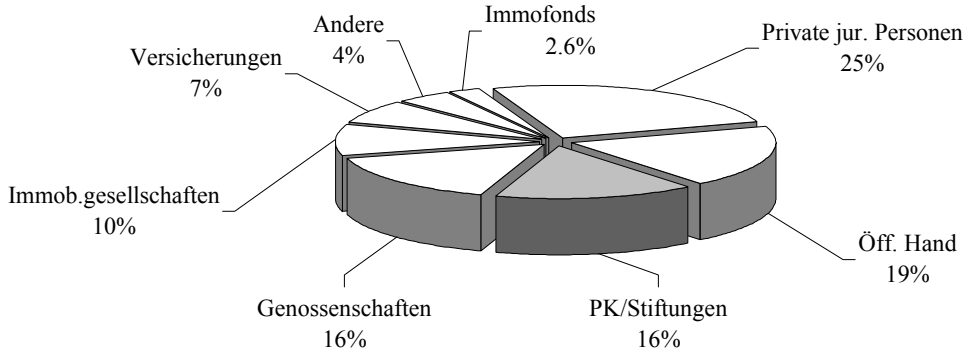
Fazit: Die Verkaufsargumente richten sich meist auf Produktmerkmale (z.B. Nutzungssektor der Immobilien) und die generellen Vorteile der Immobilienanlage. Konkurrenzvorteile sind selten, weitere Kundennutzen werden kaum ausgeführt:
Beide CS Fonds verweisen auf ihren Anlageschwerpunkt (kommerzielle Nutzungen bzw. Wohnen) und verlassen sich im Übrigen völlig auf die Kraft der Marke CS. Der Fonds Immovit von Pensimo argumentiert nach Aussagen einer Mitarbeiterin mit seiner Grösse (er ist einer der kleinsten der untersuchten Fonds [24]), den Immobilienstandorten und dem Anlageschwerpunkt Wohnen. Beim UBS Swissreal erfolgt zusätzlich zum Anlageschwerpunkt der Hinweis auf das UBS Know-how mit einem „bewährten Anlageprozess“ und mehrstufiger Due Diligence – auch hier steht die Marke also im Vordergrund.
Etwas erweiterte Argumentationen finden sich bei den Funds of Funds: IST und UBS verweisen auf die gesteigerte Diversifikation und aktives Portfoliomanagement auch der Instrumente. IST argumentiert zudem mit Überperformance und Kostenvorteilen („wenig Trading“; IST als non-profit Organisation). UBS verweist auf bessere Liquidität als Fonds und das UBS Know-how.
Einen Sonderfall bildet der ImmoPLUS von Swiss Re, welcher über einen eigentlichen Sales folder verfügt. Konkurrenzargumente werden aufgezeigt: das Ausschüttungskonzept (Steuervorteile), der Anlageschwerpunkt (Vorteile werden erläutert), Kompetenz und Transparenz (Einkaufsstrategie, Ratingtools und -matrizen, Marktmatrix, Leerstandsentwicklungen, Fälligkeit von Mietverhältnissen werden gezeigt und erläutert) sowie seine Überperformance und das niedrige Agio.

[24] Auch nach der Fusion mit dem Swissinvest wird seine Grösse eher unterdurchschnittlich sein.

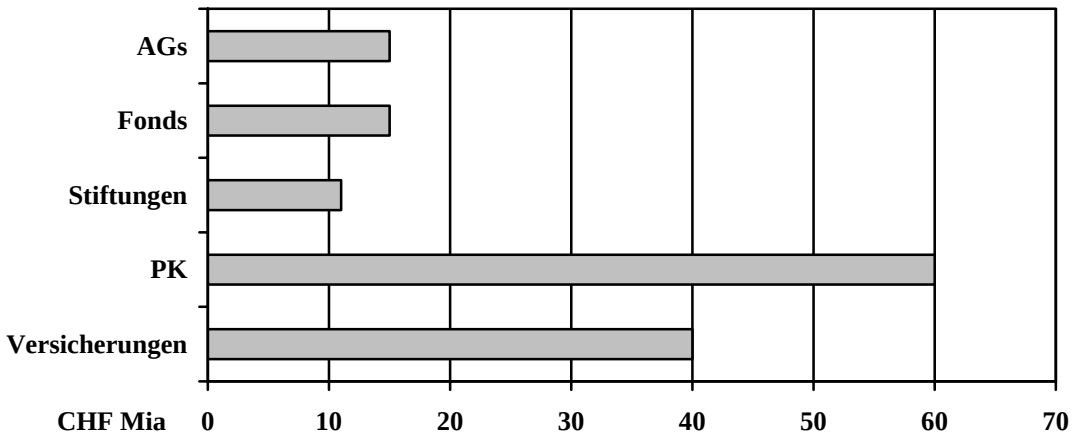
3 Nachfrage

3.1 Institutionelle Anleger

Die institutionellen Anleger umfassen alle nicht privaten Anlegergruppen. Im wesentlichen gehören dazu: PK, Versicherungen (Lebens-, Schaden-, Kranken-, Rückversicherungen), Banken, (Anlage-) Stiftungen, Genossenschaften, private Unternehmen, öffentliche Unternehmen und Haushalte, Kirchen, Verbände und Vereine. Abbildung 6 zeigt die Eigentümerstruktur der institutionellen Investoren an Schweizer Immobilien. Die Darstellung zeigt, dass PK zu den grössten Immobilien-investoren zählen.



Bemerkung: Basis ist die Anzahl Wohngebäude (BfS III S.26 und eigene Berechnung).



Bemerkung: Institutionelle Immobilienvermögen in der Schweiz (Wüest & Partner S.61).

Abbildung 6: Eigentum institutioneller Investoren an Schweizer Immobilien

3.2 Pensionskassen: Immobilienanlagen

3.2.1 Immobilienanlagen der Pensionskassen

Abbildung 7 hinten zeigt Umfang und Entwicklung der Immobilienanlagen der VE (vgl. Anhang 1 [25]). Ende 2004 enthielten die Portfolios knapp CHF 70 Mia an Immobilien. Zehn Jahre zuvor waren es erst CHF 47.5 Mia gewesen: Inländische wie ausländische, direkte wie indirekte Anlagen trugen zu diesem dauernden Wachstum bei. Der Anteil der Immobilien am Gesamtvermögen blieb relativ konstant um 15%. Sein Absinken Ende der 90er Jahre beruhte auf einem Boom anderer Anlagen (Aktien).
Schweizer Direktanlagen machten 11% der Vermögen (76% der Immobilienvermögen) aus. Bemerkenswert ist das Wachstum der indirekten Anlagen. Ihr Anteil am Vermögen stieg von 1% im Jahr 1994 auf 3.5% in 2004.
Ausländische Immobilien dürfen gemäss BVV2 Art. 54 bis zu 5% der Anlagen ausmachen. Der Anteil der Auslandanlagen betrug Ende 2004 erst 0.4% der Vermögen. Ausländische Direktanlagen blieben mit 0.03% der Vermögen unbedeutend.

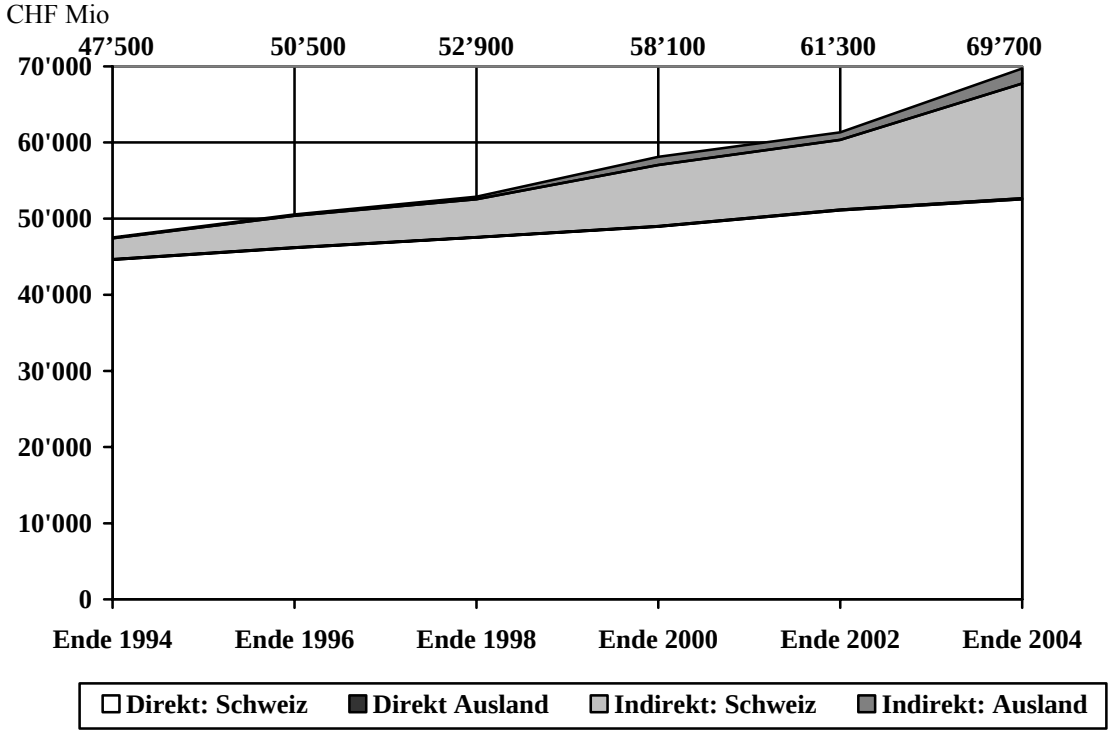
Das gesamte Vermögen der VE betrug im Jahr 2004 CHF 484.2 Mia (BfS II [26]). Tabelle 3 zeigt eine Schätzung der durchschnittlichen Immobilienanlagen nach Grössenklassen der VE.

I Vermögensklasse (Bilanzsumme) [Mio CHF]	II Vorsorgeeinrich-tungen * [Stück]	III Vermögen Summe der Klasse [Mio CHF]	IV Immobilienanlagen, Summe der Klasse ** [Mio CHF]	V Immobilienanlagen pro Einrichtung *** [Mio CHF] (Band)
a. bis 10	ca. 5'570	ca. 12’100	ca. 1’700	ca. 0.3 (... – 1.5)
b. > 10 bis 30	ca. 720	ca. 15’500	ca. 2’200	ca. 3 (1.5 – 4.5)
c. > 30 bis 100	ca. 580	ca. 38’200	ca. 5’500	ca. 9 (4.5 – 15)
d. > 100 bis 300	ca. 270	ca. 50’800	ca. 7’300	ca. 27 (15 – 45)
e. > 300 bis 1’000	ca. 130	ca. 79’400	ca. 11’400	ca. 88 (45 – 150)
f. > 1000	ca. 70	ca. 288’100	ca. 41’600	ca. 594 (150 – …
Summe	ca. 7'300	ca. 484’177	ca. 69’700	ca. 10

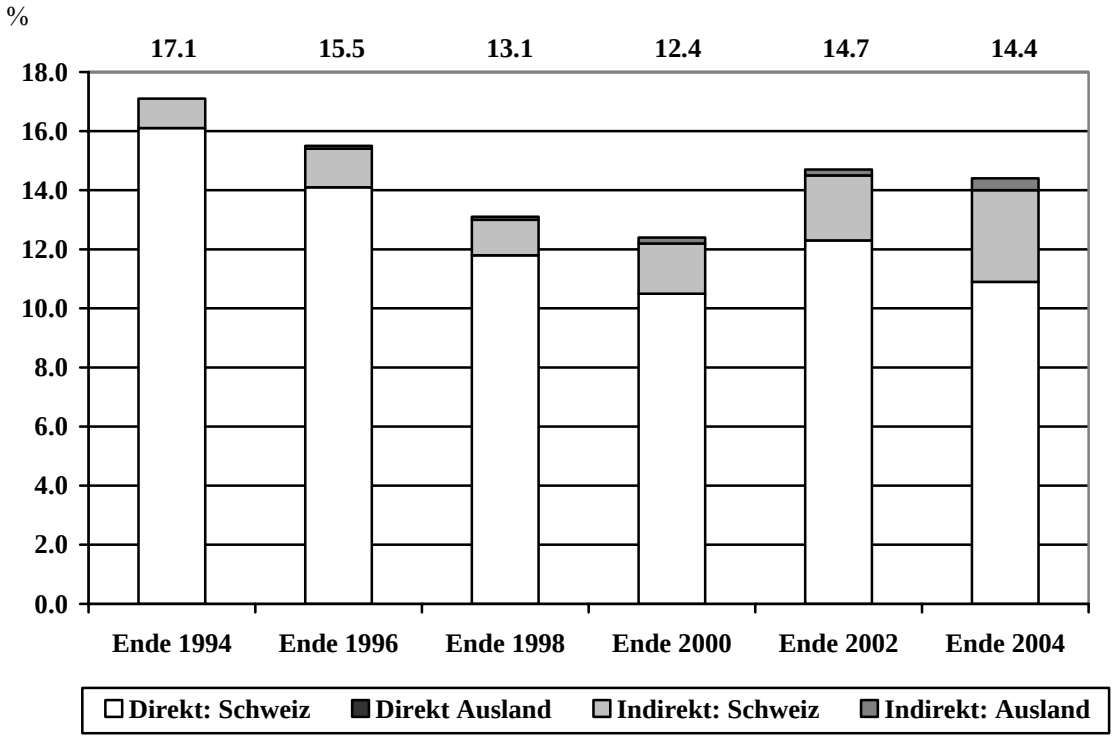
* Annahme: Abnahme der Anzahl von ca. 5% p.a. (bzw. ca. 2.5% p.a. bei d.; 0% bei e. und f.) von 2002 bis 2004
** 14.4% von III
*** IV/II; in Klammern die Bandbreite der Durchschnittswerte, d.h. 15% der Vermögensklasse.
Quelle: BfS I S.36, BfS II, eigene Berechnungen.

Tabelle 3: Immobilienanlagen 2004 nach Grössenklassen der VE

[25] Fremdkapitalanlagen in Immobilien werden nicht berücksichtigt (vgl. Universum indirekter Immobilienanlagen in Abbildung 2).
[26] Schätzungen gehen von aktuellen Vermögen in der Grössenordnung von CHF 500-600 Mia aus. Vgl. z.B. Büchi S.23.



Bemerkung: Immobilienanlagen der VE 1994 – 2004. Quelle: BfS II, ohne Fremdkapitalanlagen



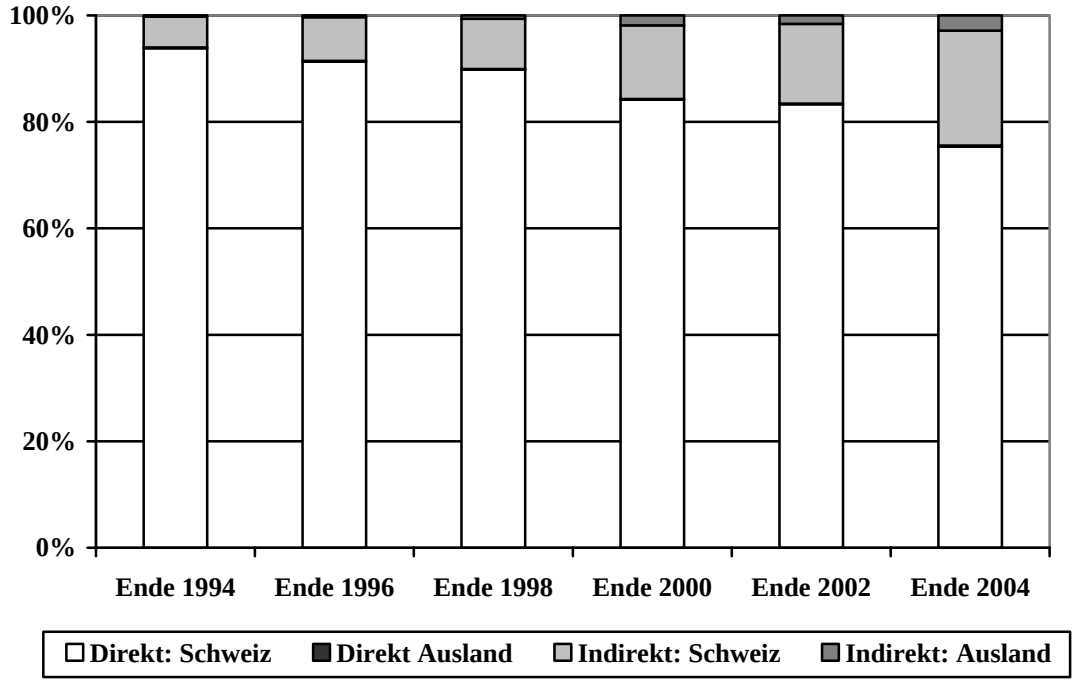
Bemerkung: Immobilienanlagen in % der Gesamtanlagen der VE 1994 – 2004. Quelle: BfS II, ohne Fremdkapitalanlagen

Abbildung 7: Immobilienanlagen der VE

3.2.2 Indirekte Immobilienanlagen der Pensionskassen

Struktur und Entwicklung: Etwa 24% der Immobilienanlagen (3.5% der Vermögen) entfielen Ende 2004 auf indirekte Anlagen (vgl. Abbildung 8). Hiervon waren knapp 22% Inland- und knapp 3% Auslandanlagen. Der Anteil indirekter Anlagen an den Immobilienanlagen stieg von 6% (1994) auf 24% (2004), die entsprechenden Volumina von CHF 2.9 Mia auf CHF 17.0 Mia.

Volumen: Das gesamte Vermögen der VE betrug im Jahr 2004 CHF 484.2 Mia (BfS II). Die indirekten Anlagen in Immobilien machten wie erwähnt CHF 17 Mia aus. Im Vergleich hierzu liegt die Börsenkapitalisierung der kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften und -fonds sowie das Immobilienvermögen der AST zusammen etwa bei CHF 30 Mia (2006; Immobilien Business 4/2006 S.35, KGAST S.13) [27].



Quelle: BfS II, ohne Fremdkapitalanlagen

Abbildung 8: Immobilienanlagen der VE in % ihrer Immobilienanlagen

Aussichten: Aus Diversifikationsgründen erscheint die direkte Immobilienanlage für VE unter CHF 150 Mio Immobilienvermögen wenig sinnvoll [28]. Dies betrifft die Mehrzahl aller VE (vgl. vorne Tabelle 3). Für diese VE besteht also Bedarf zur Umschichtung von direkten in indirekte Anlagen. Portfolioanalysen für institutionelle Investoren zeigen häufig optimale Quoten zwischen 10% und 30% (CS S.61, UBS I

[27] Immobilienaktien: CHF 8.2 Mia; Immobilienfonds: CHF 17.8 Mia; AST: CHF 4 Mia.

[28] Zur minimalen Diversifikation eines Schweizer Portfolios von Direktanlagen lässt sich etwa folgende Überschlagsrechnung aufstellen: 3 Lagen/Regionen x 3 Nutzungssektoren x je 4 Objektqualitäten = 36 Objekte x CHF 4 Mio durchschnittliche Investitionssumme = CHF 144 Mio.

S.33). Diese Quoten sind abhängig von der Risikofähigkeit beziehungsweise dem angestrebten Risiko-/Renditeprofil des Portfolios einer bestimmten VE. Beide Einflüsse deuten ceteris paribus auf einen attraktiven und stark wachsenden Markt der VE für schweizerische und ausländische indirekte Immobilienanlagen.

3.3 Pensionskassen: Merkmale

Merkmale der VE werden vor allem im Hinblick auf eine spätere Marktsegmentierung betrachtet (vgl. hinten 4). Ziel ist also nicht eine allgemein umfassende Darstellung der zweiten Säule sondern das Finden von Trennvariablen zur Marktsegmentierung.
Die Einschätzung der Segmentierungstauglichkeit erfolgt subjektiv durch den Autor. Sie ist jeweils nach einem Pfeil angefügt und hinten in Tabelle 7 zusammengefasst. Die Kriterien einer wirkungsvollen Segmentierung sind: das gebildete Marktsegment soll messbar, substantiell, möglichst homogen (hier: bezüglich Investitionsverhalten in indirekte Immobilienanlagen) und erreichbar sein. Die Erreichbarkeit ist generell von der Datenverfügbarkeit oder -beschaffbarkeit bei den einzelnen Vertriebsträgern abhängig und wird deshalb ausgeblendet.
Übliche Kriterien zur Einteilung von VE beinhalten [29]: Art der Vorsorgeleistung, Grössenklassen, Rechtsform, Verwaltungsform und Art der Risikodeckung, Strukturen, Beitrags- und Leistungsprimat. Weiter werden ebenso denkbare Kriterien untersucht.

Art der Vorsorgeleistung: Mit der obligatorischen Vorsorge beschäftigt sind bei der Aufsichtsbehörde „registrierte VE“ (Schaffner S.34) [30]. Als „umhüllende Kasse“ können diese VE zudem überobligatorische Leistungen anbieten. Daneben existieren weitere Einrichtungen für die überobligatorische Vorsorge [31].
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: mittel; Homogenität: gering).

Grössenklassen: In der Schweiz gab es 2004 etwa 3.2 Mio Versicherte, 0.8 Mio Rentner und etwa 7’300 VE (davon etwa 2'000 – 3'000 mit Versicherten). Hauptmerkmal war die Konzentration von ca. 70% der Versicherten in ca. 100 VE mit über 5'000 Versicherten (BfS I S.36, eigene Berechnung). Die Struktur anhand der Bilanzsumme zeigen Spalten I bis III der Tabelle 3 vorne.
→ Segmentierungstauglichkeit hoch (Messbarkeit: hoch; Homogenität: mittel).

[29] Vgl. BfS I S.29 ff., Frauenlob S.55 ff., Schärer S.21 ff., Schaffner S.33 ff.
[30] Registrierte VE 2002: 2’449 Stk mit 3,15 Mio Versicherten; BfS. I S.29.
[31] Nicht registrierte VE 2002: 720 Stk mit 165'000 aktiven Versicherten, ca. 5’000 Stk ohne aktive Versicherte. BfS. I S.29.

Rechtsform: Zum Schutz der Vermögen haben die VE eigene Rechtspersönlichkeit (Schaffner S.33). Als Rechtsform kommen laut BVG Art. 48 II in Frage: Stiftung (wichtigste Rechtsform; Schaffner S.33, Frauenlob S.55), Genossenschaft und Einrichtung des öffentlichen Rechtes. Bei öffentlich rechtlichen Kassen garantiert meist die öffentliche Hand für eingegangene Verpflichtungen (von BVG Art. 65 ausgenommen). Sie können daher tendenziell risikobetontere Anlagestrategien verfolgen (BfS I S.28; Swisscanto S.28)
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: mittel; Homogenität: mittel).

Verwaltungsform und Art der Risikodeckung: „Autonome VE“ tragen sämtliche Risiken selbst oder haben eine Zusatzversicherung für Spitzenrisiken (BfS I S.33). Die Mindestgrösse ist 100 Versicherte (Schärer S.24), der Durchschnitt liegt bei 2'500 Versicherten. 450 autonome VE ohne Rückversicherung versicherten 2002 1.14 Mio Personen oder 35% der aktiven Versicherten (BfS I S.32).
„Teilautonome VE“ tragen meist nur die Anlagerisiken selbst. Versicherungstechnische Risiken (Tod, Invalidität, Langlebigkeit) werden teilweise rückversichert [32].
„Kollektiven VE“ sind mehrere Arbeitgeber angeschlossen. Sie lagern mehr oder weniger sämtliche Risiken an eine konzessionierte Lebensversicherungsgesellschaft aus [33]. Die kollektiven VE versicherten 2002 1.21 Mio Personen oder 36% der aktiven Versicherten in der Schweiz (BfS I S.32). Tabelle 4 zeigt eine Übersicht für das Jahr 2002 (BfS I S.30).
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: mittel; Homogenität: mittel).

I Verwaltungsform	II Vorsorgeein- richtungen [Stück]	III Angeschlossene Arbeitgeber [Stück]	IV Versicherte [Stück]
a) Sammeleinrichtung	126	183’002	1'152’448
b) Gemeinschaftseinrichtung	130	111’948	615’849
c) Mischform (Bund, Kantone, ...)	115	5’626	576’975
d) Einrichtung einer Muttergesellschaft	804	4’862	659’576
e) Einrichtung aus Zusammenschluss	288	1’078	43’923
Summe	1'463	306'516	3'048'771

Tabelle 4: VE mit mehreren Arbeitgebern 2002

Strukturen: Häufigste Form ist die „umhüllende Kasse“, welche obligatorische und überobligatorische Teile in einer einzigen registrierten Stiftung erbringt. Um beim

[32] Je nach Art der Versicherung: Kongruente-, stopp-loss- (mit Selbstbehalt), excess-of-loss-Versicherung (Versicherung deckt Spitzenrisiken). Schaffner S.35.

[33] Das heisst, sie schliessen sich einer Sammel- oder Gemeinschaftsstiftung an oder sind Stiftungen mit voller Rückversicherung. Sammelstiftung: organisatorisch strikt getrennte Vorsorgekassen der einzelnen Arbeitgeber. Gemeinschaftsstiftung: keine vollständig getrennte Rechnung. Frauenlob S.58.

überobligatorischen Teil die paritätische Verwaltung zu vermeiden, werden bisweilen neben der registrierten VE weitere Stiftungen hiermit betraut (vgl. Schärer S.22 f.).
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: mittel; Homogenität: gering).

Beitrags- und Leistungsprimat: Beim Beitragsprimat [34] resultieren die Leistungen aus den definierten und geleisteten Beitragshöhen. Beim Leistungsprimat [35] bestimmen die definierten und garantierten Leistungen die Beitragshöhen.
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: mittel; Homogenität: gering).

Risikofähigkeit: Die Risikofähigkeit einer VE lässt sich anhand des Deckungsgrades [36] und der Wertschwankungsreserven (in % des Vorsorgekapitals) sowie deren erwarteter Entwicklung abschätzen.
Deckungsgrad: Grosse Streuungen um die Durchschnittswerte 2004 in Tabelle 5 ergaben sich vor allem bei kleineren VE unter 100 Mio und grossen mit über 1 Mia Deckungskapital (Swisscanto S.23 ff., S.51 ff).
Wertschwankungsreserven: Diese bestimmen die maximale Schwankungsbreite (Risiko) der Anlagestrategie ohne Beeinträchtigung des Deckungsgrades von 100%.
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: mittel; Homogenität: mittel).

I Deckungsgrad * [%]	II Risikofähigkeit	III Private VE ** [%]	IV Private VE *** [%]	V Öffentliche VE [%]
> 110	recht gut	35		2
100 bis 110	eher eingeschränkt	49	55	29
90 bis < 100	eingeschränkt („geringe Unterdeckung“)	14	34	34
< 90	gering („Schieflage“)	2	11	34

* = (Aktiven – Fremdkapital)/von Experten berechnetes notwendiges Vorsorgekapital x 100
** Quelle: Swisscanto S.51
*** Quelle: BfS I S.26 ff.

Tabelle 5: Risikofähigkeit der VE

Alter einer VE: Das Drei-Säulen-Konzept der Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge geht auf BV Art. 111 von 1972 zurück. Viele VE bestanden aber bereits früher (Schaffner S.16 f.). Bei älteren VE ist in der Regel mit guten Deckungsgraden zu rechnen.
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: mittel; Homogenität: gering).

[34] VE des privaten Rechtes: 87% der Einrichtungen und 85% der Versicherten (2002).
[35] VE des öffentlichen Rechtes: 59% der Einrichtungen und 62% der Versicherten (2002).
[36] BfS I S. 26 ff. weist auf die unsichere Interpretation von Werten für den Deckungsgrad hin.

Durchschnittsalter der Destinatäre, Art der Leistungen: Die Altersstruktur der Destinatäre hat Einfluss auf die Höhe, Zeitablauf und Art der Auszahlungen (versichert sind gemäss BVG 1 Alter, Tod und Invalidität).
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: gering; Homogenität: hoch).

Bestehende Kapitalanlagen: Die bestehenden Kapitalanlagen sind Ergebnis der Anlagestrategie. Über diese bestimmt die VE innerhalb der gesetzlichen Vorschriften frei [37]. Für Immobilienanlagen gelten gemäss BVV2 Art 54 f. die folgenden Grenzwerte (in % aller Anlagen): 50% bei Inlandanlagen, 5% bei Auslandanlagen [38]. Theoretisch und bisher weitgehend ohne praktische Relevanz dürften diese Grenzwerte unter den Voraussetzungen von BVV2 Art. 59 überschritten werden (Schaffner S.71). Die Immobilienanlagen der VE werden im Abschnitt 3.2 betrachtet.
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: mittel; Homogenität: mittel).

Anlageentscheide und -prozesse: Anlageentscheide werden hinten in den Abschnitten 3.5 und 3.6 näher betrachtet.
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: gering; Homogenität: gering).

Art der zugehörigen Arbeitgeberorganisation: Die Art der zugehörigen Unternehmung beeinflusst die Arbeit der VE über die Mitglieder des paritätischen Leitungsorgans (vgl. Qualifikation der Stiftungsräte) und ihre Branchenzugehörigkeit (vgl. Schaffner S.60).
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: mittel; Homogenität: gering).

Qualifikation der Stiftungsräte: Bei den registrierten VE (vgl. Art der Vorsorgeleistung) gilt die paritätische Verwaltung: „Arbeitnehmer und Arbeitgeber haben das Recht, in das oberste Organ der Vorsorgeeinrichtung die gleiche Zahl von Vertretern zu entsenden“ (BVG Art. 51). Dies kann unterschiedliche Qualifikationen der Stiftungsräte einer VE bedeuten.
Die Revision des AFG klassiert im neuen KAG die Investoren nicht als institutionelle oder private Anleger sondern als qualifizierte und gewöhnliche Anleger. Dies weist generell auf erhebliche Unterschiede in der Qualifikation unter den institutionellen Anlegern.
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: gering; Homogenität: gering).

---

[37] Grundprinzip ist nach BVG Art. 71 und BVV2 Art. 50-52 die Gewährleistung von Sicherheit und genügendem Ertrag der Anlagen bei angemessener Verteilung der Risiken sowie die Deckung des Liquiditätsbedarfes.

[38] Zusätzlich: Maximal 70% für Anlagen in Aktien und Immobilien Schweiz bzw. 30% in Aktien und Immobilien Ausland (BVV2 Art. 55 lit. b., d.). Die Anlage in Hypotheken in CHF: max. 75% (BVV2 Art. 54 lit. b.).

Geschäftsführung, Berater und Dienstleister. Diese Punkte werden hinten in den Absätzen 3.4 und 3.5 erläutert. Zentrale Frage ist, wer die Anlageentscheide trifft und wer Einfluss nimmt.
→ Segmentierungstauglichkeit mittel (Messbarkeit: gering; Homogenität: hoch).

Unternehmenskultur und Werte: Wie jede Organisation hat jede VE ihre Unternehmenskultur und Werte (vgl. Büchi S. 21).
→ Segmentierungstauglichkeit gering (Messbarkeit: gering; Homogenität: gering).

3.4 Pensionskassen: Führung

3.4.1 Grundlagen der Pensionskassenführung

Organisatorische Grundlagen: Organisatorische Grundlagen einer VE sind die Stiftungsstatuten, die vom Stiftungsrat erlassenen Reglemente und internen Weisungen. Das Anlagereglement klärt Vorgehen, Kompetenzen und Überwachungsrhythmus der Anlagetätigkeit.

Beteiligte: Beispielhaft zeigt Abbildung 9 das Organigramm der Siemens PK in Zürich (http://www.pk-siemens.ch/de/default.aspx; Abfrage am 25.05.2006).

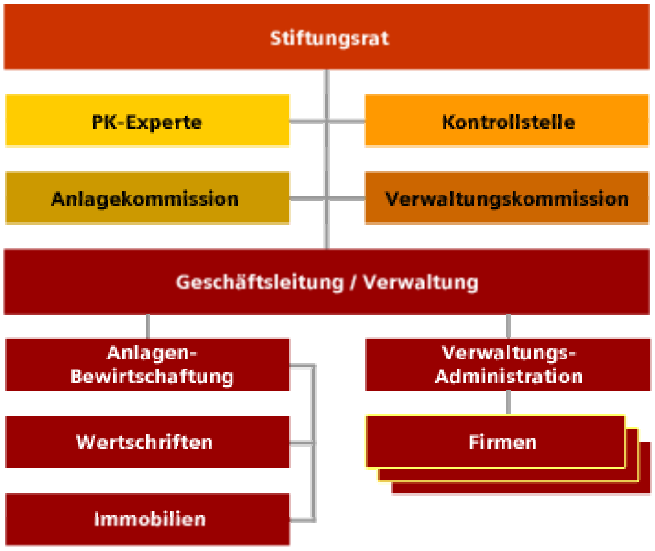


Abbildung 9: Organigramm der Siemens Pensionskasse

Die Beteiligten und ihre (anlagenbezogenen) Interessen sind in der folgenden Tabelle 6 zusammengefasst.

I Beteiligte	II Führungsziele und Interessen
Stiftungsrat: Bei der registrierten VE besteht das oberste Organ aus gleich vielen Vertretern der Arbeitgeber- wie der Arbeitnehmerseite („paritätische Verwaltung", BVG Art. 51) [39, 40].	- Wahrnehmung des Leistungsauftrages der VE (genügender Deckungsgrad; vgl. BVV2 Art. 50 II) - Korrekte Vermögensanlage (BVV2 Art. 49 ff.) - Vermeidung der Haftung nach BVG Art. 52
PK-Experte: Er berät den Stiftungsrat bezüglich Überprüfung des finanziellen Gleichgewichtes und der Erfüllung der Mindestvorsorge (vgl. BVG Art. 53 II; BVV2 Art. 37 ff.).	- Keine Aufgabe im eigentlichen Anlageprozess - Sicherung der Beratungshonorare durch Beratungsqualität und Beziehungspflege - Vermeidung der Haftung nach BVG Art. 52
Kontrollstelle: Sie ist Revisionsorgan (vgl. BVG Art. 53 I).	- Keine Aufgabe im eigentlichen Anlageprozess
Anlagekommission, Verwaltungskommission: Fachkommissionen, an welche der Stiftungsrat Kompetenzen delegieren kann (vgl. Haftung)	- Stiftungsratsmitglieder: vgl. oben - Verwaltungsmitglieder: vgl. unten - Berater: vgl. unten
Geschäftsführung, Verwaltung: Falls eingesetzt, unterstützt sie den Stiftungsrat und hat meist erheblichen Einfluss im täglichen Geschäft (Schaffner S.44).	- Vermögensanlage gemäss Anlagestrategie und Anlagerichtlinien - Vermeidung der Haftung nach BVG Art. 52
Berater und Dienstleister: Der Stiftungsrat und die Kommissionen können durch Anlage- und Strategieberater unterstützt werden. Bei der Umsetzung können je nach internen Ressourcen Vermögensteile intern oder extern geführt werden (siehe hinten 3.5)	- Berater: Sicherung der Beratungshonorare durch Beratungsqualität und Beziehungspflege - Dienstleister: Honorarsicherung durch Vermögensanlage gemäss Vorgaben der VE (ggf. auch Performancebeurteilung)
Weitere Entscheidungsbeeinflusser: - **Destinatäre** - **Aufsichtsbehörde** - **Öffentlichkeit, Wirtschaftspresse usw.** - **...**	 - Einflussnahme über paritätischen Stiftungsrat (vgl. Stiftungsrat oben) - Einhaltung der Vorschriften (vgl. Stiftungsrat oben) - Informationen; „Suche nach Skandalen" - ...

Tabelle 6: Führung der VE – Beteiligte und anlagenbezogene Interessen

Haftung: Die Haftung nach BVG Art. 52: „Alle mit der Verwaltung, Geschäftsführung oder Kontrolle der VE betrauten Personen sind für den Schaden verantwortlich, den sie ihr absichtliche oder fahrlässig zufügen". Die Personen sind also zu sorgfältigem Handeln verpflichtet, da der Schaden durch fahrlässiges oder absichtliches Tätigsein oder Unterlassen entstehen kann. Diese persönliche und solidarische Haftung bleibt bestehen, auch wenn Kompetenzen delegiert wurden [41].

[39] Im überobligatorischen Bereich werden die Arbeitnehmer nach Massgabe ihrer Beitragspflicht an der Verwaltung beteiligt. Schaffner S. 37.

[40] Aufgaben beinhalten u.a. den Erlass von Reglementen, die Genehmigung der Anlagestrategie und -richtlinien, Verabschiedung von Jahresrechnung und -bericht, Wahl der Kontrollstelle und des PK-Experten, die Delegation von Kompetenzen an Geschäftsführer, Kommissionen, Ausschüsse, Beschlüsse über Zeichnungsberechtigung, Festlegung der Informationspolitik. Schaffner S.41.

[41] Haftungsvoraussetzungen sind: Schaden, Widerrechtlichkeit, adäquater Kausalzusammenhang, Verschulden. Hierzu und zur Solidarität der Haftung vgl. Aeberli S.14 f. und S.84; Büchi S.29.

3.4.2 Anlageprozess der Pensionskassen

Der Prozess kann in drei Phasen dargestellt werden (Abbildung 10; vgl. Schärer S.46 ff.).

Phase I: Grundlage bildet BVV2 Art. 49a I [42]. Dies beinhaltet vorerst die Schaffung der organisatorischen Voraussetzungen (vgl. vorne 3.4.1). Alsdann bestimmt der Stiftungsrat die Anlagestrategie [43] auf Basis von BVV2 Art. 50-60 [44]: der anzustrebende Vermögensanteil für Anlagen in Immobilien insgesamt (Vermögenszusammensetzung) und zulässige Abweichungen davon (taktische Bandbreiten).

Phase II: Sie umfasst die effektive Umsetzung der Anlagestrategie (vgl. hinten 3.5 und 3.6).

Phase III: Sie beinhaltet die Überwachung und Anpassung einerseits der Strategie, andererseits der tatsächlichen Allokation und ihrer Performance.

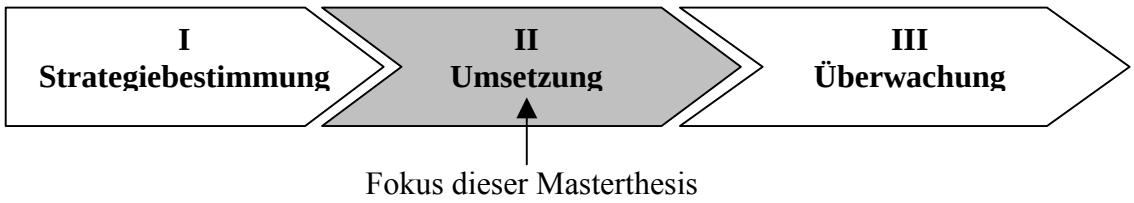


Abbildung 10: Hauptphasen des Anlageprozesses

Im Rahmen dieser Masterthesis interessiert die Umsetzung der Anlagestrategie in Phase II, namentlich der Entscheid für einen bestimmten der untersuchten Fonds (vgl. vorne 2.7).

3.5 Pensionskassen: Anlageentscheide

Der Investitionsentscheid zugunsten eines bestimmten der untersuchten Fonds hängt von den folgenden Instanzen ab: Anlagestrategie und -richtlinien, Entscheidungsträger, Nutzen der VE und des Entscheidungsträgers (vgl. auch vorne Tabelle 6) sowie angewendete Produktwahlkriterien.

---

[42] Wortlaut: „Die VE legt die Ziele und Grundsätze, die Durchführung und Überwachung der Vermögensanlage nachvollziehbar so fest, dass das paritätische Organ seine Führungsaufgabe vollumfänglich wahrnehmen kann“.

[43] Sie basiert oft auf simulierten künftigen Deckungsgradentwicklungen aufgrund alternativer Anlagestrategien und dem erwarteten notwendigen Vorsorgekapital. Vgl. auch Schaffner S.73 ff.

[44] Oberziele der Anlagestrategie sind in BVV2 Art. 50-52 festgehalten: Sorgfältige Anlage, Sicherheit bei der Erfüllung des Vorsorgezweckes, Risikoverteilung, marktgerechten Ertrag, Abbildung der Liquiditätsbedürfnisse.

Anlagestrategie und -richtlinien: Diese sehen zum Beispiel vor, dass der Anteil an indirekten Immobilienanlagen erhöht oder umgeschichtet werden soll (Beweggründe vgl. vorne 3.2.2). Abbildung 11 hinten zeigt die möglichen Risiko- / Renditeprofile indirekter Immobilienanlagen (z.B. CS S.58 f.). Da diese Anlagen nur 3.5% der VE-Vermögen ausmachen (vgl. vorne 3.2.2), wird der Stiftungsrat ihnen vergleichsweise wenig Aufmerksamkeit widmen und die gängigen Schweizer Anlagen erwarten: Die VE wird also in der Regel Core-Anlagen anstreben.
Die Entscheidungsträger werden vom Stiftungsrat oder der Anlagekommission in diesem Sinne beauftragt und wählen deshalb (unter anderem) kotierte Schweizer Immobilienfonds – die untersuchten Fonds.

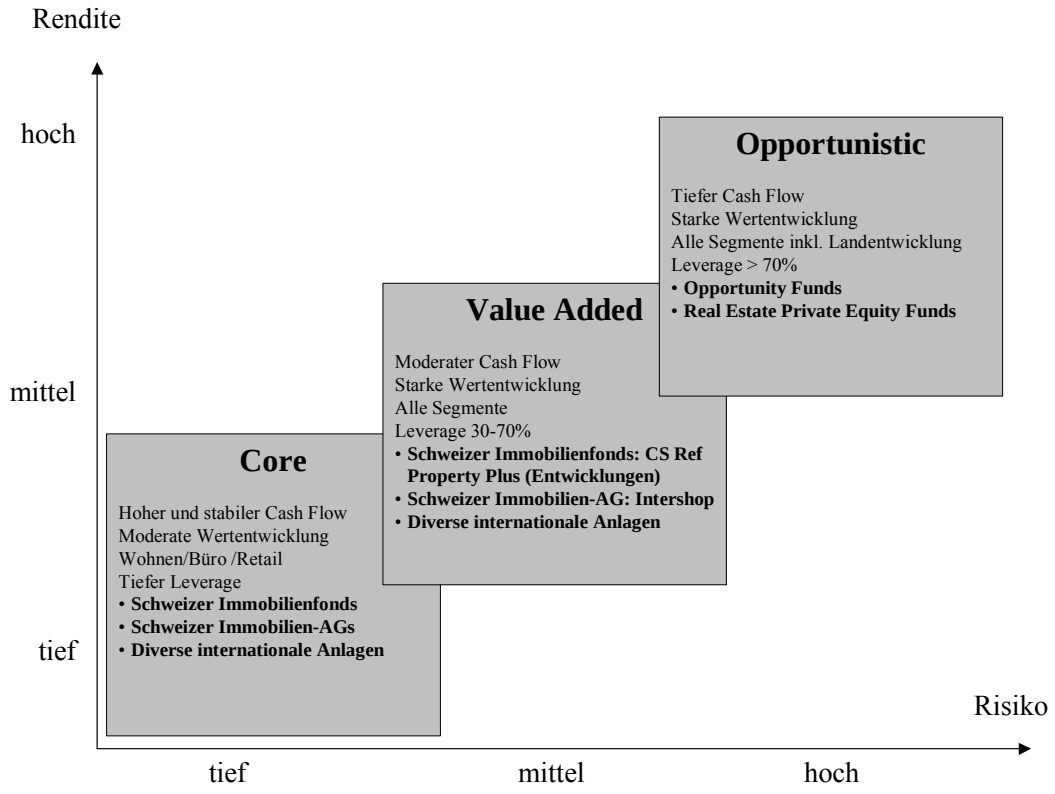


Abbildung 11: Risiko-/Renditespektrum indirekter Immobilienanlagen (Anlagestil)

Entscheidungsträger: Je nach vorhandenen Ressourcen beauftragt der Stiftungsrat für die Umsetzung interne oder externe Manager. Interne Portfoliomanager sind der Geschäftsleitung unterstellt. Externe Manager gehören in der Regel einer Bank an. Sie verwalten entweder eine Anlagekategorie (Spezialmandate) oder mehrere (gemischte Mandate). Bei den Spezialmandaten werden sie an einem Benchmark gemessen, bei den gemischten Mandaten werden sie zudem untereinander verglichen (vgl. Aeberli S.59 f.).

Nutzen VE (Stiftungsrat): Nutzen einer Anlage ist ihr Beitrag an das Erreichen der strategischen Anlageziele (vor allem der genügende Deckungsgrad zur Erfüllung des

Vorsorgezweckes) und an die korrekte Vermögensanlage nach BVV2 Art. 49a-60 [45]. Dies verhindert auch eine Haftung nach BVG Art. 52.
Auf Ebene der Produktwahl sind für die korrekte Vermögensanlage vier Aspekte zu beachten: die Sorgfalt (BVV2 Art. 50 I), die Diversifikation [46] (BVV2 Art. 50 III), der mindestens [47] marktgerechte Ertrag (BVV2 Art. 51), sowie – ohne praktische Relevanz – die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten (BVV2 Art. 59 f.).

Nutzen externer Entscheidungsträger: Im Falle einer Bank sind Hauptnutzen die Gebühren für das Management und die Depotführung im Auftrag der VE, für die Fondsleitung eigener Anlagefonds und für den Vertrieb eigener und dritter Anlagefonds. Zur Sicherung des Auftrages ist eine möglichst grosse Professionalität beziehungsweise Übereinstimmung mit den Vorgaben der VE nötig. Zugleich wird die Bank ihren Aufwand möglichst gering halten wollen. Deshalb benützt die Bank bei der Produktwahl von der VE anerkannte Produktwahlkriterien.

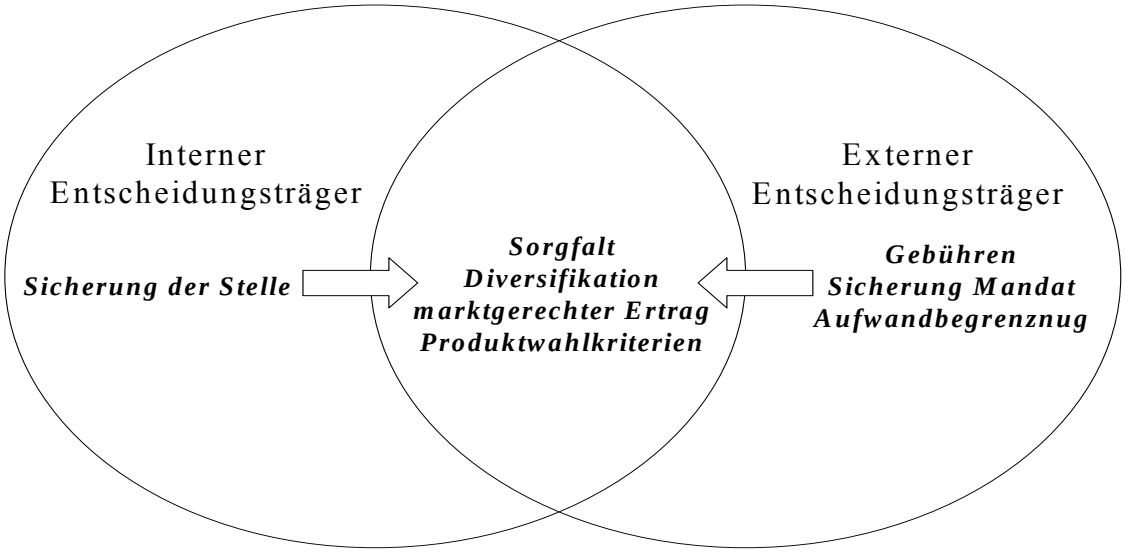


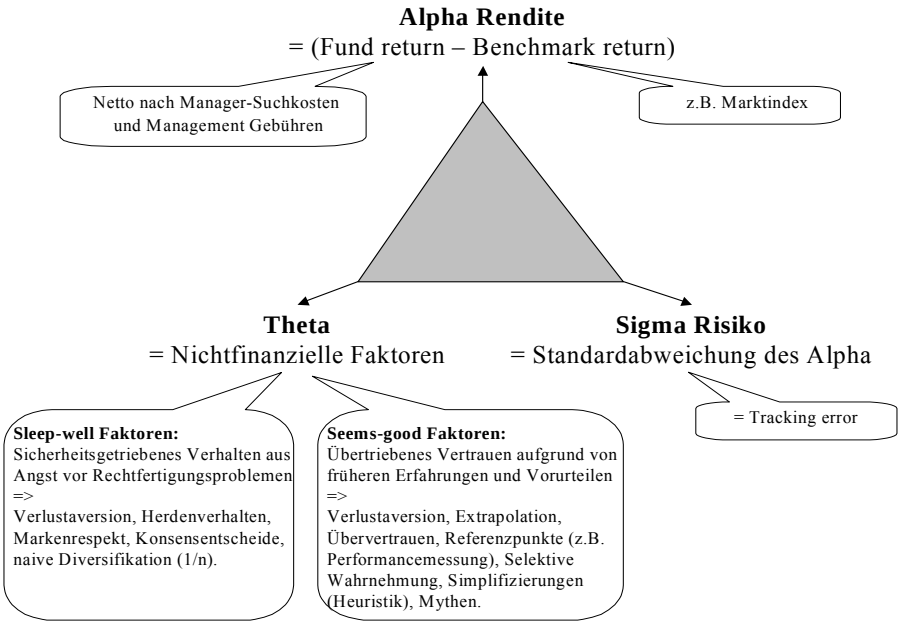
Abbildung 12: Nutzen der direkten Entscheidungsträger

Nutzen interner Entscheidungsträger: Diese werden an ihrem Beitrag zu den Zielen der VE gemessen (Annahme). Zur Sicherung ihrer Stelle (ev. Förderung ihrer Karriere)

[45] Die gesetzlichen Vorgaben nach BVV2 Art. 49a – 60 beinhalten insbesondere: die Schaffung der organisatorischen Voraussetzungen, die Erfüllung des Vorsorgezweckes, die Sorgfalt, die Diversifikation, den marktgerechten Ertrag, die Liquidität, die zulässigen Anlagen und Begrenzungen, die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten.
[46] Sie bezieht sich vor allem auf die strategische Ebene, kann aber auch bei der Produktwahl wichtig sein (z.B. Kriterium: Grösse des Fondsvermögens).
[47] Vgl. oben Entscheidungsträger: Performancemessung via Benchmark oder Vergleich der Manager.

werden diese Entscheidungsträger sich daher die Nutzen der VE zu eigen machen. Sie werden somit dieselben von der VE anerkannten Produktwahlkriterien wie die externen Entscheider anwenden.
Die Nutzen der direkten Entscheidungsträger sind vorne in Abbildung 12 zusammengefasst. Im mittleren Bereich decken sich die Nutzen beider Gruppen wie beschrieben.

Kriterien der Managerselektion als Produktwahlkriterien: Kriterien der Managerselektion beinhalten oft Faktoren wie die Folgenden (vgl. Anhang 10): erwartete und vergangene Performance, Kosten, Risiko, Team, Strategie, Research, Reporting, Marke/Reputation, Dividenden, Eigenschaften der Liegenschaften (z.B. Alter), Grösse / Börsenkapitalisierung, Gegengeschäfte, Anlageethik (vgl. auch BVV2 Art. 48f, 48g). Watson Wyatt entwickelte den Ansatz des „Structured Alpha“ für die anlagestrategische Ebene (Watson Wyatt I). Wie die übrigen Kriterien der Managerselektion lässt er sich auch für die Produktwahl anwenden. Er beinhaltet zusätzlich Einflüsse von Verhaltenseffekten gemäss den Erkenntnissen der Behavioral finance und ist in Abbildung 13 zusammengefasst.



Quelle: Watson Wyatt I

Abbildung 13: „Structured Alpha“ zur Managerselektion

3.6 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien

Zweite Hypothese [48]

Bei der Produktwahl zählen die Nutzen der Entscheidungsträger und die Produktwahlkriterien (Abbildung 14).

Nutzen: Die folgenden Nutzen gelten für die Entscheider:

- Interne Entscheidungsträger: ***Sicherung der Stelle*** (bzw. Karriereförderung) durch den Beitrag der Anlage an die strategischen Anlageziele der VE und die korrekte Vermögensanlage. Hiermit zudem Verhinderung einer Haftung nach BVG Art. 52. Dies bedingt namentlich: ***Sorgfalt, Diversifikation,*** marktgerechter ***Ertrag*** (Annahme: Total return), Anwendung der ***Produktwahlkriterien***.
- Externe Entscheidungsträger: ***Gebühren*** sowie ***Sicherung des Mandates*** durch Beachtung derselben Punkte (vgl. interne Entscheidungsträger). ***Aufwand-begrenzung.***

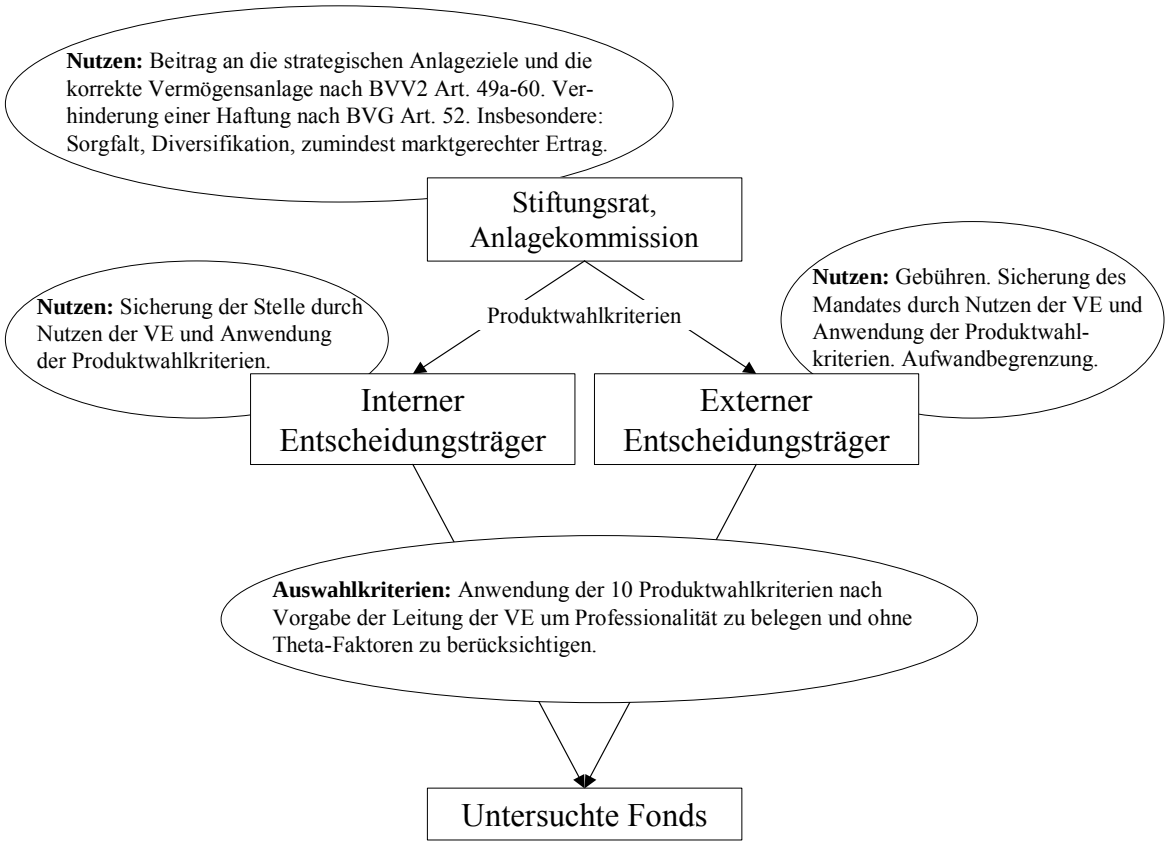


Abbildung 14: Nutzen und Entscheidungskriterien gemäss zweiter Hypothese

[48] Diese Ausführungen sind hypothetisch-deskriptiver Natur.

Produktwahlkriterien: Sie dienen als explizite oder implizite Vorgabe und Professionalitätsbeleg (Anmerkung: Am Besten würden sie durch die Leitung der VE direkt vorgegeben). Die folgende Annahme und hierarchische Aufstellung von 10 Produktwahlkriterien gilt für alle VE, obwohl sie je nach VE-Segment verschieden gewichtet sein können.

Annahme: Die indirekten Immobilienanlagen machen 3.5% der Vermögen der VE aus und Entscheide mit Berücksichtigung der Theta-Faktoren erhöhen den Rechtfertigungsaufwand. Es ist daher normalerweise ökonomisch rational für die Leitung der VE, die Berücksichtigung der Theta-Faktoren durch den Entscheidungsträger bei diesen Anlageentscheiden nicht zu honorieren. Somit folgen jene auftragsgemäss (und um Aufwand zu sparen) den Marken, dem Konsens, den Simplifizierungen usw.

1. ***Marke:*** Die grosse Marke der Fondsleitung ist Garant der Professionalität.
2. ***Bekanntheit des Fonds:*** Bekanntheit simuliert Vertrautheit. Zudem ist professionelles Marketing Indikator der Professionalität des Produktes.
3. ***Grösse und Wachstum des Fonds:*** Die bereits investierten Mittel und der Mittelzufluss sind Beweis der Vertrauenswürdigkeit der Anlage.
4. ***Team:*** Konstanz und Kompetenz des Managementteams sind Indikator der Professionalität.
5. ***Performance:*** Sie basiert auf vergangener Kursentwicklung, welche in die Zukunft extrapoliert wird und der Berücksichtigung des Agios [49]. Das Erreichen der Leistung des Benchmarks ist hinreichend – ausser vielleicht bei gemischten Mandaten (Performancevergleich).
6. ***Risiko:*** Interne Manager benützen die Standardabweichung der vergangenen Kursentwicklung und extrapolieren zwecks Prognose. Externe Manager ebenso, obwohl bei eigenen Produkten eine vertiefte Einsicht in die Führung der Immobilienanlagen des Fonds möglich wäre.
7. ***Reporting:*** Das professionelle Reporting vereinfacht und belegt die sorgfältige Überwachung der Anlage durch die VE.
8. ***Ausschüttungsquote:*** Die Wichtigkeit richtet sich nach dem Liquiditätsbedarf.

Wenig wesentlich sind 9. ***Strategie und Research,*** da eine durchschnittliche Leistung im Rahmen des Core-Stils hinreichend ist, sowie 10. ***Kosten und Management-Gebühren*** solange sie im Bereich der durchschnittlichen TERref der Kategorie bleiben.

Ende zweite Hypothese

[49] Dieses sollte nicht über dem Durchschnitt der Anlagenkategorie sein, da ein überhöhtes Agio die Gefahr von Kurskorrekturen bergen könnte.

4 Segmentierung des Pensionskassenmarktes

4.1 Trennvariablen und Segmentierungen

Trennvariablen: Eine wirkungsvolle Marktsegmentierung hat die folgenden Eigenschaften: Sie erlaubt die Ansprache eines Segmentes mit einem einheitlichen Marketinginstrumentenmix (vgl. hinten 5.1), denn das Segment ist messbar, substantiell, erreichbar und möglichst homogen (hier: bezüglich Investitionsverhalten in indirekte Immobilienanlagen). Die Erreichbarkeit wird nicht weiter berücksichtigt, denn sie ist generell von der Datenverfügbarkeit oder -beschaffbarkeit bei den einzelnen Vertriebsträgern abhängig (öffentlich erhältlich ist nicht einmal eine Adressliste der Schweizer VE). Die Segmentierungstauglichkeit der Merkmale der VE (vgl. vorne 3.3) wurde durch den Autor eingeschätzt und in Tabelle 7 zusammengefasst.

I Trennvariable	II Messbarkeit	III Homogenität	IV Erreichbarkeit	V Segmentierungs-tauglichkeit *
Grössenklassen	hoch	mittel		**hoch**
Art der Vorsorgeleistung	mittel	gering		gering
Rechtsform	mittel	mittel		**mittel**
Verwaltungsform und Art der Risikodeckung	mittel	mittel		**mittel**
Strukturen	mittel	gering		gering
Beitrags- und Leistungsprimat	mittel	gering		gering
Risikofähigkeit	mittel	mittel		**mittel**
Alter der VE	mittel	gering	?	gering
Durchschnittsalter der Destinatäre, Art der Leistungen	gering	hoch		**mittel**
Bestehende Kapitalanlagen	mittel	mittel		**mittel**
Anlageentscheide und -prozesse	gering	gering		gering
Art der zugehörigen Arbeitgeberorganisation	mittel	gering		gering
Qualifikation der Stiftungsräte	gering	gering		gering
Geschäftsführung, Berater und Dienstleister	gering	hoch		**mittel**
Unternehmenskultur und Werte	gering	gering		gering

* Gewichtung II und III je 50%, IV 0%

Tabelle 7: Segmentierungstauglichkeit einzelner Merkmale von VE

Von 15 Merkmalen erreichte eines eine hohe und sechs eine mittlere Tauglichkeit. Diese Merkmale können nun einzeln oder in Kombinationen zur Segmentbildung eingesetzt werden.

Segmentierung anhand der Merkmale: Es folgen zu jedem Merkmal mögliche Aufteilungen:

Grössenklasse: Aufteilung zum Beispiel in drei Gruppen. Grosse VE (über 1 Mia Vermögen) mit direkten und indirekten Immobilienanlagen, kleinere VE, die keine direkten Immobilienanlagen halten sollten (vgl. vorne 3.2.2), und VE unter 10 Mio Vermögen, welche aufgrund der geringen Volumina bei eigener Verwaltung (vgl. Verwaltungsform) vielleicht besonderes Interesse an Funds of Funds haben könnten.

Rechtsform: Einteilung zum Beispiel in öffentlich rechtliche VE (mit höherer Risikobereitschaft dank Garantien der öffentlichen Hand) und Stiftungen / Genossenschaften.

Verwaltungsform und Art der Risikodeckung: Autonome, teilautonome und kollektive VE. Eine weitere Unterteilung der kollektiven VE wäre allenfalls gemäss Tabelle 4 vorne möglich.

Risikofähigkeit: Angesichts der zentralen Bedeutung von Sicherheitsüberlegungen für VE, kann eine Berücksichtigung bei der Segmentierung sinnvoll sein. Zum Beispiel Deckungsgrade < 90% (geringe Risikofähigkeit), bis 100% (eingeschränkte), 100 bis 110% (eher eingeschränkte) und > 110% (recht gute).

Durchschnittsalter der Destinatäre: Einteilungen zum Beispiel gemäss Werten des Quotienten aus Rentnern zu Versicherten oder differenzierteren Strukturmassen.

Bestehende Kapitalanlagen: Sofern diese bekannt sind, kann direkt bezüglich indirekter Immobilienlagen gruppiert werden: Nichtnutzer, bestehende Nutzer mit Potential, Nutzer ohne weiteres Potential. Das Potential kann aus dem Vergleich der Risikofähigkeit mit den bestehenden Anlagen, oder anhand des durchschnittlichen Bilanzbildes einer ähnlichen VE ermittelt werden (hierzu ist eine Sonderauswertung des BfS nötig).

Geschäftsführung, Berater und Dienstleister: Einteilung zum Beispiel in VE mit internen oder externen Entscheidungsträgern. Eventuell könnte bei den externen Entscheidern weiter unterteilt werden – zum Beispiel nach Firma.

Segmentbeispiel: Zwei mögliche Segmente sind beispielhaft in der folgenden Tabelle 8 dargestellt.

4.2 Segmentattraktivität und Nützlichkeit der Trennvariablen

Beurteilungskriterien der Segmentattraktivität: Dies sind die erwähnten Faktoren Messbarkeit, Substanz, Homogenität bezüglich Investitionsverhalten und Erreichbarkeit. Alle Faktoren wurden bereits diskutiert (vgl. vorne 3.3) – ausser der Substanz.

I Trennvariable	II Ausprägung	III Beispielsegment 1	IV Beispielsegment 2
Grössenklassen	> 1'000 Mio	x	
	10 – 1'000 Mio		
	< 10 Mio		x
Rechtsform	öff. rechtl.		
	Stiftung/Gen.	x	
Verwaltungsform	autonome	x	
	teilautonome		
	kollektive		
Risikofähigkeit	> 110%	x	
	100-110%	x	
	90-100%		x
	< 90%		x
Alter der Destinatäre	?		
Bestehende Kapitalanlagen	Nichtnutzer		x
	Nutzer mit Potential	x	x
	Nutzer ohne Potential		
Entscheidungsträger	interne	x	x
	externe		

Tabelle 8: Segmentierungsbeispiele

Substanz: Sie entspricht dem Marktpotential, welches anhand des Segmentwachstums und der -grösse [50] beurteilt werden kann.

Für das Beispielsegment 2 aus Tabelle 8 lässt sich folgende Schätzung rechnen: 5'570 VE haben bis CHF 10 Mio Vermögen und zusammen CHF 1'700 Mio Immobilienanlagen (Tabelle 3 vorne). Davon waren im Jahr 2004 75.6% Direktanlagen (Durchschnitt aller VE, Tabelle 16 hinten), welche in indirekte Anlagen umgeschichtet werden sollten (vgl. vorne 3.2.2): Dies entspricht einem Potential von CHF 1'280 Mio. Zudem könnten die Immobilienanlagen zunehmen (vgl. vorne 3.2.2): steigt die Immobilienquote zum Beispiel von 14.4% auf 18%, wächst das Potential für indirekte Anlagen von CHF 1'280 Mio auf CHF 1'720 Mio (1'280 + 440 welche zu 100% in indirekte Anlagen fliessen).

Das Segment hatte im Jahr 2004 also ein Volumen von CHF 410 Mio (24.4% von CHF 1'700 Mio) und ein „sofortiges“ Wachstumspotential von CHF 1’280 Mio. Steigt die Immobilienquote auf 18% beträgt letzteres gar CHF 1'720 Mio. Diese Berechnung berücksichtigt nur die Trennvariable Grössenklasse. Werden, wie im Beispiel, drei weitere Trennvariablen hinzugenommen, verringert sich die Substanz entsprechend [51]. Die Segmentattraktivität ist sodann relativ zu anderen betrachteten Segmenten und zum angestrebten eigenen Marktanteil zu beurteilen.

[50] Und bei tieferer Untersuchung zusätzlich anhand der fünf Kräfte nach Porter (vgl. vorne Abbildung 3).
[51] Dafür steigt die Schärfe des Segmentes für den Einsatz der Marketinginstrumente.

4.3 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen

Dritte Hypothese [52]

Sieben Segmentierungsmerkmale wurden als mittel bis sehr tauglich vorgeschlagen (vgl. vorne Tabelle 7). Sie können einzeln oder kombiniert zur Bildung von Segmenten verwendet werden.

Topvariablen: Die folgenden drei Variablen sind besonders wichtig.

1. ***Grössenklasse der VE:*** aufgrund der Datenlage und des Einflusses auf den Charakter der Organisation.
2. ***Bestehende Kapitalanlagen der VE:*** aufgrund des Einflusses auf das Potential und den Entscheidungsprozess.
3. ***Risikofähigkeit der VE:*** aufgrund des Einflusses auf die Anlagen.

Ergänzende Variablen: Die folgenden vier Variablen können gegebenenfalls als Ergänzung dienen.

4. ***Altersstruktur der Destinatäre:*** Aufgrund des Einflusses auf die Entwicklung des Deckungsgrades.
5. ***Entscheidungsträger:*** Aufgrund der teilweise divergierenden Nutzen der verschiedenen Entscheidungsträger (vgl. vorne 3.4 – 3.6).
6. ***Rechtsform der VE:*** Aufgrund der unterschiedlichen Haftungssituation bei öffentlich rechtlichen VE.
7. ***Verwaltungsform der VE.***

Ende dritte Hypothese

[52] Diese Ausführungen sind hypothetisch-deskriptiver Natur.

5 Positionierung

5.1 Positionierungsbegriff und Marketingstrategie

Der Begriff Positionierung wird in der Praxis vielfältig verwendet. Im Marketing wird Positionierung üblicherweise definiert wie folgt: **Das Bestreben des Unternehmens, sein Angebot so zu gestalten, dass es im Bewusstsein der Zielkunden einen besonders positiven und von der Konkurrenz differenzierten Platz einnimmt** (nach Kotler S.495). Wesentlich ist, dass die Positionierung zuletzt über Kundennutzen im Kopf des Zielkunden stattfindet.

Die Positionierung ist der zentrale Ausdruck der Marketingstrategie einer Marke oder eines Produktes. Folgerichtig wird die Marketingstrategie in einem iterativen Prozess entwickelt, der zwei Schritte umfasst: Zielmarktbestimmung (Segmentierung und Festlegung) und Positionierung (Differenzierung und Festlegung).

Die Positionierung einer Marke wird üblicherweise im „Positionierungsstatement“ zusammengefasst. Graphisch wird sie in einem oder mehreren 4-Quadranten Diagrammen aufgezeichnet. Die gekreuzten Achsen zeigen dabei die Ausprägungen der relevanten Produkt- oder Markennutzen (vgl. hinten 5.3).

Nachhaltige Konkurrenzvorteile werden auf der Ebene der Kundennutzen und Positionierung generiert. Diese prägt die spätere Umsetzung im Markt durch den Einsatz der Marketinginstrumente (den „Marketingmix“). Diese beinhalten üblicherweise: Produkt, Preis, Kommunikation und Promotion sowie Distribution.

5.2 Nutzen als Ausgangspunkt der Positionierung

Die Nutzensituation interner und externer Entscheidungsträger ist vorne in Abbildung 12 und in der zweiten Hypothese zusammengefasst. Die mögliche Verwendung der Nutzen zur Positionierung ist in der folgenden Tabelle 9 aufgeführt. Ausser den ersten beiden Nutzen können alle direkt angesprochen werden.

I Nutzen	II Verwendung
Sicherung der Stelle bzw. des Mandates	Hauptnutzen. Er wir indirekt über die anderen Nutzendimensionen angestrebt / angesprochen
Beleg von Sorgfalt	Dieser Nutzen wird indirekt über die anderen Nutzendimensionen angestrebt / angesprochen
Einsatz von Diversifikation	Überprüfbar, kann direkt angesprochen werden
Erzielen des marktgerechten Ertrages [53]	Überprüfbar, kann direkt angesprochen werden
Erfüllung der Produktwahlkriterien: Marke, Bekanntheit, Grösse und Wachstum, Team, Performance, Risiko, Reporting, Ausschüttung	Wichtige Entscheidungskriterien an deren Einhaltung die Entscheider gemessen werden; Wichtigste operative Nutzendimensionen
Aufwandbegrenzung	Nebennutzen, -bedingung

Tabelle 9: Verwendung der Nutzen gemäss zweiter Hypothese

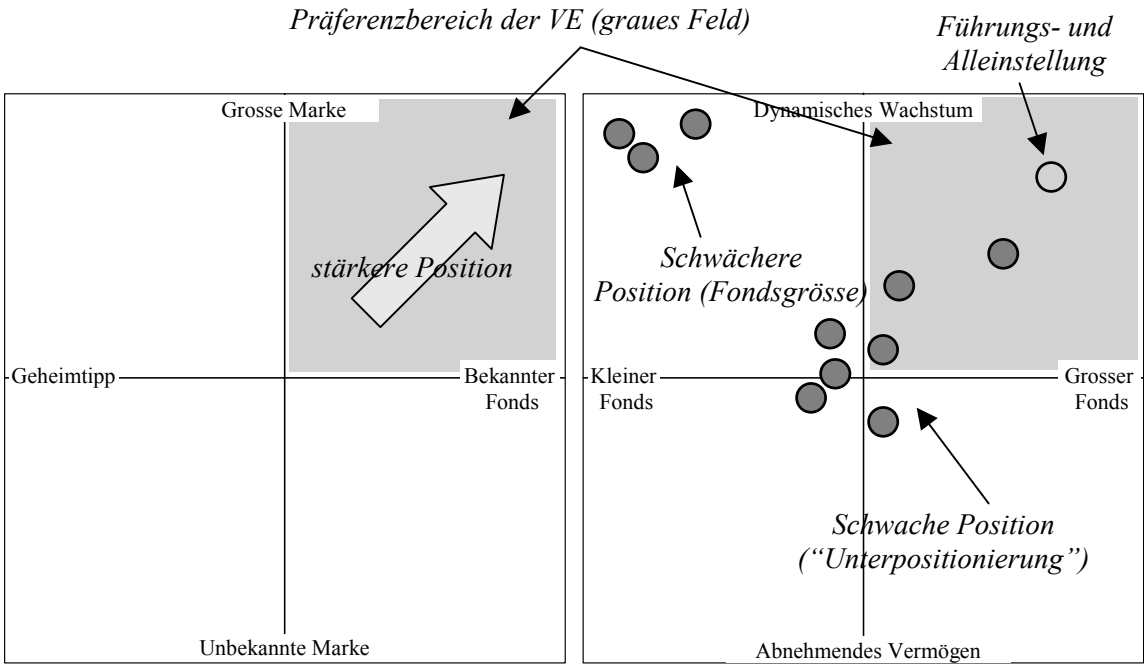
5.3 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds

In diesem Abschnitt wird eine mögliche Konkurrenzpositionierung für die untersuchten Fonds entworfen. Sie bezieht sich auf den Markt der VE ohne weitere Segmentierung, welche im konkreten Anwendungsfall zu Umgewichtungen führen könnte (vgl. vorne 4).

Die Positionierung des einzelnen Fonds: Sie erfolgt entlang der dargestellten Nutzendimensionen und lautet für jedes Produkt anders. Für ein Beispielprodukt ABC mit den Differenzierungsnutzen Marke und Grösse des Fondsvermögens könnte ein Positionierungsstatement wie folgt lauten: ***Für VE (Zielgruppe) ist der kotierte Schweizer Immobilienfonds (Produkt) ABC die verlässlichste Wahl (Nutzen), denn er legt mehr Vermögen an als jeder andere (Nutzen, Begründung) und nutzt als einziger das Können der führenden Marke XYZ für seine Investoren (Nutzen, Begründung).***

Die Positionierungsraster: Graphisch dargestellt, lässt sich aus den Nutzen eine Reihe von Positionierungsrastern entwickeln, welche jeweils Nutzendimensionen thematisch vereinen. Anhand der Raster zeigen sich geeignetere und weniger geeignete Nutzen für die Fonds: Grundsätzlich ist die Positionierung stark, wenn sie möglichst weit in Richtung Ränder des Rasters geht (starke Ausprägung der Nutzen), und die Konkurrenten möglichst weit entfernt sind (ausser ein Konkurrent soll in diesen Nutzen kopiert werden). Beispielhaft sind diese Zusammenhänge in Abbildung 15 hinten dargestellt.

[53] Annahme: Total return (Kursentwicklung und Dividende).



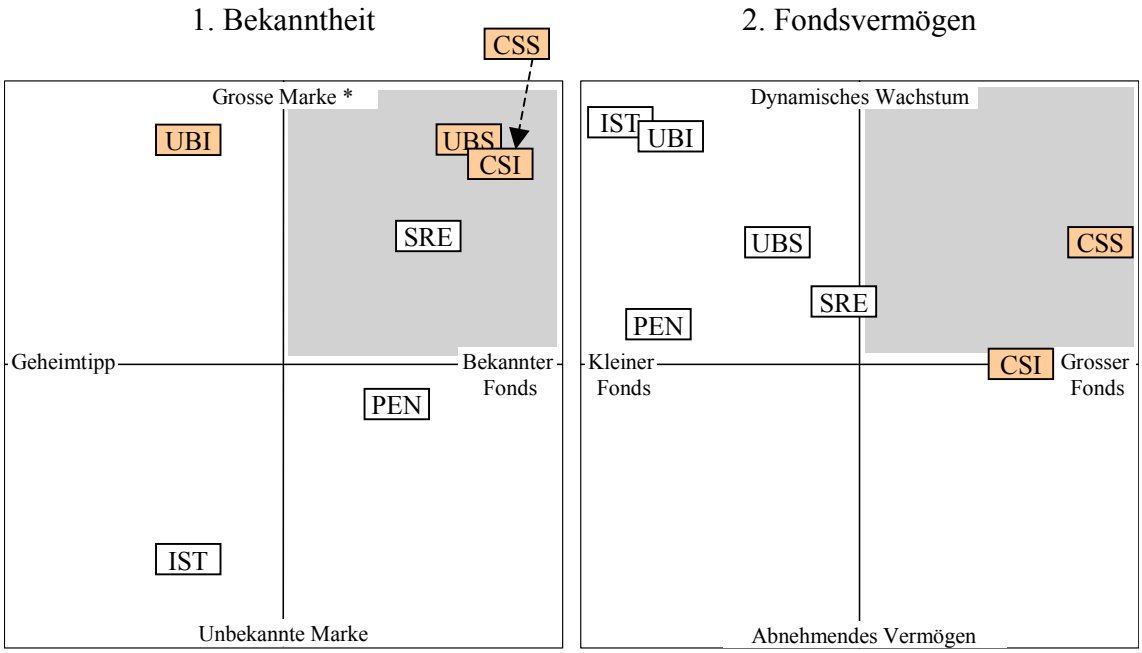
Bemerkung: Die Punkte repräsentieren jeweils einen der Konkurrenten.

Abbildung 15: Positionierungsraster – Illustrationsbeispiel

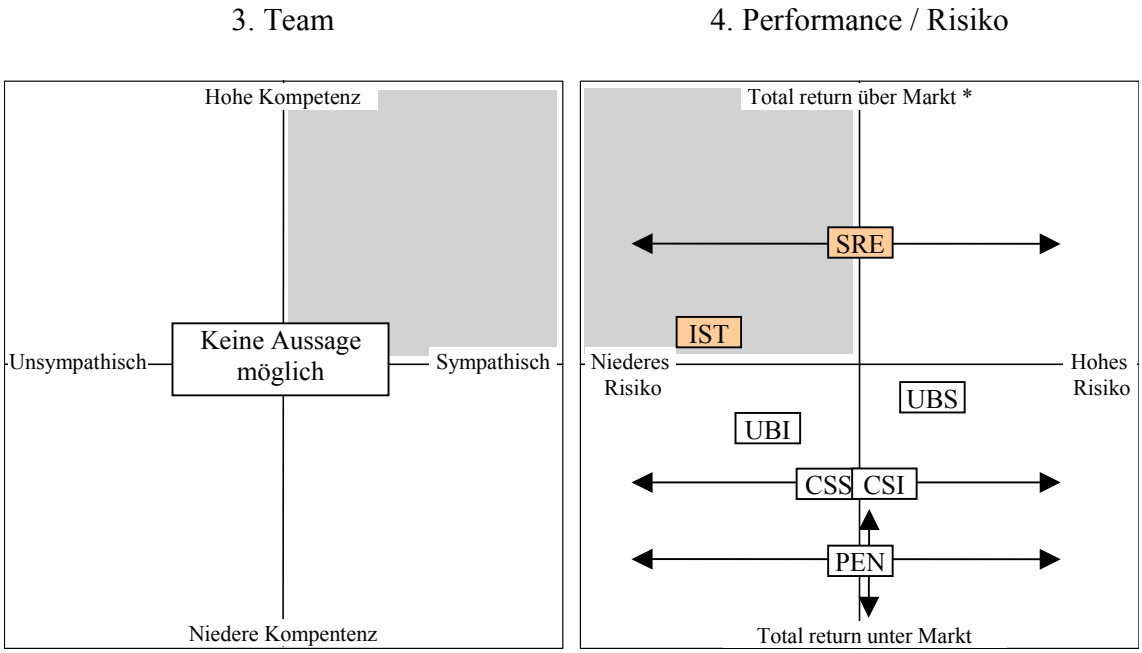
Vierte Hypothese [54]

Fazit Positionierung: Sieben mögliche Raster sind auf den folgenden Seiten in Abbildung 16 dargestellt. Aufgrund der zweiten Hypothese nimmt die Relevanz der Raster für die VE vom ersten bis zum siebten Raster ab. Die grauen Flächen zeigen die Präferenz der VE (gemäss Ausführungen vorne unter 3.4 – 3.6). Die Legende befindet sich rechts von Raster 7. Die Positionierung jedes untersuchten Fonds ist in allen Rastern markiert, obwohl aus Sicht des einzelnen Fonds jeweils nur eine bis wenige Nutzendimensionen für die Positionierung relevant sein können.

[54] Diese Ausführungen sind hypothetisch-deskriptiver Natur.



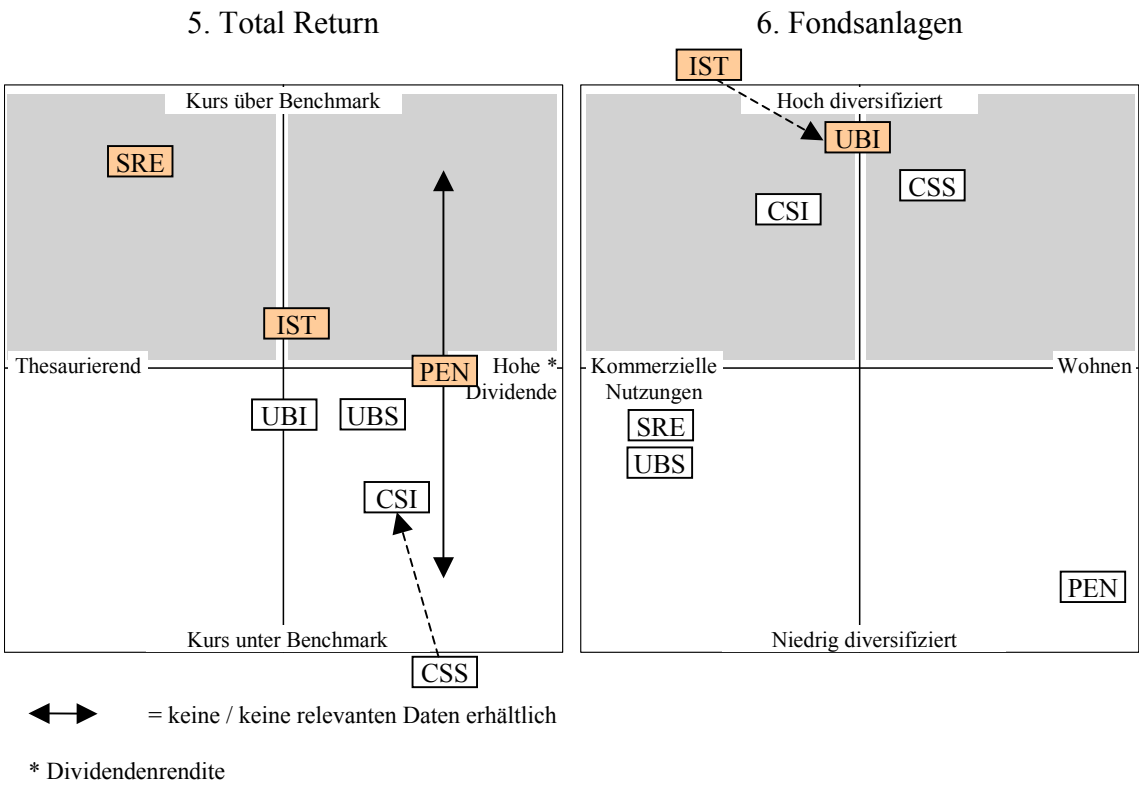
* Marke der Fondsleitung



= keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Markt = Benchmark

(Abbildung 16: Fortsetzung folgende Seite; Legende rechts von Raster Nr. 7)



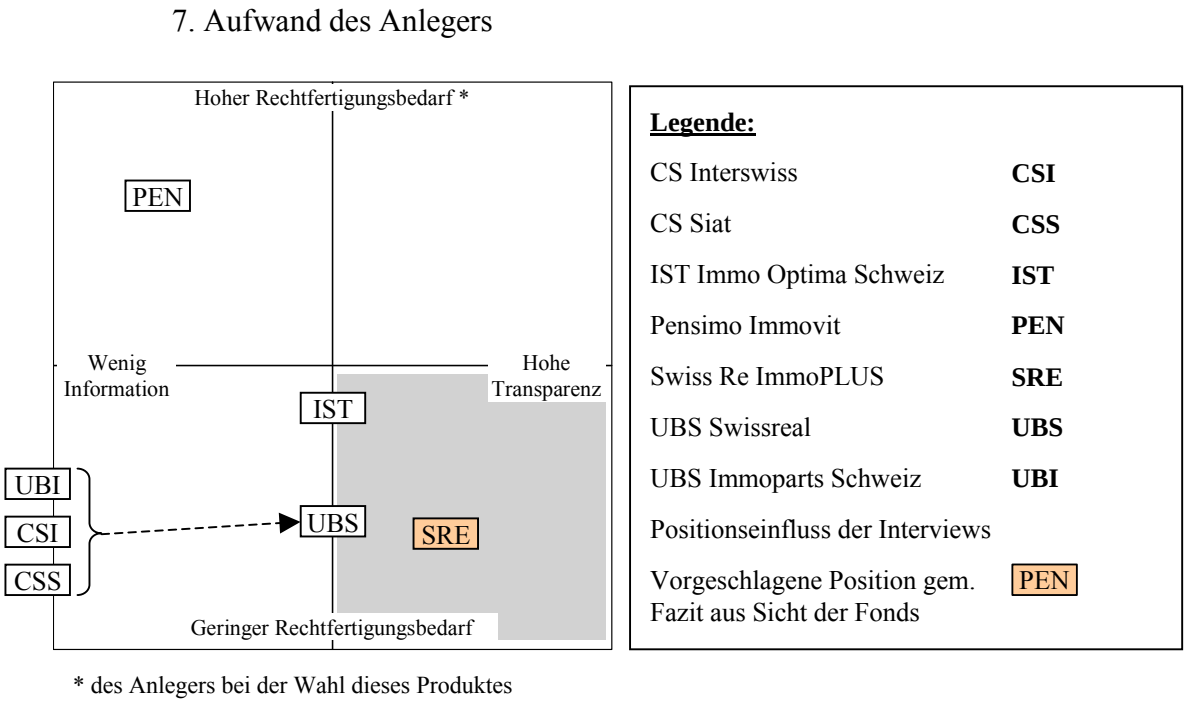


Abbildung 16: Positionierungsraster der untersuchten Fonds, vierte Hypothese

(Fortsetzung: Fazit Positionierung)

Fazit pro Raster: Das Bild der Raster lässt sich kurz wie folgt resümieren:

- ***Raster 1: Bekanntheit.*** Swissreal, Siat und Interswiss liegen bei Marke und Bekanntheit in Führung. Ihre Nähe zueinander bedeutet, dass sie weitere oder andere Nutzen zur Differenzierung benötigen. Von den anderen Produkten kann nur ImmoPLUS knapp mithalten.
- ***Raster 2: Fondsvermögen.*** Hier ist Siat über seine Grösse und das Wachstum klar differenziert und könnte dies für seine Positionierung nutzen. Die Konkurrenten schaffen den Eintritt in den Präferenzbereich der VE nicht (graues Feld).
- ***Raster 3: Team.*** Zu diesen Nutzen lässt sich von aussen keine hinreichend abgestützte Hypothese formulieren.
- ***Raster 4: Performance und Risiko.*** Das Bild leidet unter den fehlenden Risikokennzahlen. Ausser für die Funds of Funds sind lediglich kurzfristige Volatilitäten für das Jahr 2005 erhältlich (Swiss Re S.5). Die Anleger nehmen mangels Relevanz und Vergleichsmöglichkeit ihre Risikoeinschätzung aufgrund anderer Kriterien vor (z.B. Marke, Grösse, Wachstum). Abgesehen davon liegen nur ImmoPLUS und Immo Optima Schweiz über dem Performance-Benchmark. Das könnte insbesondere ImmoPLUS für die Positionierung nützen.

Bemerkung: Aufgrund der zweiten Hypothese, nimmt die Relevanz der Raster mit steigender Nummer ab.

- ***Raster 5: Total Return.*** In diesem Raster ist je nach Präferenz der VE die obere linke oder rechte Seite Ziel. Wiederum sind nur ImmoPLUS und Immo Optima Schweiz erstens im positiven Bereich und zweitens von den übrigen Produkten klar genug abgehoben.
- ***Raster 6: Fondsanlagen.*** Immo Optima Schweiz und Immoparts führen bezüglich Diversifikation. Die beiden CS Fonds werden aufgrund der Grösse jedoch als ähnlich diversifiziert wahrgenommen. So ist diese Positionierung wenig differenzierend.
- ***Raster 7: Aufwand des Anlegers.*** Einzig ImmoPLUS könnte aufgrund der gelebteren Transparenz diese Nutzen zur Differenzierung nützen.

Fazit aus Sicht der Fonds: Die Wahl der Positionierungsnutzen obliegt den einzelnen Fonds, die sodann Anstrengungen unternehmen, um ihre relative Stärke auszubauen (Bewegung in den Rastern). Das heutige Bild für die einzelnen Fonds zeigt sich wie folgt (vgl. vorne Tabelle 2).

- ***CS Interswiss:*** Die Argumentation über die Marke differenziert zu wenig (Raster 1). Beim Nutzungsschwerpunkt Kommerz sind andere Fonds klarer positioniert (Raster 6), zudem stellt dies kein zentrales Anliegen der VE dar. Zur Positionierung

anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).

- ***CS Siat:*** Dito CS Interswiss. Zur Positionierung anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).
- ***IST Immo Optima Schweiz:*** Die Diversifikation ist nicht hinreichend als Nutzen (Raster 6). Ergänzend bietet sich Performance als geeigneter Positionierungsnutzen [55] (Raster 5, 4).
- ***Pensimo Immovit:*** Die Grösse ist hier ungeeignet als Positionierungsnutzen (Raster 2). Bei der Nutzung Wohnen ist Differenzierung gegeben, das Kriterium ist aber wenig relevant für VE (Raster 6). Gleiches gilt für die Standorte der Liegenschaften [56]. Hier könnte eine Positionierung über das Team (Raster 3) und die Dividendenrendite (Raster 5) gewählt werden.
- ***Swiss Re ImmoPLUS:*** Mehrere Nutzen sind differenziert: Ausschüttungskonzept (grenzt aber manche VE aus und ist nicht von erstrangiger Relevanz, Raster 5), Kommunikation von Kompetenz (Raster 7), Total return (Raster 4) und Nutzungen (Raster 6). Zur Positionierung anerbieten sich wie bisher Kompetenz (Teamqualität, Raster 3) und vermehrt Performance (Raster 4, 5). Transparenz ist ein Zusatznutzen (Raster 7).
- ***UBS Swissreal:*** Die Argumentation über die Marke und die Nutzung differenzieren zuwenig (Raster 1, 6). Eine Kombination von Kompetenz (Raster 3) mit der grossen Marke und Bekanntheit (Raster 1) erscheint als sinnvolle Nutzenkombination.
- ***UBS Immoparts Schweiz:*** Die Kombination von grosser Marke und Kompetenz (Raster 1, 3) sowie Diversifikation (Raster 6) erscheint sinnvoll.

Ende vierte Hypothese

[55] Auch als Total return, inklusive die erwähnten Kostenvorteile.
[56] vgl. zweite Hypothese: Auswahlkriterium 9. Strategie und Research.

6 Zusammenfassung der Hypothesen

6.1 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds

Die Nachfrage der VE nach indirekten Immobilienanlagen wird weiter stark zunehmen (vgl. vorne 3.2.2). Neben den Schweizer Immobilienfonds sind vor allem nichtkotierte Vehikel, Anteile der AST sowie Anlagen im Ausland sehr attraktive Angebote für die VE. Die untersuchten Fonds kommen dabei unter zunehmenden Konkurrenzdruck dieser Anlageprodukte. Gründe sind: Nichtkotierte Vehikel sind noch wenig verbreitet und können besonders auf VE ausgerichtet werden, AST überwinden die „Immobilienknappheit“ (vgl. vorne 2.3, Lieferanten), Anlagen im Ausland machten 2004 erst 0.4% der Anlagen aus (vgl. vorne 3.2.1). Diese Entwicklung wird den Druck zur Differenzierung und klaren Konkurrenzpositionierung der Schweizer Immobilienfonds zumindest gegenüber den engsten Konkurrenten erhöhen.

6.2 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien

Bei der Produktwahl zählen die Nutzen der Entscheidungsträger und die Produktwahlkriterien (Abbildung 14 vorne). Sie werden hier in gekürzter Form wiedergegeben (Details vgl. vorne 3.6).

Nutzen: Die folgenden Nutzen gelten für die Entscheider:

- Interne Entscheidungsträger: ***Sicherung der Stelle*** (bzw. Karriereförderung) und Verhinderung einer Haftung nach BVG Art. 52 durch: ***Sorgfalt, Diversifikation,*** marktgerechter ***Ertrag,*** Anwendung der ***Produktwahlkriterien***.
- Externe Entscheidungsträger: ***Gebühren*** sowie ***Sicherung des Mandates*** durch Beachtung derselben Punkte (vgl. interne Entscheidungsträger). ***Aufwandbegrenzung.***

Produktwahlkriterien: Sie dienen als explizite oder implizite Vorgabe und Professionalitätsbeleg.

Annahme: Die indirekten Immobilienanlagen machen 3.5% der Vermögen der VE aus und Entscheide mit Berücksichtigung der Theta-Faktoren erhöhen den Rechtfertigungsaufwand. Es ist daher normalerweise ökonomisch rational für die Leitung der VE, die Berücksichtigung der Theta-Faktoren durch den Entscheidungsträger bei diesen Anlageentscheiden nicht zu honorieren. Somit folgen jene auftragsgemäss (und um Aufwand zu sparen) den Marken, dem Konsens, den Simplifizierungen usw.

1. ***Marke***
2. ***Bekanntheit des Fonds***
3. ***Grösse und Wachstum des Fonds***
4. ***Team***
5. ***Performance***
6. ***Risiko***
7. ***Reporting***
8. ***Ausschüttungsquote***

Wenig wesentlich sind 9. ***Strategie und Research,*** 10. ***Kosten und Management-Gebühren***.

6.3 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen

Sieben Segmentierungsmerkmale wurden als mittel bis sehr tauglich vorgeschlagen (vgl. vorne Tabelle 7). Sie können einzeln oder kombiniert zur Bildung von Segmenten verwendet werden. (Details vgl. vorne 4.3).

Topvariablen: Die folgenden drei Variablen sind besonders wichtig.

1. ***Grössenklasse der VE***
2. ***Bestehende Kapitalanlagen der VE***
3. ***Risikofähigkeit der VE***

Ergänzende Variablen: Die folgenden vier Variablen können gegebenenfalls als Ergänzung dienen.

4. ***Altersstruktur der Destinatäre***
5. ***Entscheidungsträger***
6. ***Rechtsform der VE***
7. ***Verwaltungsform der VE***

6.4 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds

Hier wird das Fazit aus Sicht der Fonds wiedergegeben (weitere Details vgl. vorne 5.3). Das heutige Bild für die einzelnen Fonds zeigt sich wie folgt (vgl. vorne Tabelle 2):

- ***CS Interswiss:*** Die Argumentation über die Marke differenziert zu wenig (Raster 1). Beim Nutzungsschwerpunkt Kommerz sind andere Fonds klarer positioniert (Raster 6), zudem stellt dies kein zentrales Anliegen der VE dar. Zur Positionierung anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).

- ***CS Siat:*** Dito CS Interswiss. Zur Positionierung anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).
- ***IST Immo Optima Schweiz:*** Die Diversifikation ist nicht hinreichend als Nutzen (Raster 6). Ergänzend bietet sich Performance als geeigneter Positionierungsnutzen (Raster 5, 4).
- ***Pensimo Immovit:*** Die Grösse ist hier ungeeignet als Positionierungsnutzen (Raster 2). Bei der Nutzung Wohnen ist Differenzierung gegeben, das Kriterium ist aber wenig relevant für VE (Raster 6). Gleiches gilt für die Standorte der Liegenschaften. Hier könnte eine Positionierung über das Team (Raster 3) und die Dividendenrendite (Raster 5) gewählt werden.
- ***Swiss Re ImmoPLUS:*** Mehrere Nutzen sind differenziert: Ausschüttungskonzept (grenzt aber manche VE aus und ist nicht von erstrangiger Relevanz, Raster 5), Kommunikation von Kompetenz (Raster 7), Total return (Raster 4) und Nutzungen (Raster 6). Zur Positionierung anerbieten sich wie bisher Kompetenz (Teamqualität, Raster 3) und vermehrt Performance (Raster 4, 5). Transparenz ist ein Zusatznutzen (Raster 7).
- ***UBS Swissreal:*** Die Argumentation über die Marke und die Nutzung differenzieren zuwenig (Raster 1, 6). Eine Kombination von Kompetenz (Raster 3) mit der grossen Marke und Bekanntheit (Raster 1) erscheint als sinnvolle Nutzenkombination.
- ***UBS Immoparts Schweiz:*** Die Kombination von grosser Marke und Kompetenz (Raster 1, 3) sowie Diversifikation (Raster 6) erscheint sinnvoll.

Zweiter Teil: Qualitativ-empirische Überprüfung

7 Einleitung zweiter Teil, Interviewpartner

Die vier Hypothesen aus dem ersten Teil werden einer qualitativ-empirischen Überprüfung unterzogen. Zu diesem Zweck wurden acht einstündige Interviews mit zehn Interviewpartnern geführt [57]. Drei davon mit Vertretern der Angebotsseite, drei mit Entscheidungsträgern der Pensionskassen und zwei mit von VE mandatierten Entscheidungsträgern. Abschnitte 8 bis 11 fassen die Ergebnisse bezüglich der vier Hypothesen zusammen.

Die folgenden Personen haben sich dankenswerterweise als Interviewpartner zur Verfügung gestellt (alphabetische Reihenfolge):
Martin Aggeler, Personalvorsorgestiftung der Ringier Gruppe, Zofingen
Thomas Bühlmann, IBM Pensionskasse, Zürich
Rolf Frey, Rüd, Blass & Cie AG, Zürich
Roger Hennig, Swiss Re Asset Management Funds (Switzerland) AG, Zürich
Corrado Olivito, UBS Global Asset Management, Zürich
Philip Rauh, Credit Suisse Asset Management, Zürich
Dr. Jean-Marc Schneider, UBS Global Asset Management, Zürich
Dominic von Felten, UBS Global Asset Management, Zürich
Alex Widmer, Luzerner Pensionskasse, Luzern
Thomas Zeier, Luzerner Pensionskasse, Luzern

[57] Fragebogen vgl. Anhang 11 und 12.

8 Erste Hypothese zur Branchensituation der untersuchten Fonds

8.1 Interviews zur Branchensituation der untersuchten Fonds

Die Antworten zur Branchensituation der untersuchten Fonds zeigt Tabelle 10.

I Aussage	II Zustimmung: wenig	III Zustimmung: mittel	IV Zustimmung: hoch
Die Nachfrage der PK nach indirekten Immobilienanlagen wird stark zunehmen.		N N A	N N N A A
Ausländische Anlageprodukte drängen dabei vermehrt auf den Schweizer Markt.		N N	N N N A A A
Schweizer Fonds kommen dadurch zunehmend unter Konkurrenzdruck.	N N N A A	N A	N

A Angebotsseitige Nennung
N Nachfrageseitige Nennung

Tabelle 10: Interviewergebnisse – Branchensituation

8.2 Folgerungen zur Branchensituation der untersuchten Fonds

Insgesamt fielen die Antworten recht einhellig aus. Die ersten zwei Aussagen wurden von beiden Marktseiten bestätigt: VE werden indirekte Immobilienanlagen stark zunehmend nachfragen und Vehikel mit ausländischen Immobilien werden dabei immer wichtiger. Ob dies die Schweizer Fonds unter Konkurrenzdruck bringt, wird von den Marktteilnehmern bezweifelt. Dies erstaunt angesichts des Bilanzbildes der VE (erst 0.4% Auslandanlagen im Jahr 2004; vgl. vorne 3.2.1). Möglicherweise hätte eine Formulierung der Frage mit Spezifizierung der untersuchten kotierten Fonds und der weiteren sehr potenten Konkurrenten (AST Anteile und nichtkotierte Vehikel, vgl. vorne 2.3 und 2.4) das Ergebnis beeinflusst.

9 Zweite Hypothese zu Nutzen und Produktwahlkriterien

9.1 Interviews zur Nutzensituation

Die Antworten zur Nutzensituation der Entscheidungsträger zeigt Tabelle 11.

I Nutzen	II Wichtigkeit: wenig	III Wichtigkeit: mittel	IV Wichtigkeit: hoch
Marktgerechter Ertrag		N N A	N N N A A
Sorgfalt		A A A	N N N N N
Diversifikation		N N N A	N N A A
Definierte Produktwahlkriterien	N	N N A A	N N A

A Angebotsseitige Nennung
N Nachfrageseitige Nennung

Tabelle 11: Interviewergebnisse – Nutzen der Entscheidungsträger

9.2 Folgerungen zur Nutzensituation

Die Nutzen der Entscheidungsträger wurden indirekt via vier Indikatoren befragt. Auch hier zeigen sich klare Tendenzen bei den Antworten: mittlere bis hohe Wichtigkeit der drei Produkteigenschaften und der Produktwahlkriterien.
Dies bestätigt die postulierten Nutzen nicht direkt, stützt aber die Hypothese: für interne Entscheidungsträger die Sicherung der Stelle oder Karriere sowie die Verhinderung der Haftung nach BVG Art. 52; für externe Entscheidungsträger die Sicherung des Mandates und der Gebühren sowie die Aufwandbegrenzung (vgl. hierzu vorne 3.6).

9.3 Interviews zu den Produktwahlkriterien

Die Antworten zu den Kriterien der Produktwahl zeigen Tabellen 12, 13.

	Ja	Nein
Werden die Produktwahlkriterien durch die PK explizit vorgegeben?	N N N	N N A A A

A Angebotsseitige Nennung
N Nachfrageseitige Nennung

Tabelle 12: Interviewergebnisse – Produktwahlkriterien (1/2)

I Produktwahlkriterien	II Nennungen (ungestützt)	III Rangierungen (gestützt)	IV Summe *	V Rang
1. Marke der Fondsleitung	A A A	N1 N1 N4 N5 N2 A8 A9 A10	55	4
2. Bekanntheit des Fonds		N3 N2 N1 N4 N1 A9 A10 A9	39	10
3. Grösse und Wachstum des Fonds	N A	N8 N3 N7 N2 N3 A7 A4 A6	50	7
4. Team	N N	N2 N9 N8 N7 N4 A3 A1 A1	45	9
5. Performance	N A A A	N6 N6 N2 N9 N10 A10 A8 A7	78	2
6. Risiko (Kurs, Dividende)	A	N5 N8 N3 N8 N8 A6 A5 A5	53	6
7. Reporting	N N N	N4 N7 N6 N6 N5 A1 A2 A3	49	8
8. Ausschüttungsquote	N N A A	N10 N4 N10 N1 N7 A2 A6 A8	68	3
9. Strategie[58] und Research	N N N N N N N A	N9 N10 N9 N10 N6 A4 A3 A2	93	1
10. Kosten und Managementgebühren	N N	N7 N5 N5 N3 N9 A5 A7 A4	55	4
Weitere Nennungen **:				
- Agio	N N N A A			
- Liquidität	N N N N A A A			
- Diversifikation	N A A			
- Qualität der Liegenschaften, Bedarf Instandhaltung/Instandsetzung	N N N N			

A Angebotsseitige Nennung
N Nachfrageseitige Nennung
A1 Angebotsseitige Nennung 1 Punkt (= auf dem zehnten Rang)
N10 Nachfrageseitige Nennung 10 Punkte (= auf dem ersten Rang)
* Formel: Σ pro Zeile = [Spalte II: 5 Punkte je Nennung + Spalte III]
** Jeweils eine Nennung erhielten: Kapitalerhöhungen (zurückhaltend), Anlageprozess (Strategieumsetzung), Internes Controlling, Transparenz, antizyklisches Verhalten, Verschuldung, Vertrauen, Referenzen, Nettomieten in % der Verkehrswerte, Bewertungsmethode, Diskontsätze

Tabelle 13: Interviewergebnisse – Produktwahlkriterien (2/2)

9.4 Folgerungen zu den Produktwahlkriterien

Drei Vertreter der Nachfrage arbeiten mit explizit vorgegebenen Produktwahlkriterien, zwei ohne. Die Anbieter bezweifeln, dass solche Kriterien bei den VE vorgegeben

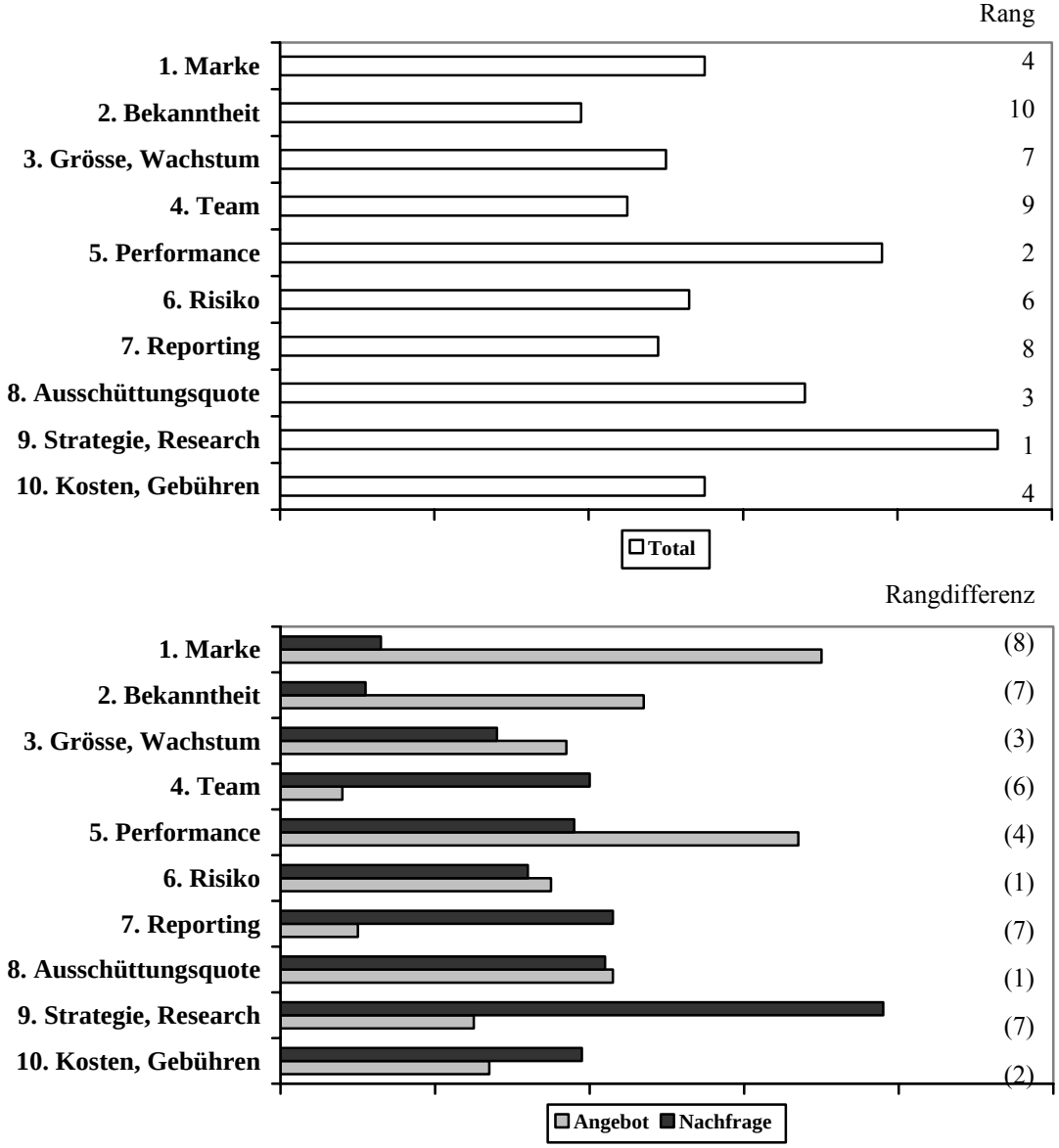
[58] Genannt wurden meist Nutzung, Region, Bewirtschaftung.

werden (Tabelle 12). Das Bild bestätigt die Hypothese, dass die Vorgabe vielerorts (leider) implizit erfolgt.

Bezüglich der von den VE angewendeten Kriterien zeigt die ungestützte Frage (ohne Vorgabe der Kriterien) eine Lücke der Hypothese. Das Kriterium **Liquidität der Anteile** mit sieben Nennungen ist zu ergänzen. **Agio** mit 5 Nennungen wird als Teil des Kriteriums Performance, **Qualität der Liegenschaften** mit 4 Nennungen als Teil von Strategie und Research betrachtet (Tabelle 13 vorne).

Die Interpretation der Rangierung der gemäss Hypothese von den VE angewendeten Kriterien ist schwierig. Auffällig sind eklatante Unterschiede in den Einschätzungen der Marktseiten bei sechs der zehn Produktwahlkriterien (Abbildung 17 hinten, untere Hälfte). Dies zerstört die Aussagekraft der Gesamtrangierung (Abbildung 17 hinten, obere Hälfte). Es bedeutet auch, dass mutmasslich entweder die Anbieterseite die Nachfrageseite zuwenig versteht, oder diese sich ihrer Produktwahlkriterien zuwenig bewusst ist. Ungeachtet dieser Zweifel ist von einer Rangfolge gemäss der Nachfrageseite auszugehen (Abbildung 18 hinten, untere Hälfte). Dies bedeutet vor allem eine starke Abwertung der Kriterien Marke und Bekanntheit und eine ebensolche Aufwertung des Kriteriums Strategie und Research. Es folgt eine Übersicht der Kriterien. Die Nummer des Kriteriums entspricht dem Rang gemäss Hypothese. Die Veränderung der Rangierung gemäss den Aussagen der Nachfrageseite ist nach einem Pfeil angefügt.

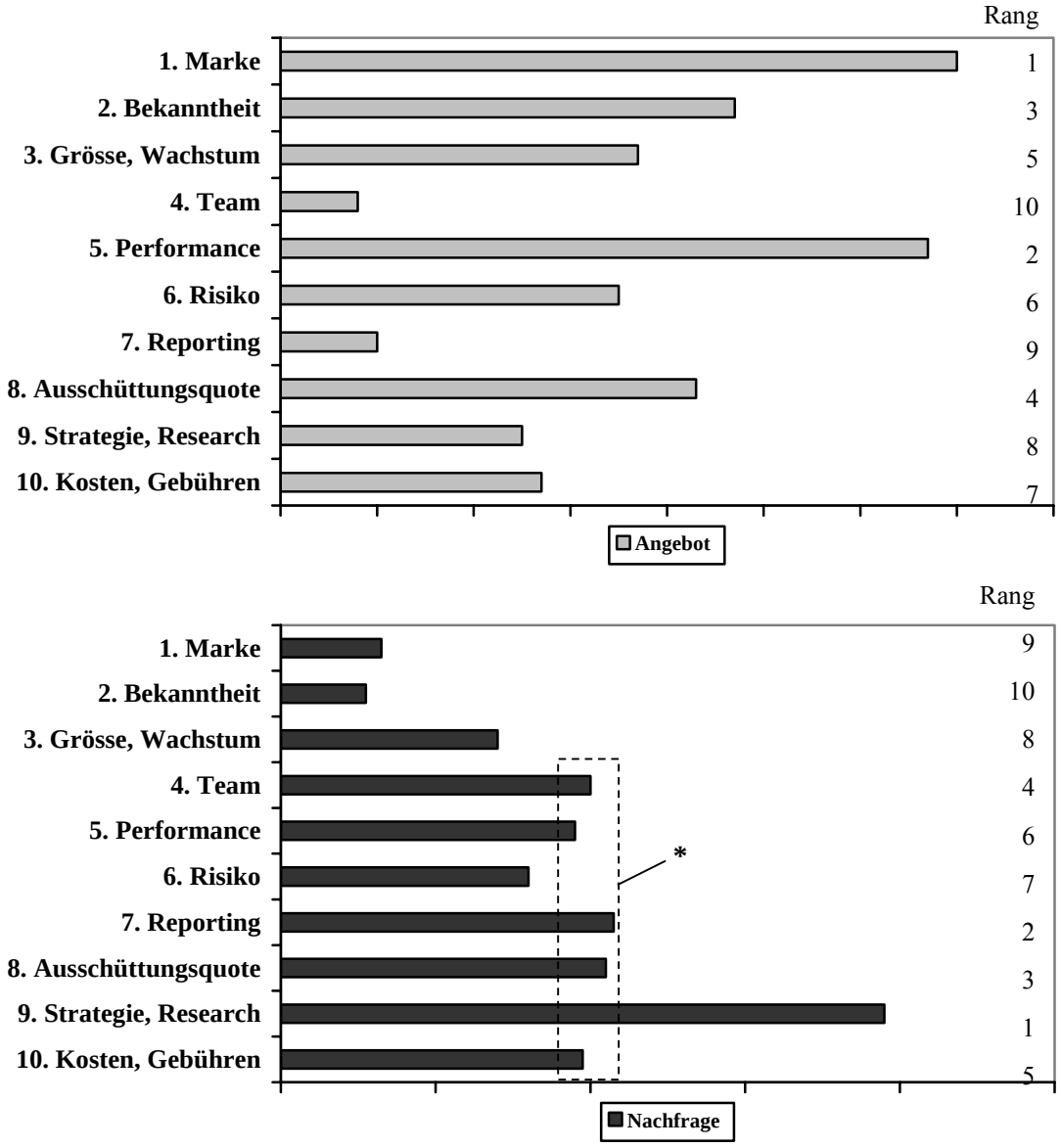
1. ***Marke der Fondsleitung.*** Die Anbieter vermuten hier das wichtigste Kriterium, die Nachfrager sehen es auf Rang neun. Die Differenz von acht Rängen könnte kaum grösser sein. Angesichts der relativen Homogenität der Produkte fällt es allerdings schwer zu glauben, dass die Marke so geringen Einfluss auf die Investitionsentscheidung ausüben soll.→ Rückstufung.
2. ***Bekanntheit des Fonds.*** Es zeigt sich ein ähnliches Bild wie bei der Marke. Die Anbieter sehen das Kriterium auf dem dritten Rang, die Nachfrager auf dem zehnten mit sieben Rängen Differenz. → Rückstufung.
3. ***Grösse und Wachstum des Fondsvermögens.*** Dieses Kriterium wird von beiden Marktseiten als höchstens mittelwichtig gesehen: Angebot auf dem fünften Rang, Nachfrage auf dem achten (Differenz drei Ränge). → Rückstufung.
4. ***Team.*** Wieder herrscht Uneinigkeit mit sechs Rängen Differenz: Angebot Rang zehn, Nachfrage Rang vier. → Hypothese bestätigt.
5. ***Performance.*** Sie wird vom Angebot auf dem zweiten, von der Nachfrage auf dem sechsten Rang gesehen (Differenz vier Ränge). → Hypothese bestätigt.
6. ***Risiko.*** Das Kriterium wird von beiden Marktseiten ähnlich gesehen: Angebot Rang sechs, Nachfrage Rang sieben. → Hypothese bestätigt.



Bemerkung: Der Vergleich Angebot/Nachfrage ist möglich, da die Angebotspunkte gewichtet wurden. Das Total wurde unverändert übernommen, sodass die Summe von Angebot und Nachfrage nicht das Total ergeben.

Abbildung 17: Interviewergebnisse – vorgegebene Produktwahlkriterien (1/2)

7. ***Reporting.*** Wieder sind die Marktseiten nicht einig: Angebot Rang neun, Nachfrage Rang zwei (Differenz sieben Ränge). → Höherstufung.
8. ***Ausschüttungsquote.*** Beide Seiten sehen das Kriterium weiter vorne: Angebot Rang vier, Nachfrage Rang drei. → Höherstufung.
9. ***Strategie und Research.*** Sieben Ränge Differenz: Angebot achter Rang, Nachfrage erster Rang. Das Ergebnis überrascht nachfrageseitig, da die Anlagestrategien der Fonds abgesehen von den Nutzungen wenig differenziert erscheinen. → Höherstufung.
10. ***Kosten und Managementgebühren.*** Beide Seiten sehen das Kriterium weiter vorne: Angebot auf Rang sieben, Nachfrage auf Rang fünf. → Höherstufung.



Bemerkung: Der Vergleich Angebot/Nachfrage ist möglich, da die Angebotspunkte gewichtet wurden. Das Total wurde unverändert übernommen, sodass die Summe von Angebot und Nachfrage nicht das Total ergeben.

* Bei der Nachfrage liegen die Ränge zwei bis sechs sehr nahe beisammen und sind daher kaum aussagekräftig zu rangieren!

Abbildung 18: Interviewergebnisse – vorgegebene Produktwahlkriterien (2/2)

Es ergibt sich eine neue Rangfolge der Kriterien. Ergänzt wird sie durch das Kriterium Liquidität, welches Marke und Bekanntheit als eher unwichtig ablöst (vgl. Abbildung 18, untere Hälfte): **1. Strategie und Research, 2. Reporting, 3. Ausschüttungsquote, 4. Team, 5. Kosten und Managementgebühren, 6. Performance, 7. Risiko, 8. Grösse und Wachstum des Fondsvermögens, Liquidität der Anteile.** Diese Rangierung bedingt entweder neue Positionierungsraster – ein mögliches Set findet sich im Anhang 13 – oder eine Umwertung der bestehenden Raster: Aufwertung von 6. Fondsanlagen und 5. Total Return, Abwertung von 1. Bekanntheit und 2. Fondsvermögen. Die neue Reihenfolge der Raster lautet sodann: 6., 5., 3., 4., 2., 7., 1.

10 Dritte Hypothese zur Nützlichkeit der Trennvariablen

10.1 Interviews zur Nützlichkeit der Trennvariablen

Die Antworten zu den Trennvariablen der Marktsegmentierung zeigt Tabelle 14.

I Trennvariablen	II Wichtigkeit: wenig	III Wichtigkeit: mittel	IV Wichtigkeit: hoch
1. Grössenklasse der Vorsorgeeinrichtung			A A A
2. Bestehende Kapitalanlagen der Vorsorgeeinrichtung		A	A A
3. Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung	A A	A	
4. Altersstruktur der Destinatäre	A A A		
5. Entscheidungsträger (intern / extern usw.)		A A A	
6. Rechtsform der Vorsorgeeinrichtung	A A A		
7. Verwaltungsform der Vorsorgeeinrichtung	A A A		
Kundenstatus (bestehende, künftige)			A

A Angebotsseitige Nennung

Tabelle 14: Interviewergebnisse – Nützlichkeit der Trennvariablen

10.2 Folgerungen zur Nützlichkeit der Trennvariablen

Es zeigt sich ein klares Bild, welches die Hypothese weitgehend bestätigt. Die ersten beiden Trennvariablen überwiegen in der Praxis: Grössenklasse und bestehende Kapitalanlagen der VE. Die Risikofähigkeit der VE wird weniger als erwartet eingesetzt. Die übrigen Trennvariablen werden mit Ausnahme der Entscheidungsträger wie auch in der Hypothese als wenig wichtig angesehen.

11 Vierte Hypothese zur Positionierung der untersuchten Fonds

11.1 Interviews zur Positionierung der untersuchten Fonds

Die Interviewpartner nahmen die Positionierungen bei denjenigen Produkten und Rastern vor, wo sie eine Aussage machen wollten und konnten. Die Raster mit den Interviewantworten finden sich in Anhang 2 bis 8. Wo die Antworten in relativ einheitlicher Tendenz von der Hypothese abwichen, wurde dies in Abbildung 19 hinten mit Pfeilen markiert. Neu konnten Positionen in Raster 3. Team eingefügt werden.

11.2 Folgerungen zur Positionierung der untersuchten Fonds

Unter Berücksichtigung der neu geordneten Produktwahlkriterien der VE (vgl. vorne 9.4), lassen sich aus Sicht der einzelnen Fonds die folgenden Aussagen machen.

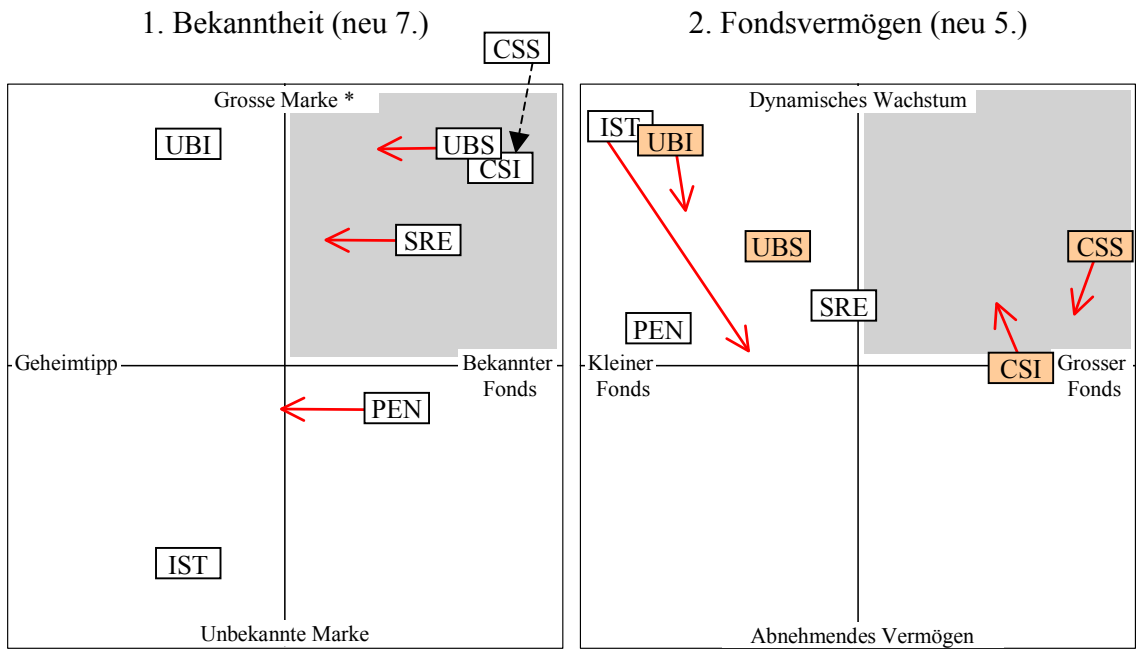
I Untersuchter Fonds	II Fazit vor den Interviews *	III Fazit nach den Interviews
CS Interswiss:	- Die Argumentation über die Marke differenziert zu wenig (Raster 1). - Beim Nutzungsschwerpunkt Kommerz sind andere Fonds klarer positioniert (Raster 6), zudem stellt dies kein zentrales Anliegen der VE dar. - **Zur Positionierung anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).**	- Bestätigt. Das Kriterium gehört nun aber zu den wenig relevanten. - Bestätigt. Das Kriterium gehört nun aber zu den relevantesten. - **Zur Positionierung anbieten würde sich das (Anlage-) Team (Raster 3) und die Fondsgrösse (Raster 2).** Raster 1 ist nun wenig wichtig.
CS Siat:	- Dito CS Interswiss. - **Zur Positionierung anbieten würde sich vor allem die Fondsgrösse (Raster 2) und die Bekanntheit (Raster 1).**	- Bestätigt. - **Zur Positionierung anbieten würden sich vor allem das Team (Raster 3) und die Grösse des Fondsvermögens (Raster 2).**
IST Immo Optima Schweiz:	- Diversifikation ist nicht hinreichend als Nutzen (Raster 6). - **Ergänzend zur Diversifikation bietet sich Performance als geeigneter Positionierungsnutzen (Raster 5, 4).**	- Nicht bestätigt, da Raster 6 stark aufgewertet. - **Zur Positionierung anbieten würden sich Diversifikation (Raster 6), Kursperformance und Risiko (Raster 4, 5)** - Bemerkung: Teils nur wenige, breit streuende Antworten. Wachstum Fondsvermögen wird nicht wahrgenommen.

(Tabelle 15: Fortsetzung folgende Seite)

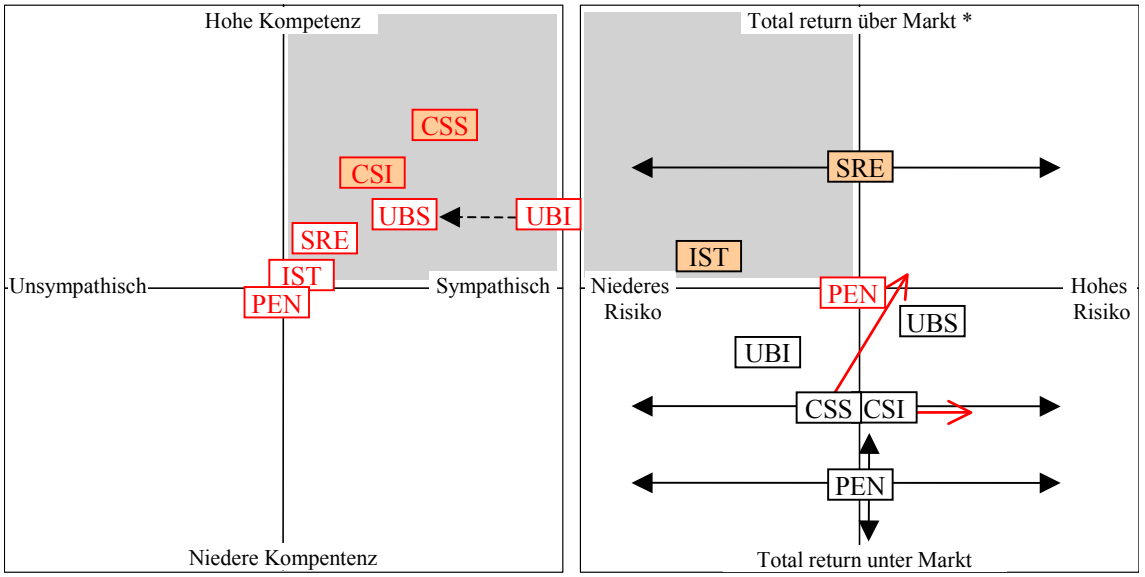
Pensimo Immovit:	- Grösse ist hier ungeeignet als Positionierungsnutzen (Raster 2). - Bei der Nutzung Wohnen ist Differenzierung gegeben, das Kriterium ist aber wenig relevant für VE (Raster 6). - Gleiches gilt für die Standorte der Liegenschaften (zweite Hypothese). - **Hier könnte eine Positionierung über das Team (Raster 3) und die Dividendenrendite (Raster 5) gewählt werden.**	- Bestätigt. - Bestätigt und das Kriterium ist nun relevant für VE (Raster 6). - Das Kriterium ist nun relevant für VE, die relative Position aber nicht erhältlich. - **Hier könnte eine Positionierung über Nutzung (Raster 6) und Dividendenrendite (Raster 5) gewählt werden.**
Swiss Re ImmoPLUS:	- Mehrere Nutzen sind differenziert: Ausschüttungskonzept (grenzt aber manche VE aus und ist nicht von erstrangiger Relevanz, Raster 5), Kommunikation von Kompetenz (Raster 7), Total return (Raster 4) und Nutzungen (Raster 6). - **Zur Positionierung anerbieten sich wie gehabt Kompetenz (Teamqualität, Raster 3) und vermehrt Performance (Raster 4, 5). Transparenz ist ein Zusatznutzen (Raster 7).**	- Teilweise bestätigt: Ausschüttungskonzept ist nun wesentlich (Raster 5), Kommunikation wird nicht so differenziert wahrgenommen (Raster 7), Total return bleibt Argument (Raster 4), Nutzungen werden weniger differenziert wahrgenommen (Raster 6). - **Zur Positionierung anerbieten sich Kursperformance bzw. Total return (Raster 4, 5, Wahrnehmungsproblem?) und allenfalls der Nutzungsschwerpunkt (Raster 6).**
UBS Swissreal:	- Die Argumentation über die Marke und die Nutzung würden zuwenig differenzieren (Raster 1, 6). - **Eine Kombination von Kompetenz (Raster 3) mit der grossen Marke und Bekanntheit (Raster 1) erscheint als sinnvolle Ergänzung.**	- Bezüglich Marke bestätigt. Die Nutzungen sind aber nun wesentlich (Raster 6). - **Zur Positionierung anerbieten sich der Nutzungsschwerpunkt (Raster 6) und das Fondswachstum (Wahrnehmungsschwäche bei den Konkurrenzprodukten, Raster 2).**
UBS Immoparts Schweiz:	- **Die Kombination von grosser Marke und Kompetenz (Raster 1, 3) sowie Diversifikation (Raster 6) erscheint sinnvoll.**	- Bestätigt bezüglich Raster 6. Nicht bestätigt: Abwertung von Raster 1, relative Position in Raster 3. - **Zur Positionierung anerbieten sich Diversifikation (Raster 6) und dynamisches Wachstum des Vermögens (Raster 2).** - Bemerkung: Teils nur wenige und breit streuende Antworten.

* vgl. vorne 5.3

Tabelle 15: Fazit zur Positionierung – Situation vor und nach den Interviews



* Marke der Fondsleitung

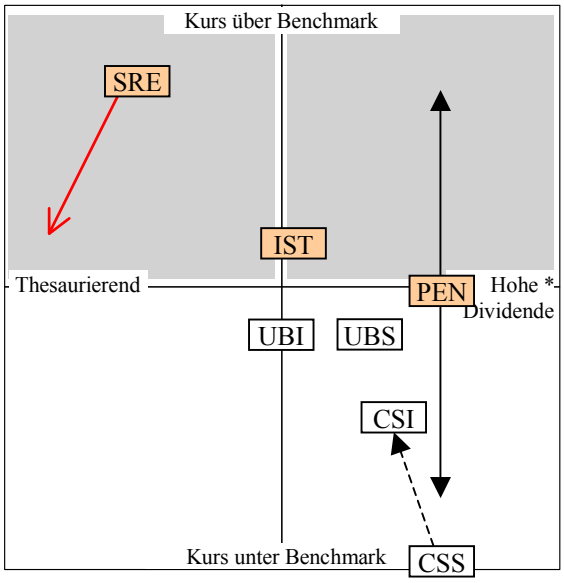


= keine / keine relevanten Daten erhältlich

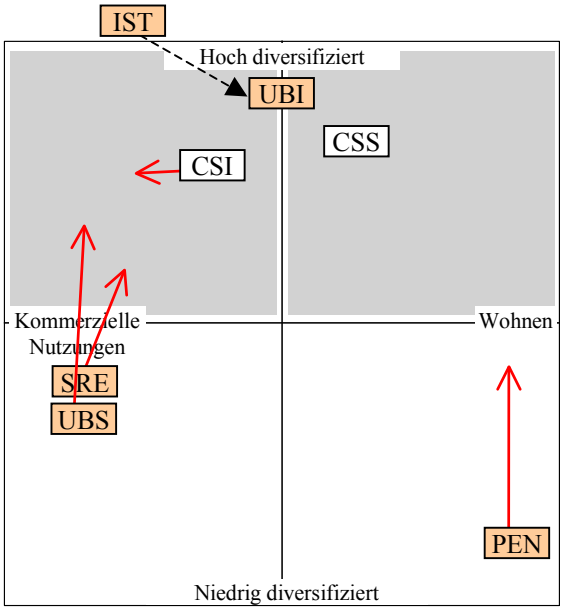
* Markt = Benchmark

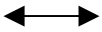
(Abbildung 19: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

5. Total Return (neu 2.)



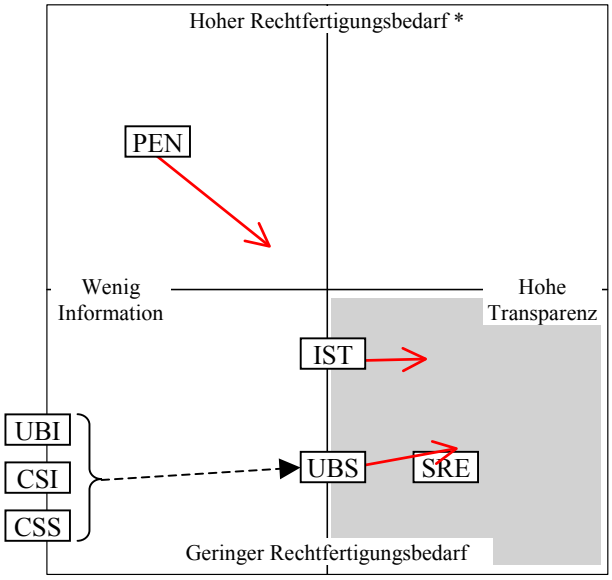
6. Fondsanlagen (neu 1.)



 = keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers (neu 6.)



Legende:

CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
Positionseinfluss der Interviews	→
Vorgeschlagene Position gem. Tabelle 15 Spalte III.	PEN

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 19: Positionierungsraster der untersuchten Fonds, Einfluss der Interviews

Zusammenfassung und Schlussbetrachtung

12 Zusammenfassung erster Teil

Gegenstand. Inhalt dieser Masterthesis ist das strategische Absatzmarketing der untersuchten Fonds vis-à-vis der Schweizer VE. Die Produktwahlkriterien der VE und die strategischen Positionierungen der Fonds bilden den Schwerpunkt.

Situation. Die Betrachtung der Branchensituation der untersuchten Fonds und der Anlagen der VE führt zur ersten (Ausgangs-) Hypothese: Die Nachfrage der VE nach indirekten Immobilienanlagen wird weiter stark zunehmen. Dennoch geraten die untersuchten Fonds unter zunehmenden Konkurrenzdruck, denn vor allem Anlagen im Ausland, nichtkotierte Vehikel und Anteile der AST bieten den VE sehr attraktive Anlagealternativen. Der Konkurrenzdruck erhöht die Notwendigkeit zur Differenzierung und klaren Konkurrenzpositionierung der untersuchten Fonds.

Angebot. Tatsächlich zeigen aber die öffentlich erhältlichen Informationen noch wenig Differenzierung der Produkte. Die Verkaufsargumente richten sich meist auf die generellen Vorteile der Immobilienanlage, Produkteigenschaften oder die Marke der Fondsleitung. Konkurrenz- und Nutzenargumente bilden die Ausnahme.

Nachfrage. Die Untersuchung der Entscheidungssituation bringt eine zweite Hypothese bezüglich Nutzen und Produktwahlkriterien der direkten (internen oder externen) Entscheidungsträger. Diese machen sich die Nutzen der VE zueigen, da sie vor allem ihre Stelle beziehungsweise ihr Mandat sichern wollen. Als Beleg der korrekten Entscheidung und zur Aufwandbegrenzung nutzen sie die mutmasslich (leider) meist implizit vorgegebenen Produktwahlkriterien der VE. Letztere zielen eher auf die „übliche“ als auf die „beste“ Anlage, da die indirekten Immobilienanlagen nur 3.5% der Vermögen ausmachen und die VE daher „normale Core-Anlagen“ mit geringem Rechtfertigungsaufwand erwarten. Zuoberst bei den Produktwahlkriterien stehen also die Marke der Fondsleitung, die Bekanntheit des Fonds, Grösse und Wachstum des Fondsvermögens, das Managementteam. Kriterien wie Performance, Risiko, Reporting, Ausschüttung, Strategie und Research sowie Kosten und Gebühren müssen im wesentlichen dem Durchschnitt genügen.
In der Praxis wird zur präzisen Strategiedefinition oft eine tiefere Marktsegmentierung benötigt. Die Arbeit macht im Rahmen der dritten Hypothese Vorschläge zu geeigneten

Segmentierungsvariablen. Zuvorderst stehen hier die Grössenklassen der VE, bestehende Kapitalanlagen der VE und die Risikofähigkeit der VE.

Positionierungen. Wesentlich ist, dass die Positionierung zuletzt über Kundennutzen im Kopf des Zielkunden stattfindet. Ausgangspunkt bildet also die Nutzensituation der Entscheidungsträger aus der zweiten Hypothese. Unüblicherweise bekommen hier – über den Nutzen „Erfüllung der Produktwahlkriterien“ – in diesen Wahlkriterien enthaltene Produkteigenschaften Nutzencharakter. So könnten einige der erwähnten Verkaufsargumente dennoch stichhaltig sein, was aber erst die Positionierung zeigen kann. Für diese werden auf Basis der zweiten Hypothese mehrere Nutzendimensionen ausgewählt und in sieben Positionierungsrastern graphisch dargestellt. Die vierte Hypothese positioniert schliesslich die untersuchten Fonds in diesen Rastern. Nun zeigt sich, dass wenige der untersuchten Fonds den Präferenzbereich der VE erreichen und über eine starke Position mit Alleinstellung verfügen. Bei drei Fonds ergeben die Betrachtungen eine Neugewichtung der bestehenden Nutzenargumente und bei vier Fonds die Einführung neuer Nutzenargumente.

13 Zusammenfassung zweiter Teil und Schlussbetrachtung

Untersuchung. Die vier Hypothesen aus dem ersten Teil wurden einer qualitativ-empirischen Überprüfung unterzogen: acht einstündige Interviews mit zehn Interviewpartnern beider Marktseiten wurden geführt.

Erste Hypothese. Die Antworten zur Branchensituation der untersuchten Fonds fielen recht einhellig aus. Die Aussagen bezüglich der zunehmenden Nachfrage der VE nach indirekten Immobilienanlagen und der Wesentlichkeit ausländischer Anlagen wurden bestätigt. Der resultierende Konkurrenzdruck bei Schweizer Fonds wurde allerdings deutlich weniger stark eingeschätzt, wobei eine unglückliche Formulierung der Frage möglicherweise Einfluss auf das Resultat hatte.

Zweite Hypothese: Die Nutzen der Entscheidungsträger wurden indirekt via vier Indikatoren befragt. Auch hier zeigten die Antworten klare affirmative Tendenzen. Dies bestätigt zwar die postulierten Nutzen nicht direkt, unterstützt aber die Hypothese: Nutzen für interne Entscheidungsträger sind die Sicherung der Stelle oder Karriere sowie die Verhinderung der Haftung nach BVG Art. 52; für externe Entscheidungsträger sind es die Sicherung des Mandates und der Gebühren sowie die Aufwandbegrenzung.
Bei den Produktwahlkriterien zeigte sich vorerst, dass die Vorgabe wohl oft implizit erfolgt. Weiter konnte eine Lücke der Hypothese geschlossen werden: das Kriterium Liquidität der Anteile ist zu ergänzen. Bei der Rangierung der gemäss Hypothese von den VE angewendeten Kriterien kam es zur Überraschung: Eklatante Unterschiede in den Einschätzungen der Marktseiten bei sechs der zehn Produktwahlkriterien. Dies bedeutet letztlich, dass entweder die Anbieterseite die Nachfrageseite zuwenig versteht, oder diese sich ihrer Produktwahlkriterien zuwenig bewusst ist. Ausgehend von der Nachfrageseite kam es somit zur völligen Abwertung der Kriterien Marke der Fondsleitung und Bekanntheit des Fonds sowie zur radikalen Aufwertung des Kriteriums Strategie und Research. Angesichts der relativen Homogenität der Produkte und Anlagestrategien ist allerdings schwer zu glauben, dass Marke und Bekanntheit so geringen Einfluss ausüben, während Strategie und Research zum wichtigsten Entscheidungskriterium wird. Die neue Hierarchie der Kriterien lautet: 1. Strategie und Research, 2. Reporting, 3. Ausschüttungsquote, 4. Team, 5. Kosten und Managementgebühren, 6. Performance, 7. Risiko, 8. Grösse und Wachstum des Fondsvermögens sowie das neue Kriterium Liquidität der Anteile.

Dritte Hypothese: Bezüglich der Trennvariablen wurde die Hypothese weitgehend bestätigt. Die ersten beiden Trennvariablen überwiegen in der Praxis: Grössenklasse und bestehende Kapitalanlagen der VE. Die Risikofähigkeit der VE wird weniger als erwartet eingesetzt. Die übrigen Trennvariablen werden mit Ausnahme der Entscheidungsträger wie auch in der Hypothese als wenig wichtig angesehen.

Vierte Hypothese: Die neue Hierarchie der Produktwahlkriterien und die veränderten Positionen in den Rastern (aufgrund der Wahrnehmung der Befragten; vgl. vorne Abbildung 19) veränderten gegenüber der Hypothese etwa die Hälfte aller Positionierungsnutzen der Fonds. Vor allem die Kriterien Team und Nutzungssektor (Strategie und Research) kamen hinzu. Letzteres Kriterium wird so „rehabilitiert", denn es war in den anfänglichen Argumentationen der Fonds stärker vertreten – obwohl die Vertreter der Anbieterseite es gar nicht so wichtig einschätzten.

Schlussbetrachtung: Zu relativieren sind die Aussagen in dieser Arbeit in zweierlei Hinsicht: Erstens wurden die untersuchten Fonds nicht primär für VE konzipiert. Es existieren – wie erwähnt – spezialisiertere nichtkotierte Produkte. Zweitens ist die Umfrage nicht exakt mit der Entscheidungssituation der Investoren gleichzusetzen, in welcher diese vermutlich spezifische Informationen zusammenstellen. Dennoch bleibt die Arbeit prinzipiell stichhaltig und erlaubt einige interessante Rückschlüsse für die Anbieter und die Nachfrager von indirekten Immobilienanlageprodukten.

Die Sicht der Anbieter: Ausgehend von den Rastern im Anhang, kann beurteilt werden, wie das eigene Produkt gesehen wird (Position, Anzahl und Streuung der Antworten). Sodann ist zu klären und zu entscheiden, welche Produktwahlkriterien der VE tatsächlich als relevant betrachtet werden: die Sicht der Hypothesen oder diejenige der VE in den Interviews. Die entsprechenden Positionierungsnutzen finden sich in Tabelle 15 vorne. Die Nutzen werden in ein Positionierungsstatement gefasst, welches alle weiteren Marketingmassnahmen leitet. Letztere zielen auf eine Verbesserung oder Konsolidierung der Rasterpositionen vermittels des Einsatzes der Gestaltungsparameter (vorne 2.5) ab.

Die Sicht der Nachfrager: Die Unklarheit über die Produktwahlkriterien der VE ist nicht zu deren Nutzen, denn sie lenken die Anstrengungen der Anbieter. Sollten Strategie und Research tatsächlich entscheidend sein, so sollte die Nachfrage hier auch Spitzenleistungen erwarten und honorieren. Dies bedingt eine Auseinandersetzung mit den Anlageprodukten und explizite Vorgabe der Produktwahlkriterien, obwohl diese nur einen kleinen Anteil der Anlagen ausmachen. Grundsätzlich ist die Auswahl der Anlageprodukte intakt, von „Immobilienknappheit" kann keine Rede sein. Es liegt an den VE als mächtige und anspruchsvolle Kunden Einfluss auf die Anbieter zu nehmen.

Anhang

Anhang 1: Pensionskassenstatistik: Immobilienanlagen 61
Anhang 2: Fondsportrait CS Interswiss 62
Anhang 3: Fondsportrait CS Siat 65
Anhang 4: Fondsportrait IST Immo Optima Schweiz 68
Anhang 5: Fondsportrait Pensimo Immovit 71
Anhang 6: Fondsportrait Swiss Re ImmoPLUS 74
Anhang 7: Fondsportrait UBS Swissreal 77
Anhang 8: Fondsportrait UBS Immoparts Schweiz 80
Anhang 9: Führungsorganisation der PK (Organigramme) 83
Anhang 10: Kriterien der Managerselektion 84
Anhang 11: Interview Nachfrageseite 85
Anhang 12: Interview Angebotsseite 91
Anhang 13: Mögliche Positionierungsraster nach den Interviews 98

Anhang 1: Pensionskassenstatistik: Immobilienanlagen

Die Tabelle 16 enthält die Bilanzaktiven der Immobilienanlagen der VE für die Jahre 1994 bis 2004.

Bilanz: Aktiven	**Ende 1994**		**Ende 1996**		**Ende 1998**		**Ende 2000**		**Ende 2002**		**Ende 2004**	
Bilanzposten	Mio CHF	%	Mio CHF	%	Mio CHF	%	Mio CHF	%	Mio CHF	%	Mio CHF	%
Aktiven mit Hypotheken												
Direkte Anlagen	**68 768**	**93.8**	**70 193**	**91.9**	**71 308**	**90.7%**	**71 930**	**87.4**	**72 038**	**86.6**	**69 516**	**79.0**
Hypotheken - auf schweizerischen Liegenschaften	24 012	32.8	23 899	31.3	23 686	30.1%	22 893	27.8	20 838	25.1	16 791	19.1
Hypotheken - auf ausländischen Liegenschaften	83	0.1	69	0.1	56	0.1%	35	0.0	28	0.0	34	0.0
Liegenschaften, Grundstücke - Schweiz	44 605	60.9	46 151	60.4	47 528	60.5%	48 944	59.5	51 093	61.5	52 558	59.8
Liegenschaften, Grundstücke - Ausland	68	0.1	74	0.1	38	0.0%	58	0.1	79	0.1	133	0.2
Indirekte Anlagen	**4 529**	**6.2**	**6 202**	**8.1**	**7 302**	**9.3%**	**10 372**	**12.6**	**11 104**	**13.4**	**18 425**	**21.0**
Hypotheken - auf schweizerischen Liegenschaften	1 654	2.3	1 857	2.4	1 954	2.5%	1 244	1.5	939	1.1	1 391	1.6
Hypotheken - auf ausländischen Liegenschaften	20	0.0	25	0.0	20	0.0%	8	0.0	5	0.0	1	0.0
Liegenschaften, Grundstücke - Schweiz	2 748	3.7	4 153	5.4	4 989	6.3%	8 045	9.8	9 176	11.0	15 038	17.1
Liegenschaften, Grundstücke - Ausland	107	0.1	167	0.2	339	0.4%	1 075	1.3	984	1.2	1 995	2.3
Total Aktiven	**73 297**	**100.0**	**76 395**	**100.0**	**78 610**	**100.0%**	**82 302**	**100.0**	**83 142**	**100.0**	**87 941**	**100.0**
Aktiven ohne Hypotheken												
Direkte Anlagen	**44 673**	**94.0**	**46 225**	**91.5**	**47 566**	**89.9%**	**49 002**	**84.3**	**51 172**	**83.4**	**52 691**	**75.6**
Liegenschaften, Grundstücke - Schweiz	44 605	93.8	46 151	91.3	47 528	89.9%	48 944	84.2	51 093	83.3	52 558	75.4
Liegenschaften, Grundstücke - Ausland	68	0.1	74	0.1	38	0.1%	58	0.1	79	0.1	133	0.2
Indirekte Anlagen	**2 855**	**6.0**	**4 320**	**8.5**	**5 328**	**10.1%**	**9 120**	**15.7**	**10 160**	**16.6**	**17 033**	**24.4**
Liegenschaften, Grundstücke - Schweiz	2 748	5.8	4 153	8.2	4 989	9.4%	8 045	13.8	9 176	15.0	15 038	21.6
Liegenschaften, Grundstücke - Ausland	107	0.2	167	0.3	339	0.6%	1 075	1.8	984	1.6	1 995	2.9
Total Aktiven	**47 528**	**100.0**	**50 545**	**100.0**	**52 894**	**100.0%**	**58 122**	**100.0**	**61 332**	**100.0**	**69 724**	**100.0**

Quelle: BfS II.

Tabelle 16: Immobilienanlagen gemäss Pensionskassenstatistik 1994-2004

Anhang 2: Fondsportrait CS Interswiss

Die folgende Tabelle 17 enthält gesammelte Informationen zum CS Interswiss.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 0.2% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: -0.9% (5 Jahre) - Risiko: 1.01% (2005)	Unterdurchschnittlich Unterdurchschnittlich --
Beteiligte	- Fondsleitung, Depotbank und Vertrieb: CS - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 910 Mio - Finanzierung: Fremdfinanzierungsgrad = 24.4% - Anlagen: Kommerzielle Nutzungen und mittelständisches Wohnen, erstklassige Mieter, vielfach indexierte Mietzinsen. - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote 100% (mindestens 90%); Ausschüttungsrendite 3.94%	Grösse! Durchschnittlich -- (Über-) durch-schnittlich
Kosten	TERref = 0.75%	Unterdurchschnittlich
Preise	Agio = 23% (Sonderkonditionen für VE sind nicht bekannt.)	Durchschnittlich
Kommunikation, Promotion	CS (vgl. Quellen)	--
Distribution, Rücknahme	CS	--
Hauptargumente (Annahme)	- Marke CS - Anlageschwerpunkt kommerzielle Nutzungen	--

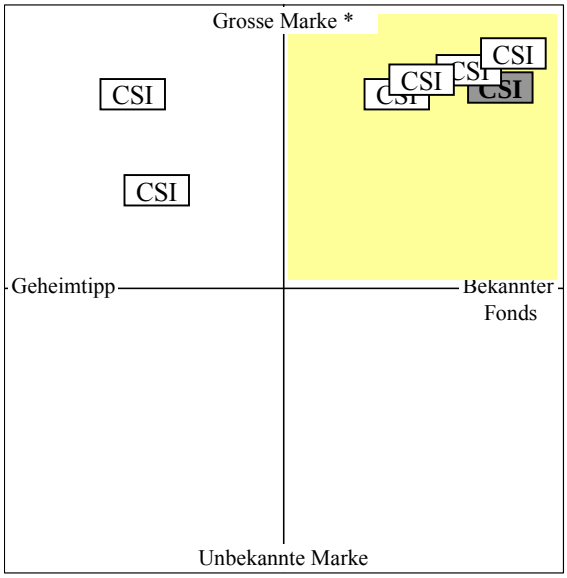
Quellen: Factsheet März 2006, Jahresbericht per 30.09.2005, Prospekt April 2006, Swiss Re, Telephonat mit Herrn Philip Rauh CSAM am 26.05.2006.

Tabelle 17: Wahrnehmbares Profil: CS Interswiss

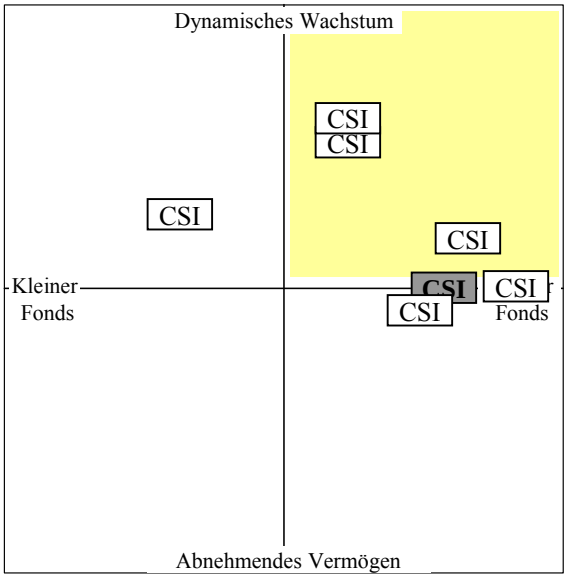
Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 20 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des CS Interswiss.

(Fortsetzung Anhang 2: Fondsportrait CS Interswiss)

1. Bekanntheit

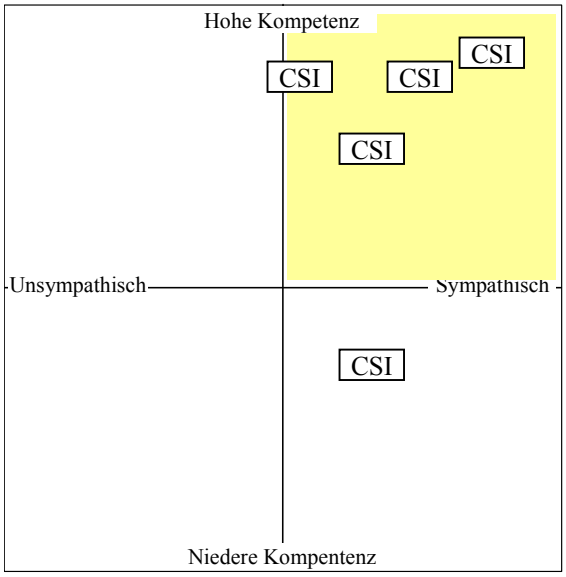


2. Fondsvermögen

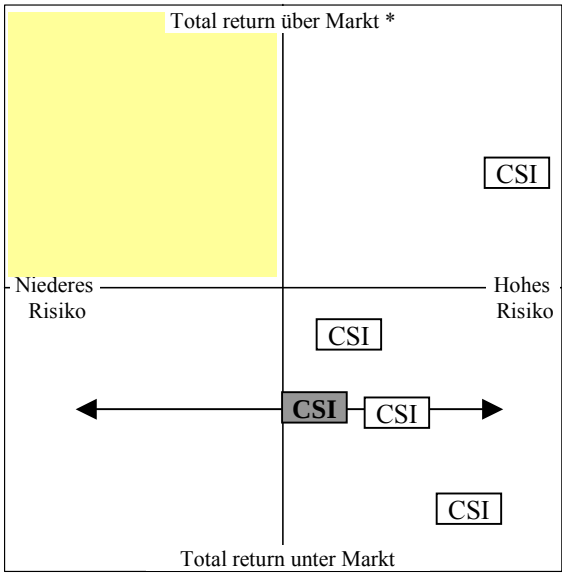


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko



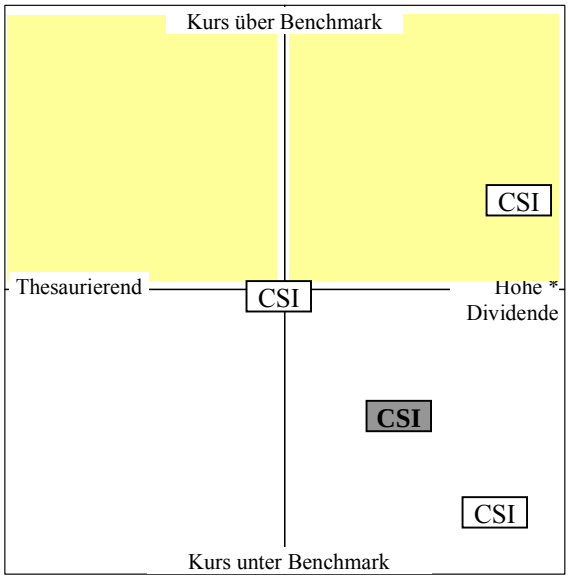
= keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Markt = Benchmark

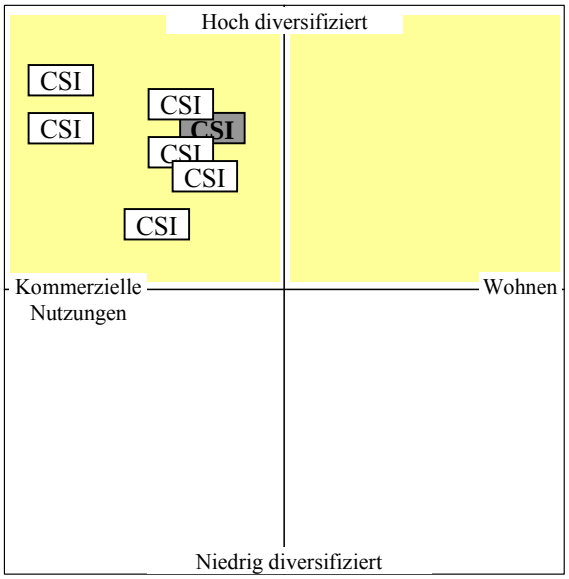
(Abbildung 20: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 2: Fondsportrait CS Interswiss)

5. Total Return

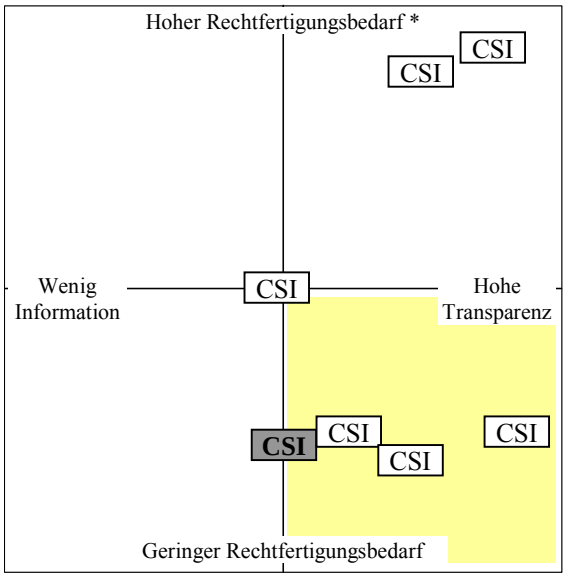


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:	
CS Interswiss *	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**CSI**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 20: Wahrgenommene Positionen: CS Interswiss

Anhang 3: Fondsportrait CS Siat

Die folgende Tabelle 18 enthält gesammelte Informationen zum CS Siat.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 12.9% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: -1% (5 Jahre) - Risiko: 0.79% (2005)	Durchschnittlich Unterdurchschnittlich --
Beteiligte	- Fondsleitung, Depotbank und Vertrieb: CS - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 1'361 Mio - Finanzierung: Fremdfinanzierungsgrad = 19.1% - Anlagen: Krisensichere mittelständische Wohnbauten, ausgesuchte Geschäftsliegenschaften, erstklassige Mieter, vielfach indexierte Mietzinsen. - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote 100% (mindestens 90%), Ausschüttungsrendite 3.62%	Grösse! Unterdurchschnittlich -- (Über-) durchschnittlich
Kosten	TERref = 0.78%	Unterdurchschnittlich
Preise	Agio = 24% (Sonderkonditionen für VE sind nicht bekannt.)	Durchschnittlich
Kommunikation, Promotion	CS (vgl. Quellen)	--
Distribution, Rücknahme	CS	--
Hauptargumente (Annahme)	- Marke CS - Anlageschwerpunkt Wohnbauten	--

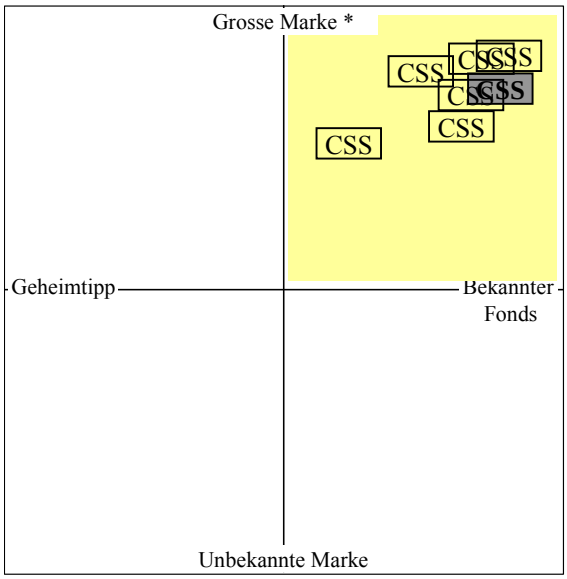
Quellen: Factsheet März 2006, Jahresbericht per 30.09.2005, Prospekt April 2006, Swiss Re, Telephonat mit Herrn Philip Rauh CSAM am 26.05.2006 (vgl. vorne CS Interswiss).

Tabelle 18: Wahrnehmbares Profil: CS Siat

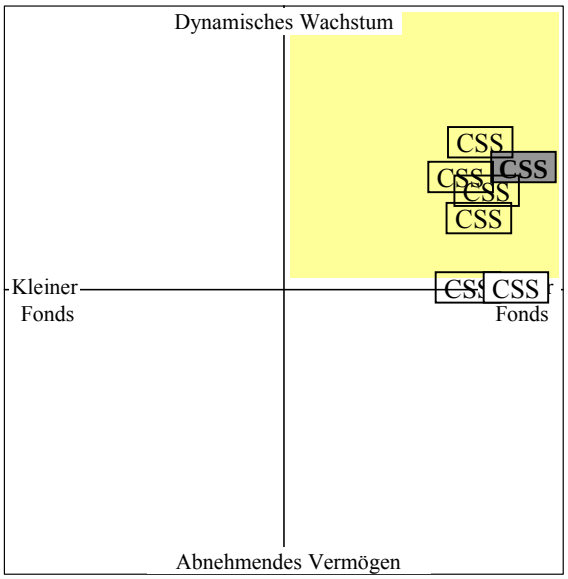
Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 21 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des CS Siat.

(Fortsetzung Anhang 3: Fondsportrait CS Siat)

1. Bekanntheit

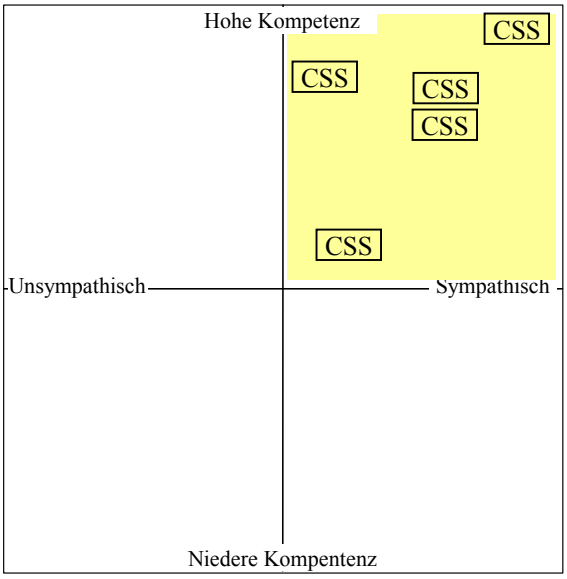


2. Fondsvermögen

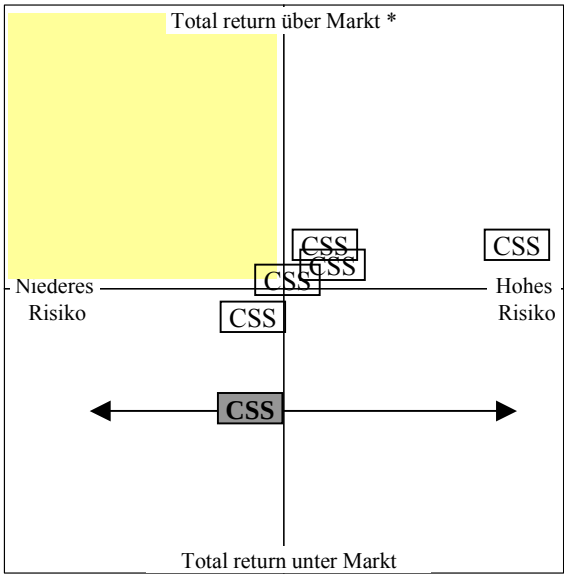


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko



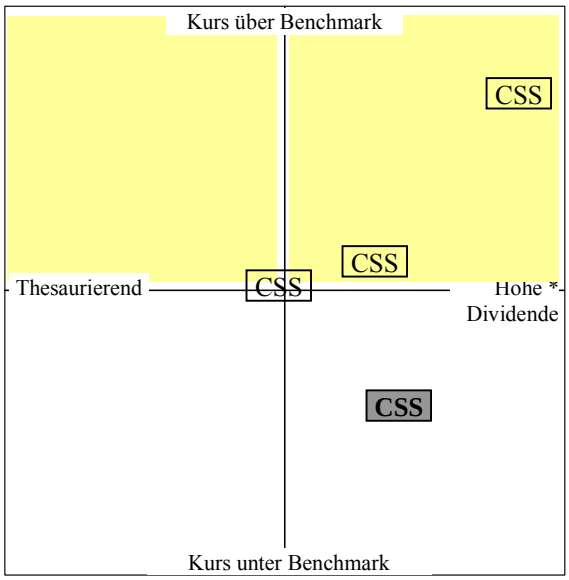
= keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Markt = Benchmark

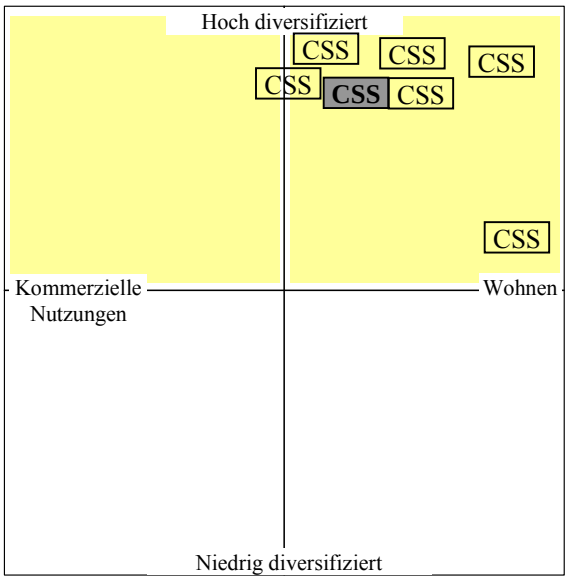
(Abbildung 21: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 3: Fondsportrait CS Siat)

5. Total Return

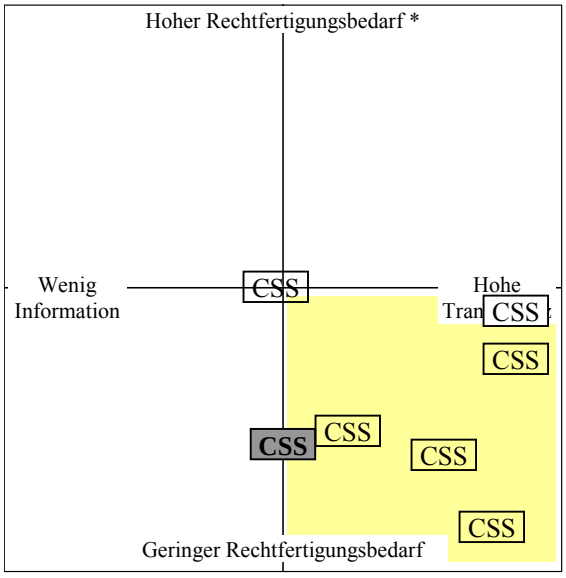


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:

CS Interswiss	**CSI**
CS Siat *	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**CSS**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 21: Wahrgenommene Positionen: CS Siat

Anhang 4: Fondsportrait IST Immo Optima Schweiz

Die folgende Tabelle 19 enthält gesammelte Informationen zum IST Immo Optima Schweiz.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Vermögens	- Zunahme Vermögen: 31.3% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: +0.3% (3 Jahre [59]) - Risiko: 5.8% (3 Jahre)	Überdurchschnittlich Überdurchschnittlich --
Beteiligte	- Fondsmanager Julius Bär, Depotbank Lombard Odier - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Vermögen = 185 Mio - Anlagen: Regelmässig gehandelte Schweizer Immobilienfonds (Über-/Untergewichtungen gegenüber der Benchmarkzusammensetzung). - Ausschüttungsrendite 2.6%	Kleiner UBS Immop. -- Unterdurchschnittlich
Kosten	- All-inclusive fee = 0.47% (0.40% ab 10 Mio Investitionsvolumen) (Zusätzlich Kosten der Anlagen in Fonds)	Wie UBS Immoparts
Preise	Kein Agio (aber Agios auf den Anlagen)	--
Kommunikation, Promotion	IST	--
Distribution, Rücknahme	IST (?)	--
Hauptargumente (Annahme)	- Diversifikation - Mehrwert durch aktive Titelselektion: Gewichtung von Nutzungen, Regionen und Instrumenten. - Kosten: da non-profit und wenig Trading - Researchqualität - Überperformance gegenüber Benchmark	--

Quellen: IST Monatsreporting April 2006, Produktblatt März 2006, Anlagerichtlinien März 2004, Präsentation Julius Bär an VE Herbst 2005, Telephonat mit Herrn Fischer am 16.05.2006.

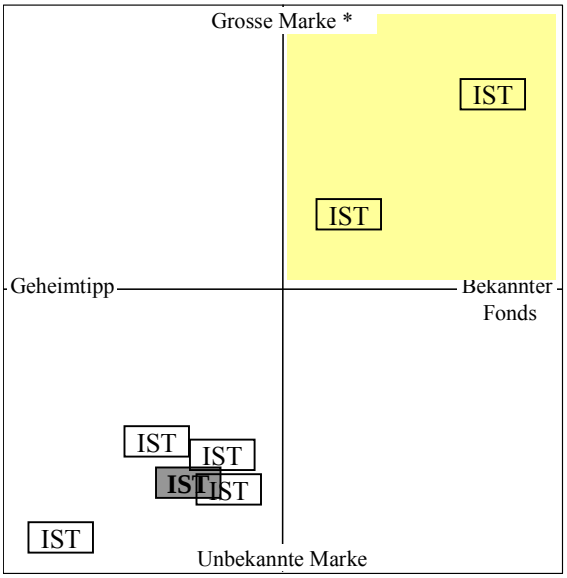
Tabelle 19: Wahrnehmbares Profil: IST Immo Optima Schweiz

Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 22 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des IST Immo Optima Schweiz.

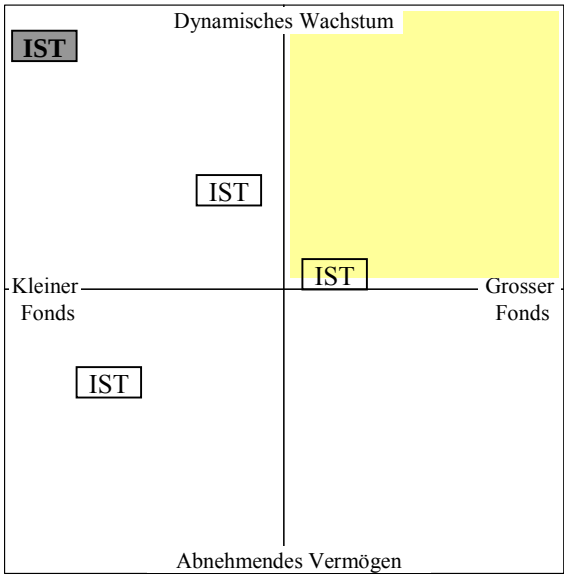
[59] Eigene Berechnung. Präsentation Julius Bär: +1% p.a. seit Lancierung (Herbst 2005)

(Fortsetzung Anhang 4: Fondsportrait IST Immo Optima Schweiz)

1. Bekanntheit

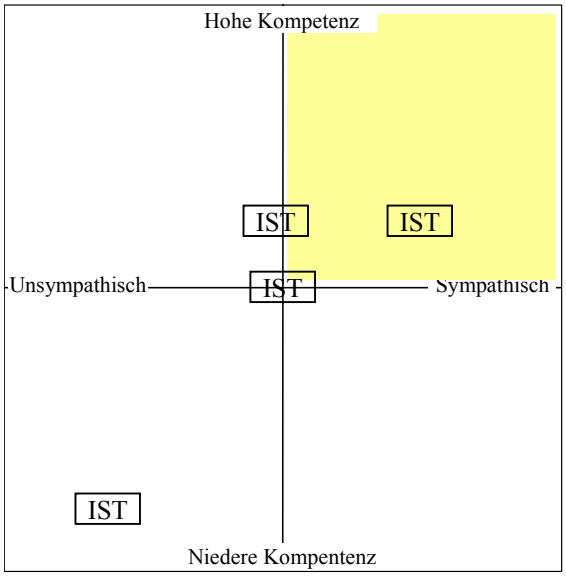


2. Fondsvermögen

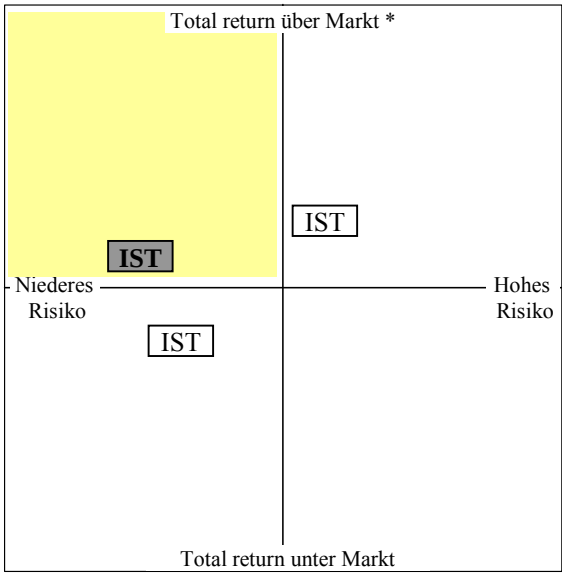


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko

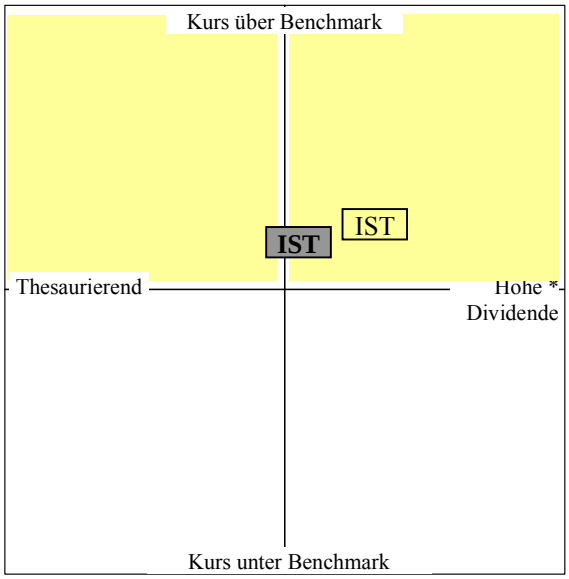


* Markt = Benchmark

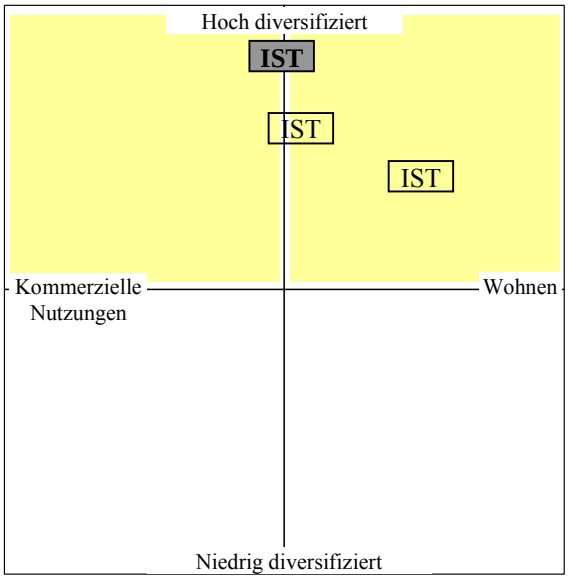
(Abbildung 22: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 4: Fondsportrait IST Immo Optima Schweiz)

5. Total Return

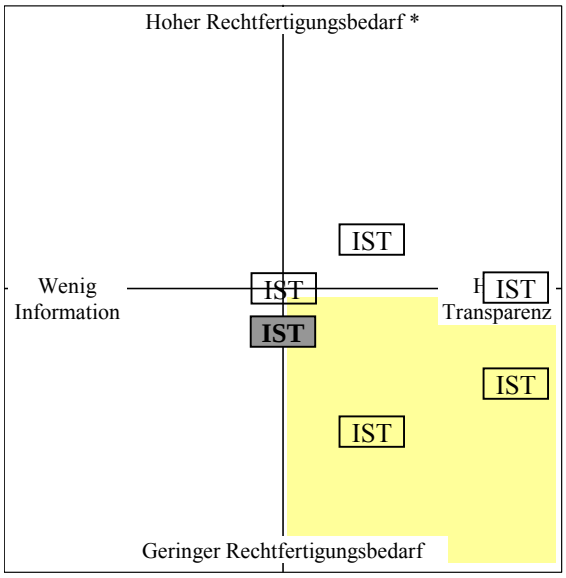


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:	
CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz *	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**IST**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 22: Wahrgenommene Positionen: IST Immo Optima Schweiz

Anhang 5: Fondsportrait Pensimo Immovit

Die folgende Tabelle 20 enthält gesammelte Informationen zum Pensimo Immovit.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 6.4% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: keine Information - Risiko: 1.08% (2005)	Unterdurchschnittlich -- --
Beteiligte	- Fondsleitung Adimosa (Pensimo), Vertrieb Pensimo, Depotbank CS, Zeichnungs- und Zahlstellen: Bank Leu, Bank Linth, Bank Sarasin, Hypothekarbank Lenzburg, Bank CA, Valiant Bank. - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 223 Mio [60] - Finanzierung: Fremdfinanzierungsgrad = 24.5% - Anlagen: 80% Wohnliegenschaften, 18% Geschäftsliegenschaften. - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote mindestens 80%, Ausschüttungsrendite 4.2%	Unterdurchschnittlich Durchschnittlich -- Unterdurchschnittlich Überdurchschnittlich
Kosten	TERref = 0.62%	?
Preise	Agio = 26% (Sonderkonditionen für VE sind nicht bekannt.)	Überdurchschnittlich
Kommunikation, Promotion	Verkaufsmaterial: erst Jahresbericht und Fondsreglement (eventuell eine Präsentation mit diesen Inhalten), danach spezifische Offerte für den institutionellen Anleger. Vertrieb ansonsten via CS	--
Distribution, Rücknahme	CS	--
Hauptargumente (Annahme)	(Frau Mattheus:) - Grösse - Standorte der Liegenschaften - Nutzungen	--

Quellen: Prospekt Oktober 2005, Jahresbericht per 31.03.2005, Swiss Re, Telephonat mit Frau Mattheus am 16.05.2006.

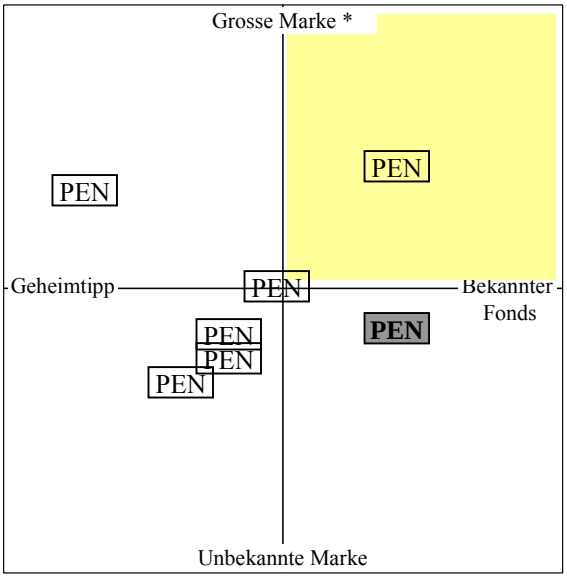
Tabelle 20: Wahrnehmbares Profil: Pensimo Immovit

Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 23 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des Pensimo Immovit.

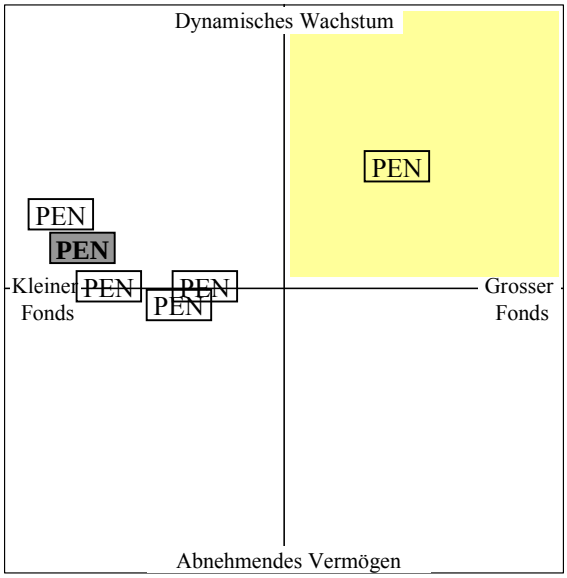
[60] Immovit wird per 1.7.2006 mit dem ebenfalls in Wohnen investierten Swissinvest vereinigt. Der Marktwert wird dann bei knapp CHF 450 Mio liegen. Er wird dann Swissinvest Real Estate Investment Fund heissen. Quelle: Pensimo Pressemitteilung vom 17.1.2006. Diese Entwicklung wird in dieser Arbeit nicht berücksichtigt.

(Fortsetzung Anhang 5: Fondsportrait Pensimo Immovit)

1. Bekanntheit

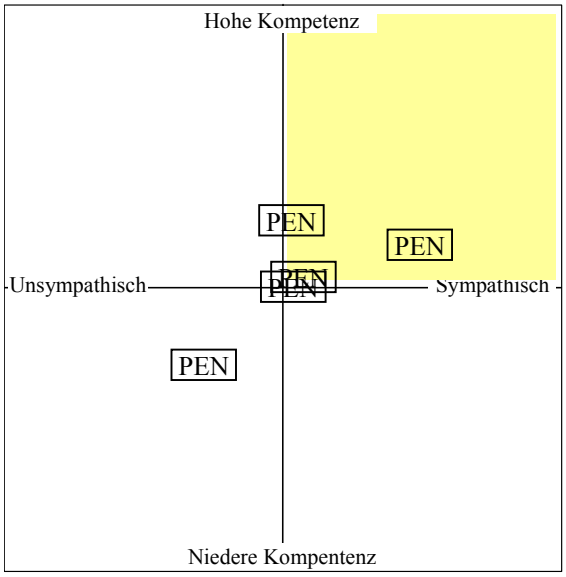


2. Fondsvermögen

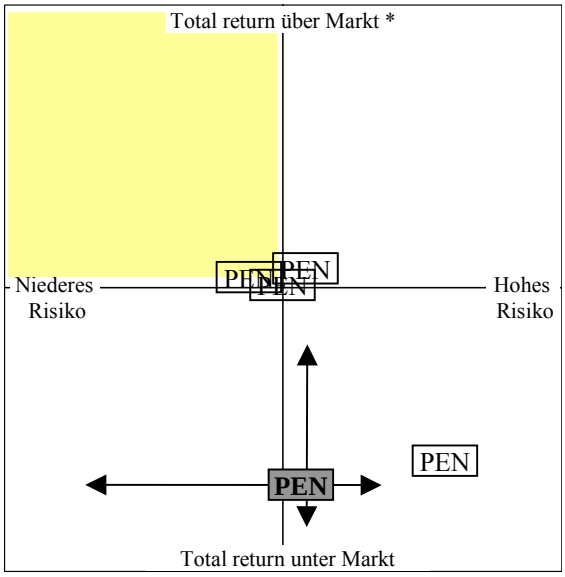


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko



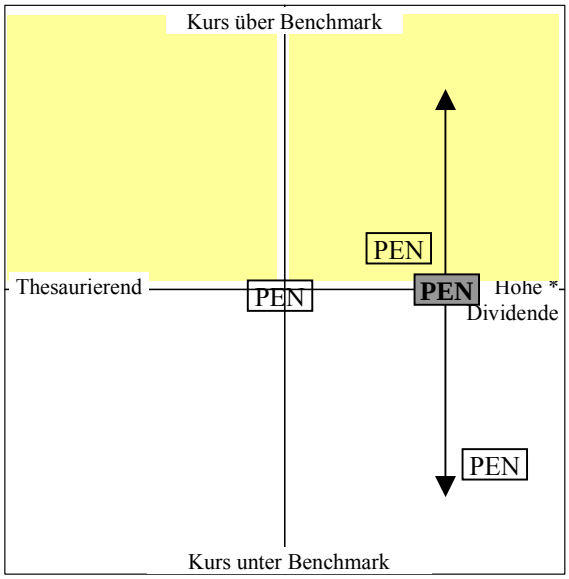
= keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Markt = Benchmark

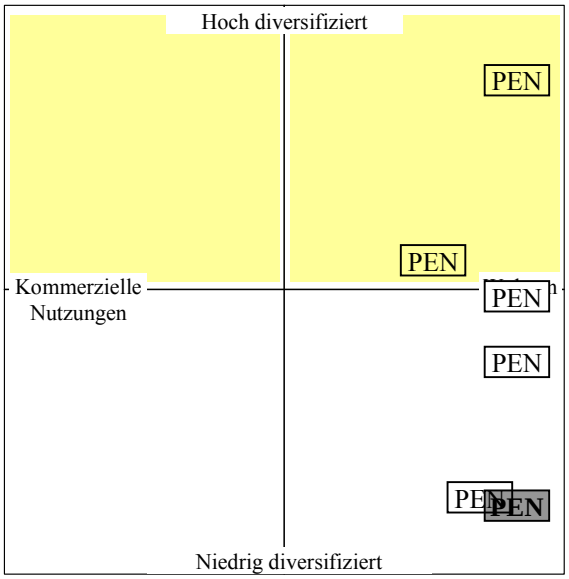
(Abbildung 23: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 5: Fondsportrait Pensimo Immovit)

5. Total Return

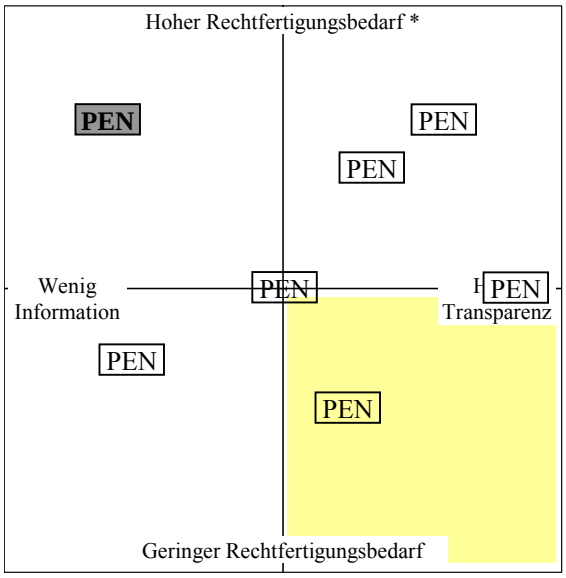


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:	
CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit *	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**PEN**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 23: Wahrgenommene Positionen: Pensimo Immovit

Anhang 6: Fondsportrait Swiss Re ImmoPLUS

Die folgende Tabelle 21 enthält gesammelte Informationen zum Swiss Re ImmoPLUS.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 7.4% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: +4.9% (5 Jahre) - Risiko: 2.01% (2005)	Unterdurchschnittlich Überdurchschnittlich --
Beteiligte	- Fondsleitung Swiss Re, Depotbank ZKB, Vertrieb durch CS, CSFB, ZKB - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 583 Mio - Finanzierung: Fremdfinanzierungsgrad = 24.9% - Anlagen: Top-Immobilien, mit überdurchschnittlichen Ertragsaussichten, an bestens erschlossenen und attraktiven Standorten (bevorzugt werden Wirtschaftsstandorte von nationaler oder regionaler Bedeutung). - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote ca. 35% (mindestens 30%), Ausschüttungsrendite 1.2%	Durchschnittlich Durchschnittlich -- Unterdurchschnittlich Unterdurchschnittlich
Kosten	TERref = 0.9%	Überdurchschnittlich
Preise	Agio = 20% (Sonderkonditionen für VE sind nicht bekannt.)	Unterdurchschnittlich
Kommunikation, Promotion	Der Fonds verfügt über einen echten Sales Folder	!!
Distribution, Rücknahme	CS	--
Hauptargumente (gemäss Dokumentation)	- Ausschüttungskonzept (Privatanleger): Wertvermehrung durch Reinvestition. Vermeidung der Einkommenssteuer auf der Dividende. - Geschäftsliegenschaften als vorteilhaft gegenüber Wohnliegenschaften: Weniger Mieterwechsel, Nebenkosten tragen Mieter. - Portfoliostrategie: Ratingtool zur Analyse von bestehenden Liegenschaften, antizyklische Kaufpolitik für Zukäufe. - Kompetenz: z.B. Kommunikation mit Markt- und Ratingmatrizen im Geschäftsbericht. - Transparenz: Graphiken mit Leerstandsentwicklungen, größten Mietern, Fälligkeit der Mietverhältnisse, usw. - Performance, Agio etc.	--

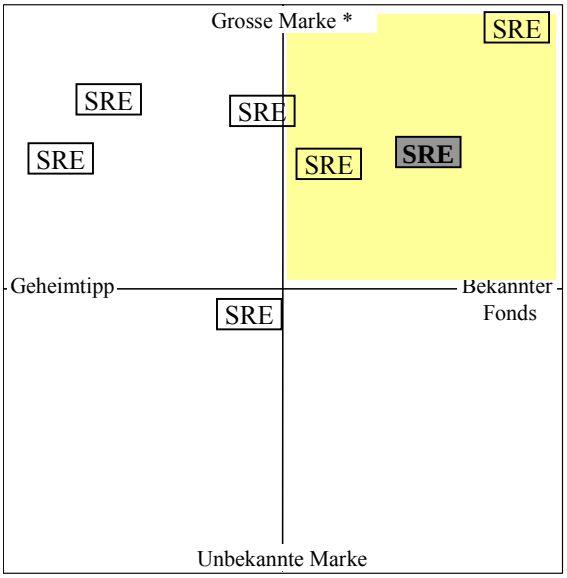
Quellen: Prospekt März 2005, Sales Folder 11/2002, Jahresbericht per 30.09.2005, Anlagekriterien, Swiss Re, Gespräch mit Hr. Marco Schibli am 18.05.2006.

Tabelle 21: Wahrnehmbares Profil: Swiss Re ImmoPLUS

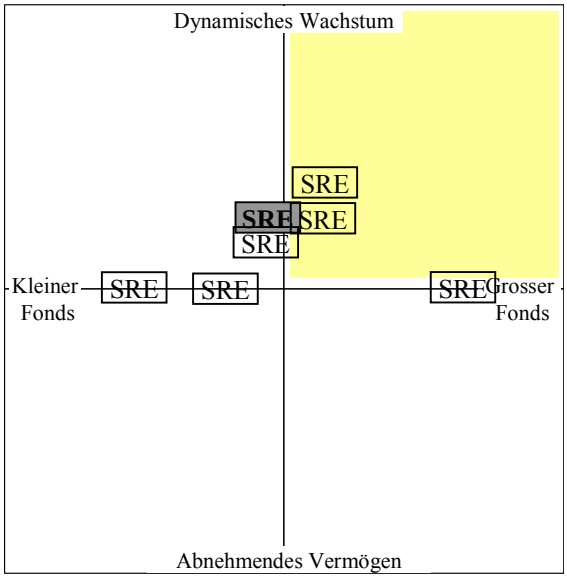
Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 24 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des Swiss Re ImmoPLUS.

(Fortsetzung Anhang 6: Fondsportrait Swiss Re ImmoPLUS)

1. Bekanntheit

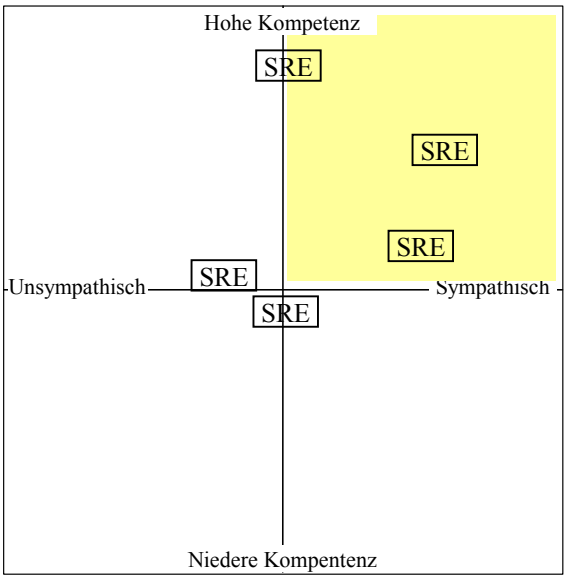


2. Fondsvermögen

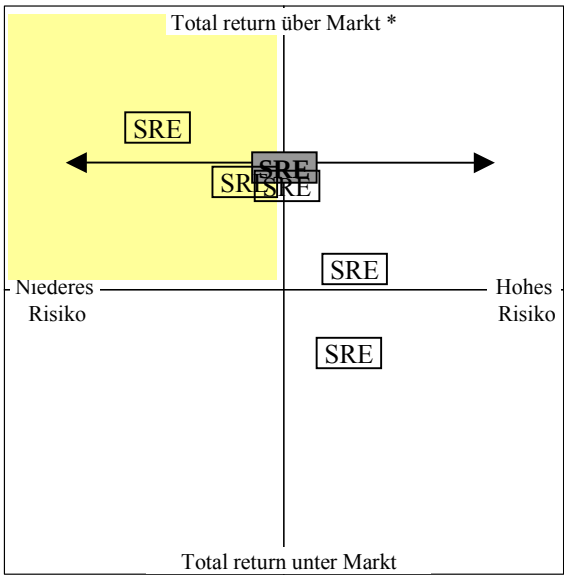


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko



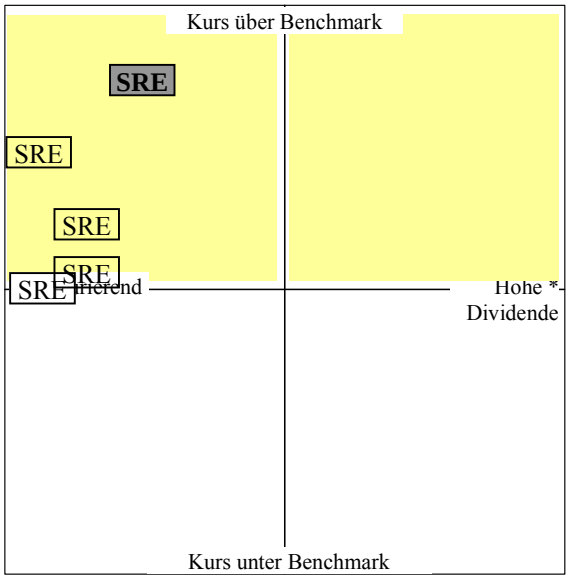
= keine / keine relevanten Daten erhältlich

* Markt = Benchmark

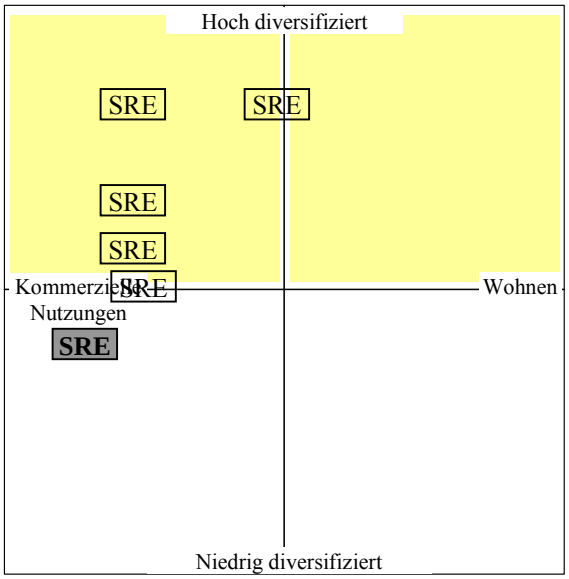
(Abbildung 24: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 6: Fondsportrait Swiss Re ImmoPLUS)

5. Total Return

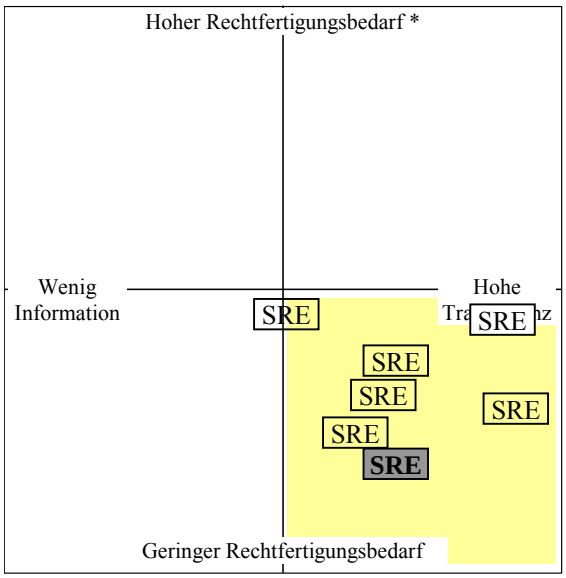


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:

CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS *	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**SRE**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 24: Wahrgenommene Positionen: Swiss Re ImmoPLUS

Anhang 7: Fondsportrait UBS Swissreal

Die folgende Tabelle 22 enthält gesammelte Informationen zum UBS Swissreal.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 12% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: -0.3% (5 Jahre) - Risiko: 8.4% (2 Jahre), 1.27% (2005)	Durchschnittlich Durchschnittlich --
Beteiligte	- Fondsleitung UBS, Depotbank UBS, Vertrieb UBS. - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 447 Mio - Finanzierung: Fremdfinanzierungsgrad = 22.7% - Anlagen: Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften in grossen Städten/Agglomerationen in der Schweiz. Nachhaltige Erträge. - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote 90%, Ausschüttungsrendite 3.5%	Durchschnittlich Durchschnittlich -- Durchschnittlich Durchschnittlich
Kosten	TERref = 0.82%	Durchschnittlich
Preise	- Agio = 27% - Sonderkonditionen für UBS-Kunden: Courtage zum „halben Staffeltarif für Schweizer Aktien“. - (Sonderkonditionen für VE sind nicht bekannt.)	Überdurchschnittlich !
Kommunikation, Promotion	vgl. Quellen.	--
Distribution, Rücknahme	UBS	--
Hauptargumente (gemäss Dokumentation)	- UBS Know-how: „Erfahrene Spezialisten“. - Diversifikation und SWX-Kotierung (Handelbarkeit). - Schwerpunkt: Investition in Geschäfts- und Gewerbeliegenschaften. - „Bewährter Anlageprozess“, mehrstufige Due Diligence und Risikoprüfung.	--

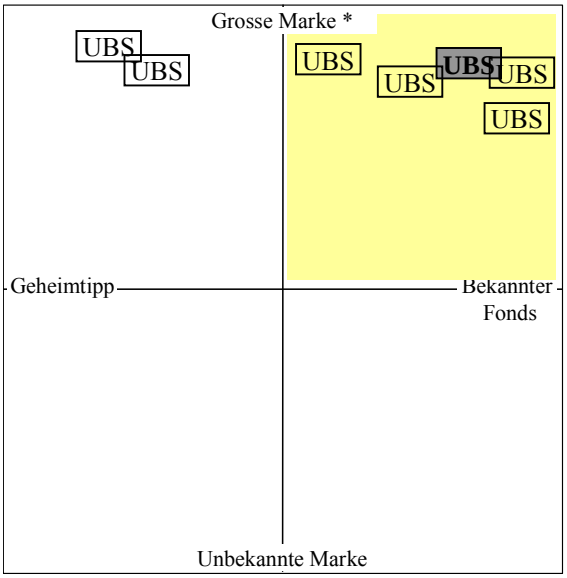
Quellen: Jahresbericht 2005, Fund Spotlight UBS Swissreal, UBS Fund Facts Januar 2006, Immo Update November 2004, Swiss Re.

Tabelle 22: Wahrnehmbares Profil: UBS Swissreal

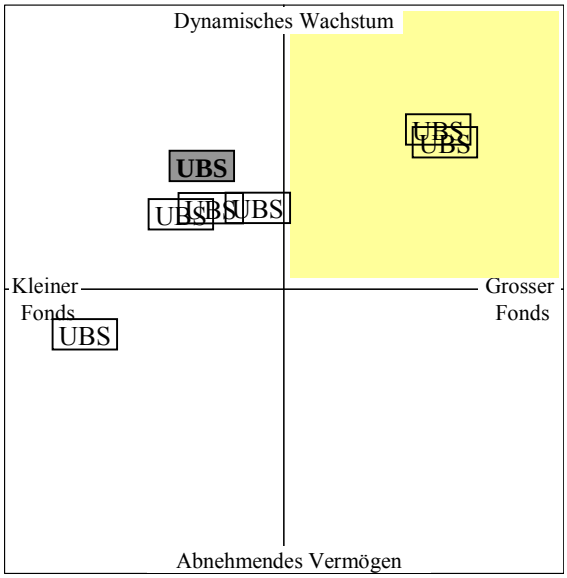
Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 25 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des UBS Swissreal.

(Fortsetzung Anhang 7: Fondsportrait UBS Swissreal)

1. Bekanntheit

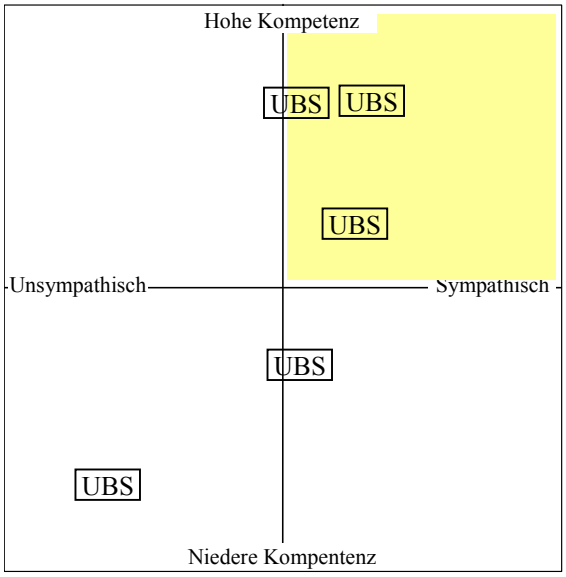


2. Fondsvermögen

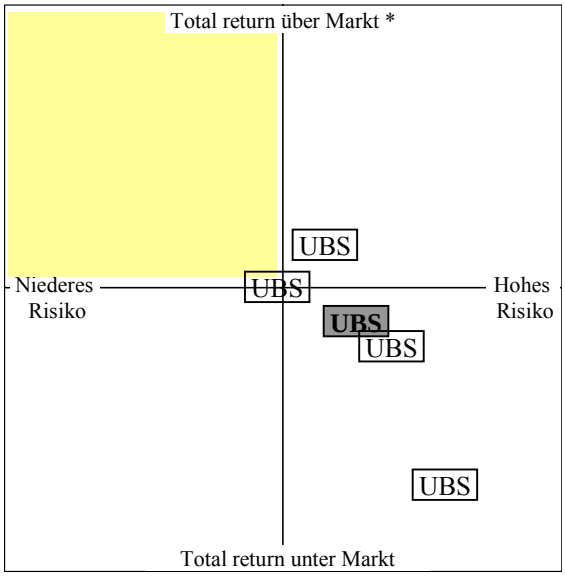


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko

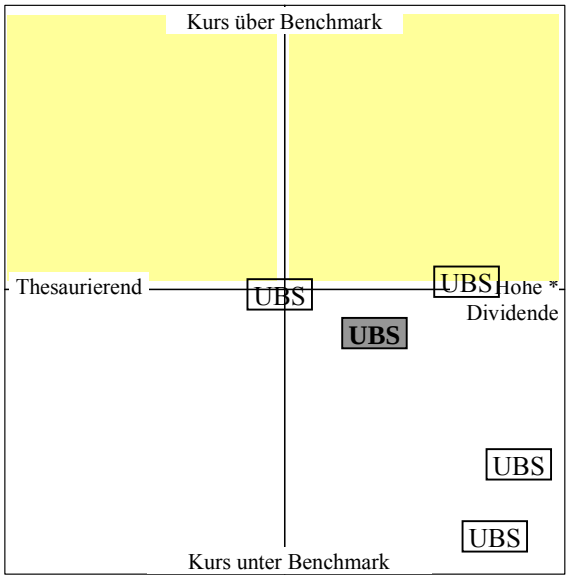


* Markt = Benchmark

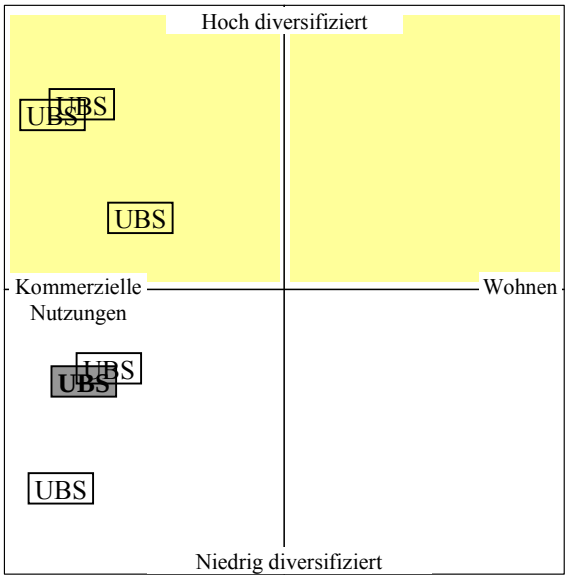
(Abbildung 25: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 7: Fondsportrait UBS Swissreal)

5. Total Return

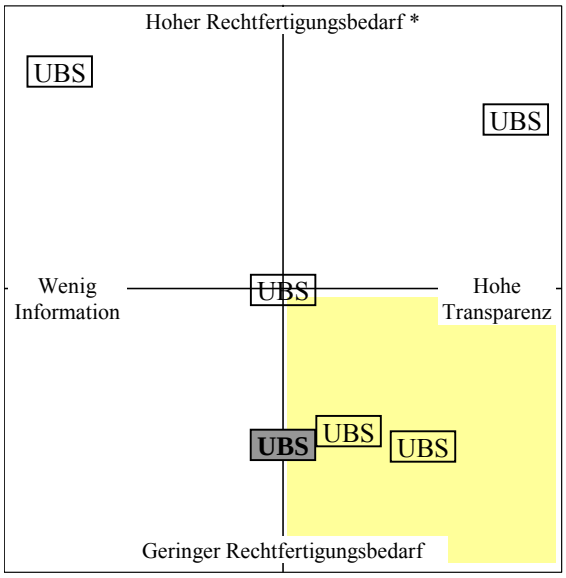


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:

CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal *	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**UBS**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 25: Wahrgenommene Positionen: UBS Swissreal

Anhang 8: Fondsportrait UBS Immoparts Schweiz

Die folgende Tabelle 23 enthält gesammelte Informationen zum UBS Immoparts Schweiz.

I Aspekt	II Beschrieb	III Bemerkungen
Erfolg des Fonds	- Zunahme Vermögen: 29.5% p.a. (vgl. Tab.1) - Performance vs. Benchmark: -0.4% (5 Jahre) - Risiko: 5.8% (3 Jahre)	Überdurchschnittlich Durchschnittlich --
Beteiligte	- Leitung, Depot, Vertrieb: UBS. - Persönliche Kontakte zu den VE: Keine Informationen.	--
Produkt und Services	- Kapital: Fondsvermögen = 251 Mio - Anlagen: Anteile der Immobilienfonds mit einer „attraktiven Bewertung“. - Gewinnverwendung: Ausschüttungsquote 24%, Ausschüttungsrendite 2.8%	grösser als IST Unterdurchschnittlich Unterdurchschnittlich
Kosten	Pauschalpreis = 0.4%	Wie IST
Preise	Kein Agio (aber Agios auf den Anlagen)	--
Kommunikation, Promotion	vgl. Quellen.	--
Distribution, Rücknahme	UBS	--
Hauptargumente (gemäss Dokumentation)	- „Kursdynamischere Anlageform in Liegenschaften“. - Relativ hohe laufende Erträge - Aktives Portfoliomanagement - Liquidität: Bessere Handelbarkeit im Vergleich zu Schweizer Immobilienfonds - Breitere Diversifikation. - Risiko-/Renditeoptimierung durch Immobilien - Anlageprozess, Research, Risikomanagement	--

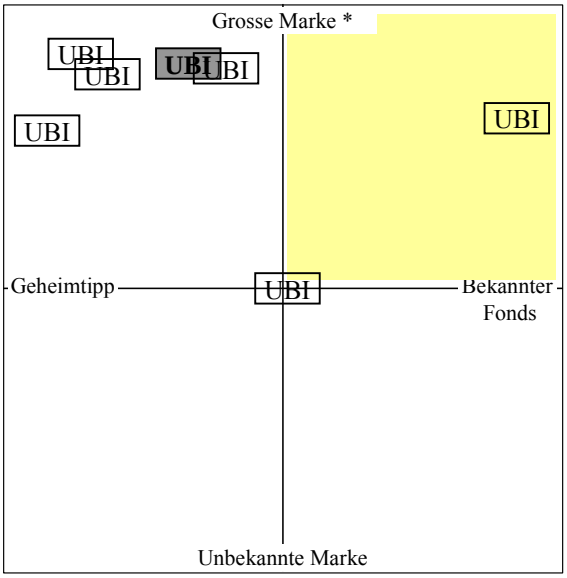
Quellen: Factsheet Immoparts Schweiz 30.04.2006, AST der UBS für Personalvorsorge Jahresbericht 2004/2005; AST Spotlight Immoparts Schweiz.

Tabelle 23: Wahrnehmbares Profil: UBS Immoparts Schweiz

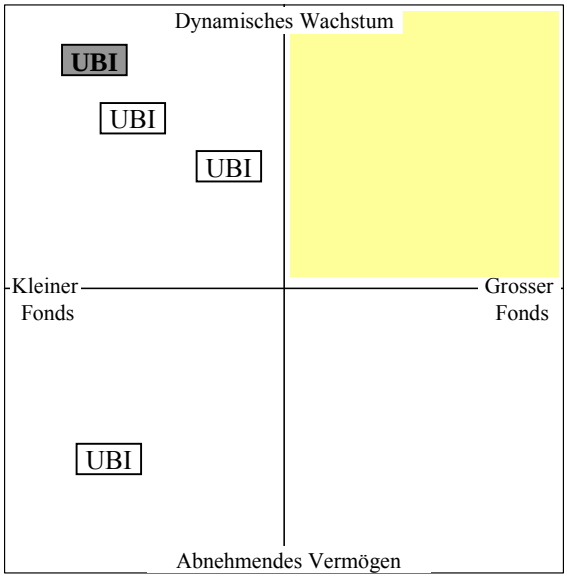
Die folgenden Positionierungsraster in Abbildung 26 enthalten die von den Interviewpartnern bezeichneten Positionen des UBS Immoparts Schweiz.

(Fortsetzung Anhang 8: Fondsportrait UBS Immoparts Schweiz)

1. Bekanntheit

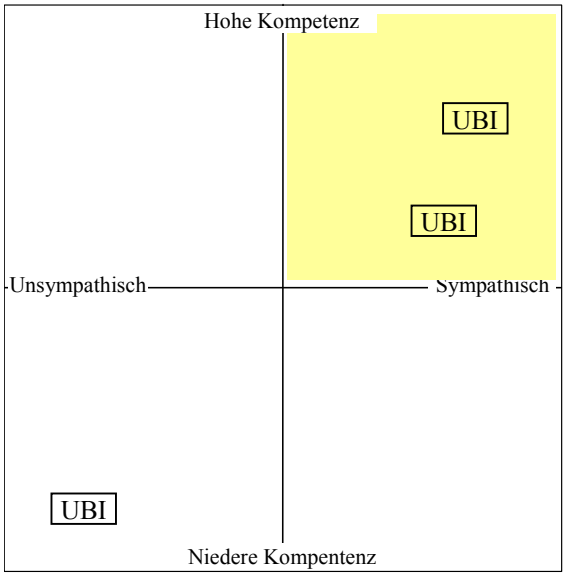


2. Fondsvermögen

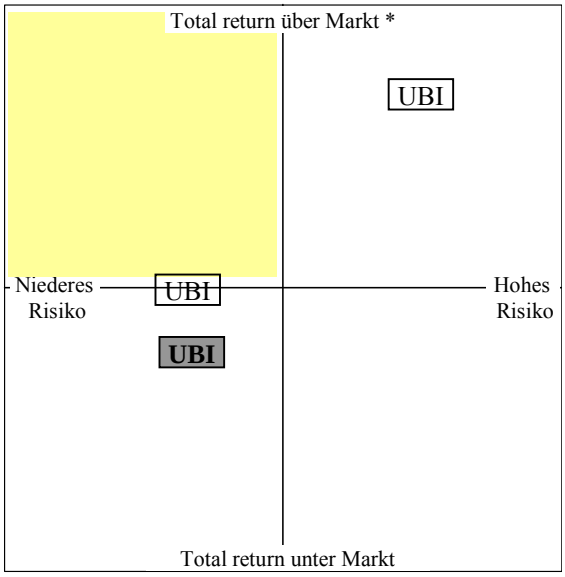


* Marke der Fondsleitung

3. Team



4. Performance / Risiko

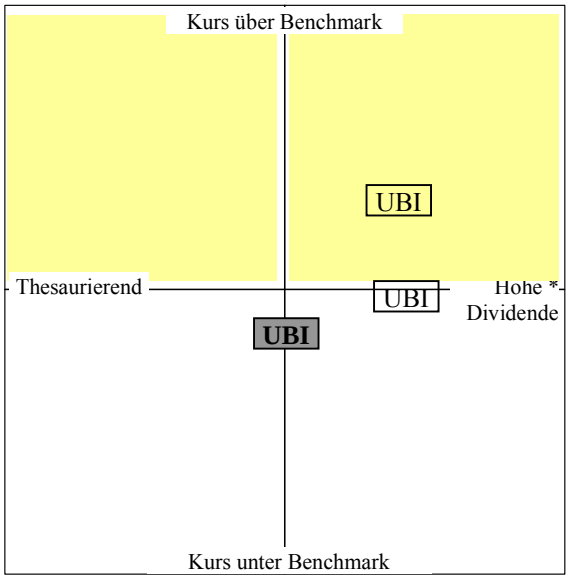


* Markt = Benchmark

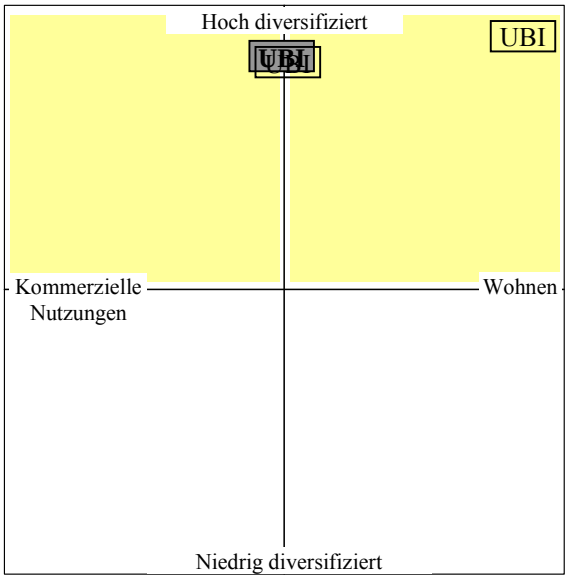
(Abbildung 26: Fortsetzung folgende Seite; Legende links von Raster Nr. 7)

(Fortsetzung Anhang 8: Fondsportrait UBS Immoparts Schweiz)

5. Total Return

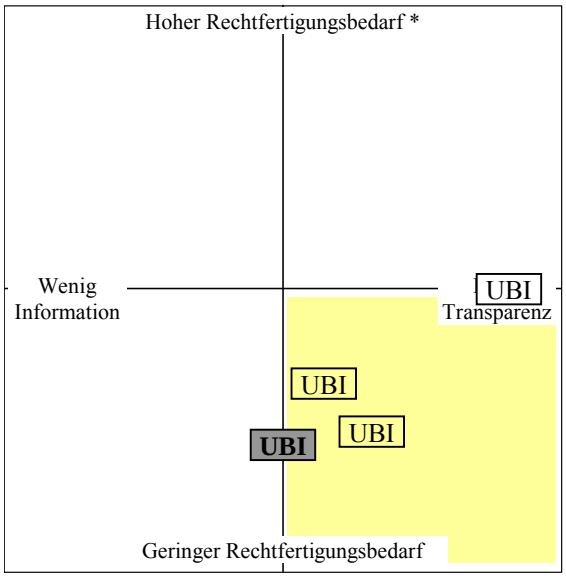


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:

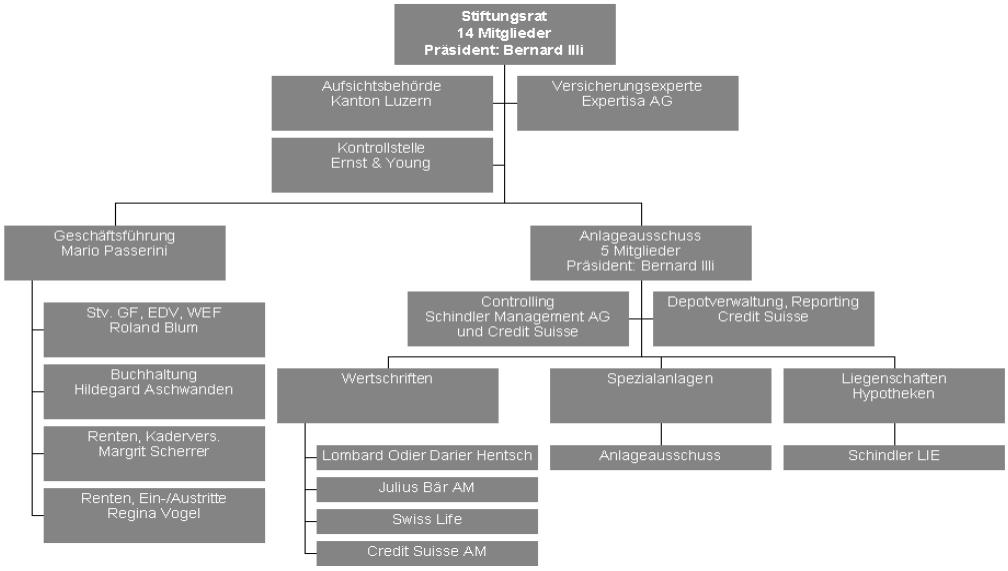
CS Interswiss	**CSI**
CS Siat	**CSS**
IST Immo Optima Schweiz	**IST**
Pensimo Immovit	**PEN**
Swiss Re ImmoPLUS	**SRE**
UBS Swissreal	**UBS**
UBS Immoparts Schweiz *	**UBI**
* Position gemäss Hypothese	**UBI**

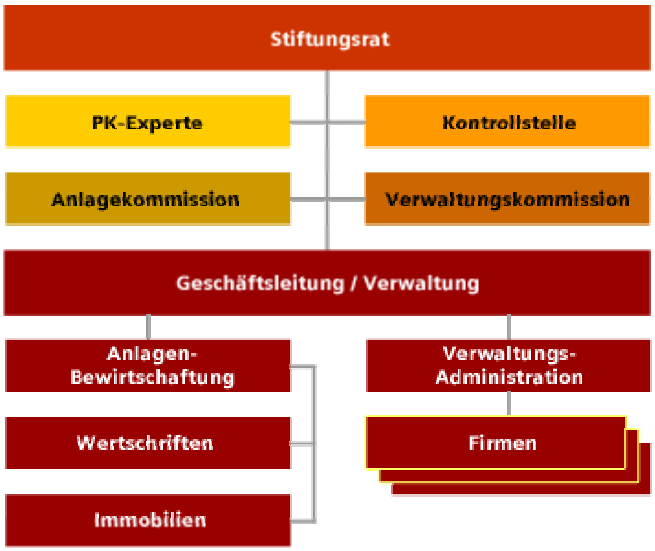
* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Abbildung 26: Wahrgenommene Positionen: UBS Immoparts Schweiz

Anhang 9: Führungsorganisation der PK (Organigramme)

Abbildung 27 enthält beispielhaft zwei Organigramme von VE.





Stiftungsrat	
Firmenvertreter	**Vertreter der Versicherten**
Peter Grüschow, Präs.	Markus Blättler
Franz Haudenschild	Peter Neukom
André Schläppi	Daniel Weber
Ulrich Seitz	Johannes Weisenhorn
Garry Wagner	Arthur Windisch
Geschäftsleitung/Verwaltung	
Franz Haudenschild	Geschäftsführer
Jean-Pierre Gloor	Versicherungen, Stv.
Roland Rümmeli	Kapitalanlagen
Beat Rüegger	Liegenschaften
Anlagekommission	
Franz Haudenschild	Präsident, AG-Vertreter
Jean-Pierre Gloor	Sekretär
Hans Kaufmann	Externer Vermögensberater
Peter Neukom	AN-Vertreter
Roland Rümmeli	Verantwortlicher Kapitalanl.
Ulrich Seitz	AG-Vertreter
Werner Strebel	Externer Anlage-Experte
Erich Venzin	Beisitz
Daniel Weber	AN-Vertreter
Verwaltungskommission	
Franz Haudenschild	Präsident, AG-Vertreter
Peter Bachmann	Pensionskassen-Experte
Markus Blättler	AN-Vertreter
Jean-Pierre Gloor	Sekretär
André Schläppi	AG-Vertreter
Daniel Weber	AN-Vertreter
Experte für berufliche Vorsorge	
Peter K. Bachmann, Thalwil	
Anlageexperten	
Werner Strebel, PPCmetrics AG, Zürich	
Hans Kaufmann, Kaufmann Research AG, Wettswil	
Kontrollstelle	
KPMG Fides Peat, Zürich	

Quellen: http://www.schindler-pk.ch/user/show.asp?inhalt=11&ad.
http://www.pk-siemens.ch/de/default.aspx; Abfrage am 25.05.2006.

Abbildung 27: Organigramme; Beispiele: Schindler PK (oben), Siemens PK

Anhang 10: Kriterien der Managerselektion

Die folgende Tabelle 24 enthält eine Zusammenstellung von Kriterien der Managerselektion.

I Quelle	II Vorgaben zur Managerselektion *
Aeberli S.59 f.	Performance (Rendite und Risiko), Reporting, Kosten/Gebühren, Reputation, Möglichkeit für Gegengeschäfte, spezifische Stärken und Schwächen des Managers,
Aeberli S.81	Anlageethik gemäss dem Code of Ethics and Standards of Professional Conduct der Association for Investment Management and Research AIMR: - Kein persönlicher Profit aus Insiderwissen, Treuepflicht - Übereinstimmung von Risikofähigkeit und Anlageeignung - Transparenz von Vermögen und Performance - Kassen- vor Privattransaktionen - Keine Abhängigkeit durch Geschenke - Verantwortung gegenüber den Mitgliedern - Verschärfte Anforderungen an die Revisionsstelle
Den Otter S.26	*Kennzahlen für Immobilienfonds:* - „Pflicht“: Mietzinsausfallrate; Fremdfinanzierungsquote; EBIT Marge; TERref; ROE; Ausschüttungsrendite; -quote; Agio/Disagio; Performance; Anlagerendite - „Kür“: Nettorendite fertige Bauten; Durchschnittsalter fertige Bauten; FK-Quote; ROIC; P/E ratio; Verhältnis Kurs/CF; Börsenkapitalisierung
Thomas, LaSalle Investment Management, mündliche Aussagen am 26.05.2006	- Investment Manager - Track Record von Anbieter und Produkt - Investmentprozess, Philosophie, Strategie und Research des Anbieters - Risikomanagement - Behandlung von Interessenkonflikten - Verantwortliche und Team - Gebühren - Reporting, Performance Messung, Benchmarking - Steuerliche Strukturierung - Kennzahlen der Immobilienfonds
Watson Wyatt I S.3 ff.	- Netto-Performance (Alpha) - Risk (Sigma) - Subjektive- und Verhaltensfaktoren (Theta)
Watson Wyatt II S.3 f.	Erfolgsfaktoren bezüglich Organisation (Business): - Langfristige strategische Ausrichtung - Vermögensverwaltung für institutionelle Anleger als Kerngeschäft Erfolgsfaktoren bezüglich Mitarbeiter (People): - Talentierte und erfahrene Mitarbeiter mit Spielraum für Eigeninitiative - Klar definiert Entscheidungswege und Verantwortlichkeiten Erfolgsfaktoren bezüglich Prozess (Process): - Klare Investmentphilosophie - Vernünftige Entwicklung des Prozesses über die Zeit Zusätzliche Kriterien im Einzelfall (z.B. Nachhaltigkeit, steuerliche Aspekte)

* Bemerkung: Diese Vorgaben können sowohl von der VE zur Wahl des externen Entscheidungsträgers, als auch von diesem für die Wahl der einzelnen Fondsprodukte verwendet werden.

Tabelle 24: Kriterien der Managerselektion

Anhang 11: Interview Nachfrageseite

Einleitung

Gegenstand der Masterthesis ist die Positionierung von SWX-kotierten Immobilienfonds (und in diese investierende Funds of Funds) auf dem Schweizer Pensionskassenmarkt.

Die untersuchten Produkte finden sich in der folgenden Tabelle.

I Untersuchte Fonds	II Lancierung	III Nutzungssektoren			IV Grösse **
		Wohnen	Kommerz	Gemischt	[Mio CHF]
CS Interswiss	1954		X		910
CS Siat	1956	X			1'361
IST Immo Optima Schweiz *	2003			X	185
Pensimo Immovit	1960	X			223
Swiss Re ImmoPLUS	1997		X		583
UBS Swissreal	1962		X		447
UBS Immoparts Schweiz *	1995			X	251

* Fund of Funds. Hier: Anlagegruppe einer AST, welche in kotierte Schweizer Immobilienfonds investiert.
** Fondsvermögen

Die Arbeit wird betreut von:
Dr. oec. Edouard Stucki, Watson Wyatt AG, Zürich
Helmuth Aberer, UBS Global Asset Management, Zürich

Situation: Indirekte Immobilienanlagen

Wie zutreffend finden Sie die folgenden Aussagen?

	wenig	*mittel*	*hoch*
Die Nachfrage der PK nach indirekten Immobilienanlagen wird stark zunehmen.			
Ausländische Anlageprodukte drängen dabei vermehrt auf den Schweizer Markt.			
Schweizer Fonds kommen dadurch zunehmend unter Konkurrenzdruck.			

Auswahlkriterien der Anlage

Grundlage

Wie einflussreich sind für Sie die folgenden Aspekte bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds)?

	wenig	*mittel*	*sehr*
Marktgerechter Ertrag			
Sorgfalt			
Diversifikation			
Definierte Produktwahlkriterien			
Weitere wesentliche Aspekte *			

* namentlich:

Werden die Produktwahlkriterien explizit vorgegeben?

Wer ist der Entscheidungsträger der Produktwahl?

Ihre Produktwahlkriterien

Welches sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Kriterien bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds)?

1.

2.

usw. 3. bis 10.

Rangfolge

Bestimmen Sie bitte die Rangfolge der untenstehenden 10 Kriterien nach ihrer Wesentlichkeit bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds).

Kriterium	*Rang (1-10)*
Bekanntheit des Fonds	
Grösse und Wachstum des Fonds	
Ausschüttungsquote	
Reporting	
Risiko (bezüglich der Entwicklung von Kurs und Dividende)	
Performance (im Vergleich zu einem Benchmark)	
Kosten und Managementgebühren (z.B. TERref)	
Strategie und Research	
Team	
Marke der Fondsleitung (z.B. UBS, Pensimo, usw.)	

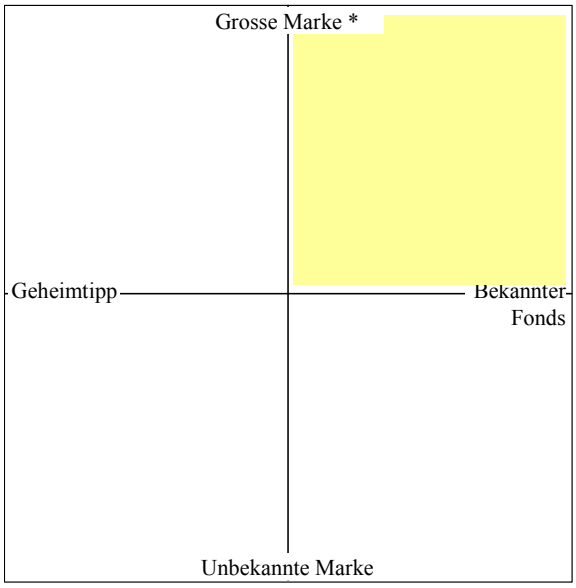
Die Positionierung der Fonds

Ihre Wahrnehmung

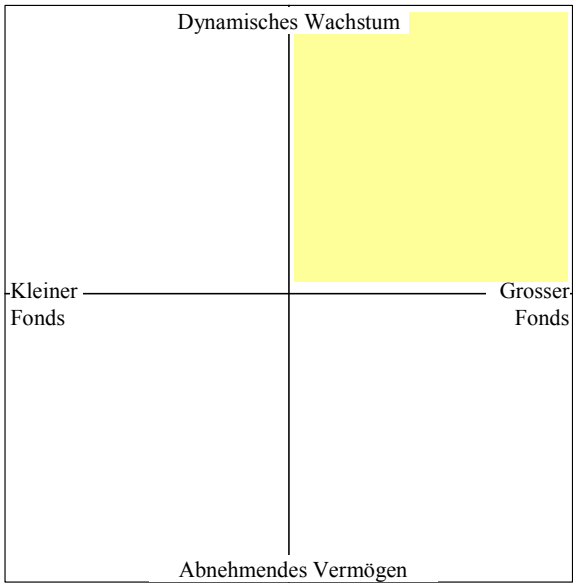
Bezeichnen Sie bitte die Position der SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds in den folgenden sieben Rastern aus Ihrer Sicht.

[Beispiel: Platzierungen nur zu Anschauungszwecken]

1. Bekanntheit

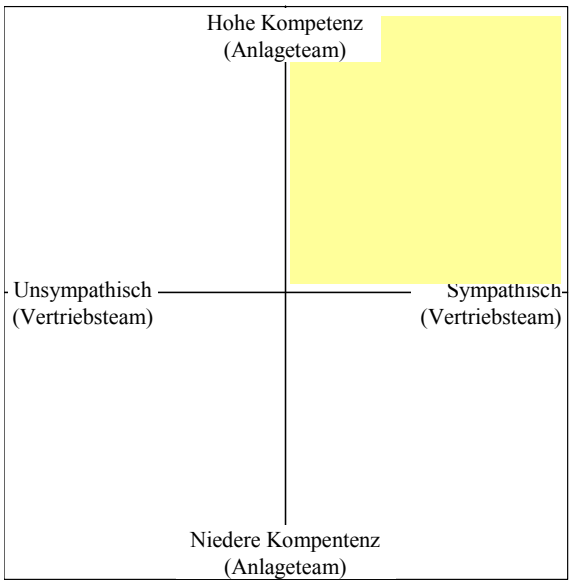


2. Fondsvermögen

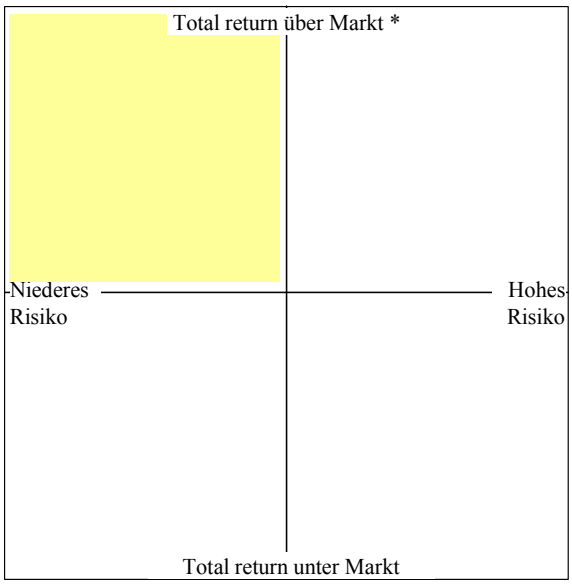


* Marke der Fondsleitung

3. Team

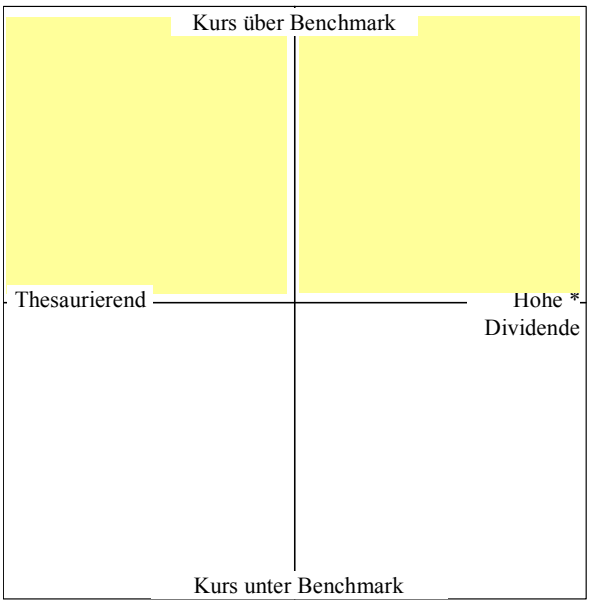


4. Performance / Risiko

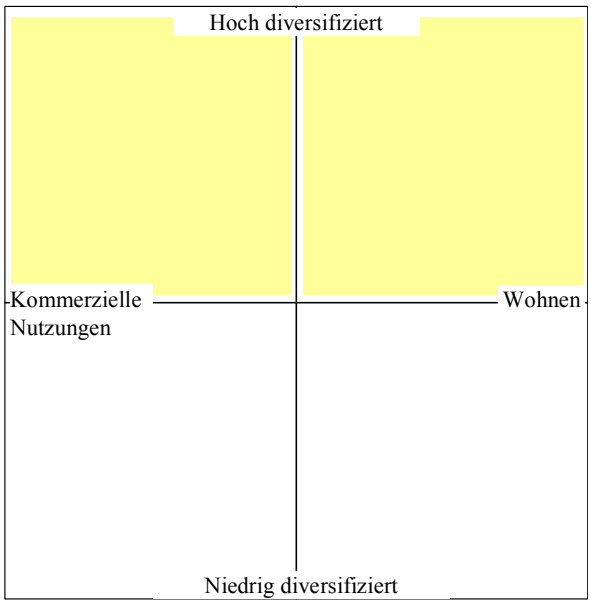


* Markt = Benchmark

5. Total Return

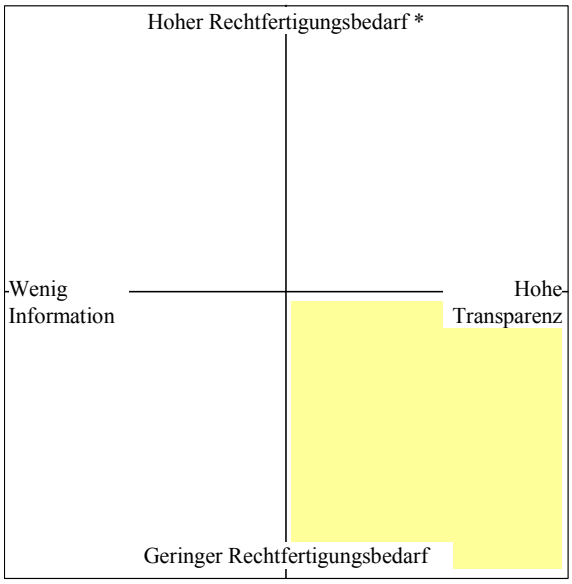


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:	
CS Interswiss	**1**
CS Siat	**2**
IST Immo Optima Schweiz	**3**
Pensimo Immovit	**4**
Swiss Re ImmoPLUS	**5**
UBS Swissreal	**6**
UBS Immoparts Schweiz	**7**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Zusatzinformationen

Vermögen

Wie gross ist das Vermögen Ihrer Pensionskasse?

Wieviel befindet sich in Immobilien (direkt und in-)?

Immobilienanlagen

Welcher Teil des Vermögens befindet sich in den folgenden Anlagekategorien?

	[%]	[Mio CHF]
Direkte Anlagen		
Hypotheken CH		
Hypotheken Ausland		
Immobilien CH		
Immobilien Ausland		
Indirekte Anlagen		
Hypotheken CH		
Hypotheken Ausland		
Immobilien CH		
Immobilien Ausland		
Total		

Anhang 12: Interview Angebotsseite

Einleitung

Gegenstand der Masterthesis ist die Positionierung von SWX-kotierten Immobilienfonds (und in diese investierende Funds of Funds) auf dem Schweizer Pensionskassenmarkt.

Die untersuchten Produkte finden sich in der folgenden Tabelle.

I Untersuchte Fonds	II Lancierung	III Nutzungssektoren			IV Grösse **
		Wohnen	Kommerz	Gemischt	[Mio CHF]
CS Interswiss	1954		X		910
CS Siat	1956	X			1'361
IST Immo Optima Schweiz *	2003			X	185
Pensimo Immovit	1960	X			223
Swiss Re ImmoPLUS	1997		X		583
UBS Swissreal	1962		X		447
UBS Immoparts Schweiz *	1995			X	251

* Fund of Funds. Hier: Anlagegruppe einer AST, welche in kotierte Schweizer Immobilienfonds investiert.
** Fondsvermögen

Die Arbeit wird betreut von:
Dr. oec. Edouard Stucki, Watson Wyatt AG, Zürich
Helmuth Aberer, UBS Global Asset Management, Zürich

Situation: Indirekte Immobilienanlagen

Wie zutreffend finden Sie die folgenden Aussagen?

	wenig	*mittel*	*hoch*
Die Nachfrage der PK nach indirekten Immobilien-anlagen wird stark zunehmen.			
Ausländische Anlageprodukte drängen dabei vermehrt auf den Schweizer Markt.			
Schweizer Fonds kommen dadurch zunehmend unter Konkurrenzdruck.			

Auswahlkriterien der Anlage

Grundlage

Wie einflussreich sind für die PK die folgenden Aspekte bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds)?

	wenig	*mittel*	*sehr*
Marktgerechter Ertrag			
Sorgfalt			
Diversifikation			
Definierte Produktwahlkriterien			
Weitere wesentliche Aspekte *			

* namentlich:

Werden die Produktwahlkriterien durch die PK explizit vorgegeben?

Produktwahlkriterien

Welches sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Kriterien der PK bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds)?

1.

2.

usw. 3. bis 10.

Rangfolge

Bestimmen Sie bitte die Rangfolge der untenstehenden 10 Kriterien nach ihrer Wesentlichkeit bei der Auswahl eines SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds (oder Fund of Funds) durch die PK.

Kriterium	*Rang (1-10)*
Bekanntheit des Fonds	
Grösse und Wachstum des Fonds	
Ausschüttungsquote	
Reporting	
Risiko (bezüglich Entwicklung von Kurs und Dividende)	
Performance (im Vergleich zu einem Benchmark)	
Kosten und Managementgebühren (z.B. TERref)	
Strategie und Research	
Team	
Marke der Fondsleitung (z.B. UBS, Pensimo, usw.)	

Die Positionierung der Fonds

Positionierungsnutzen

Welche Nutzen verwenden Sie zur Positionierung Ihres Produktes auf dem Pensionskassenmarkt?

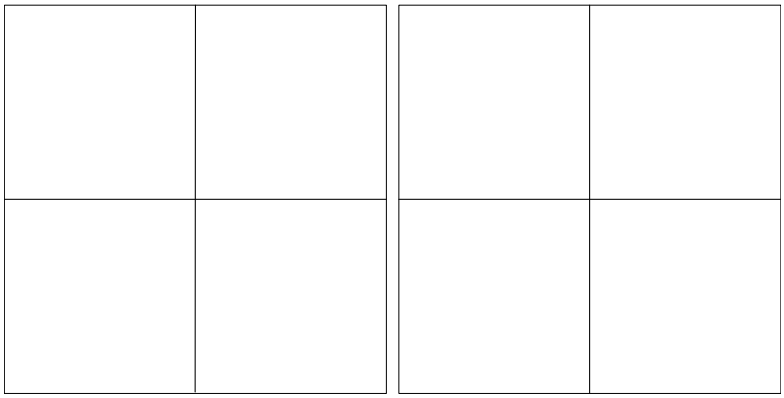
1.

2.

3.

4.

Wie sieht das entsprechende Positionierungsdiagramm aus (Produkte vgl. hinten)?

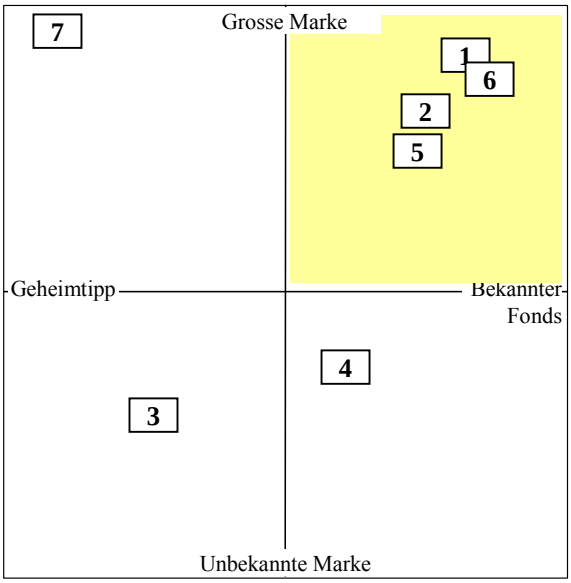


Ihre Wahrnehmung

Bezeichnen Sie bitte die Position der SWX-kotierten Schweizer Immobilienfonds in den folgenden sieben Rastern aus Ihrer Sicht.

Beispiel (Platzierungen nur zu Anschauungszwecken):

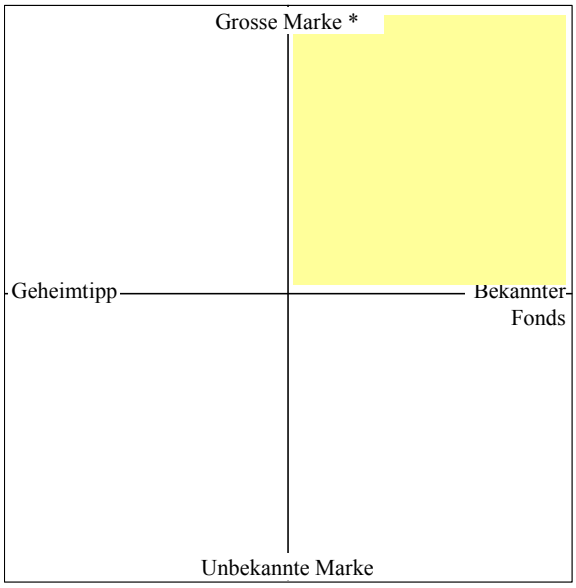
1. Bekanntheit



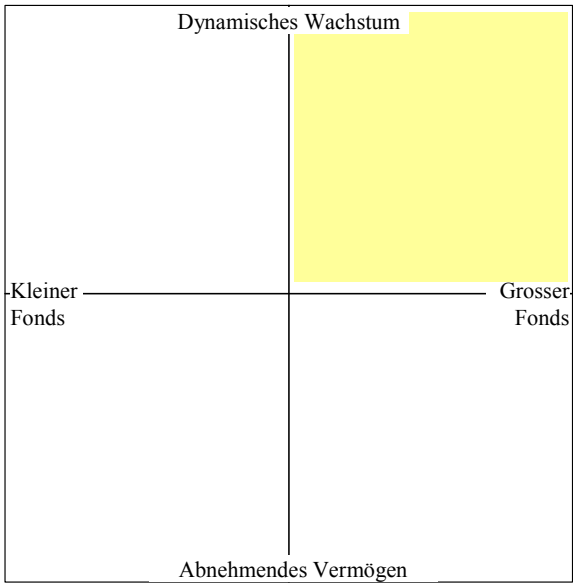
Legende:

CS Interswiss	**1**
CS Siat	**2**
IST Immo Optima Schweiz	**3**
Pensimo Immovit	**4**
Swiss Re ImmoPLUS	**5**
UBS Swissreal	**6**
UBS Immoparts Schweiz	**7**

1. Bekanntheit

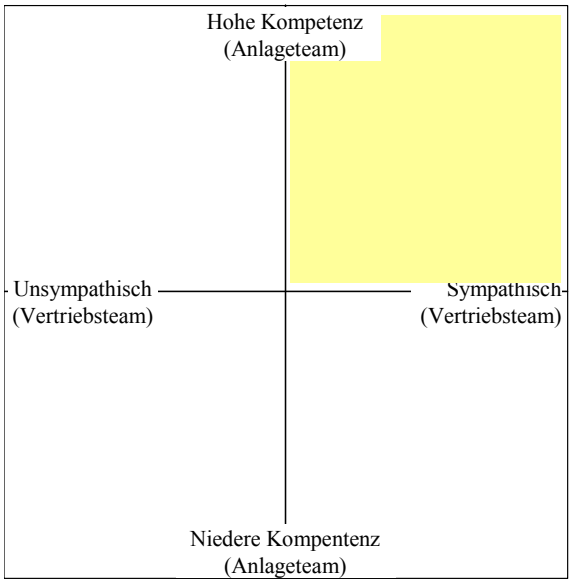


2. Fondsvermögen

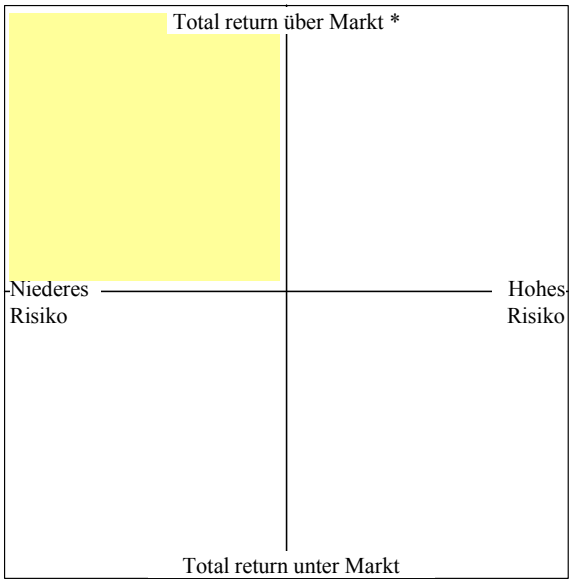


* Marke der Fondsleitung

3. Team

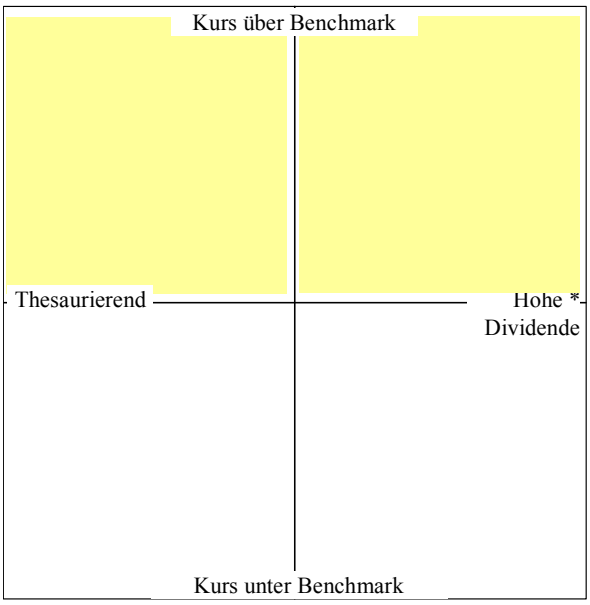


4. Performance / Risiko

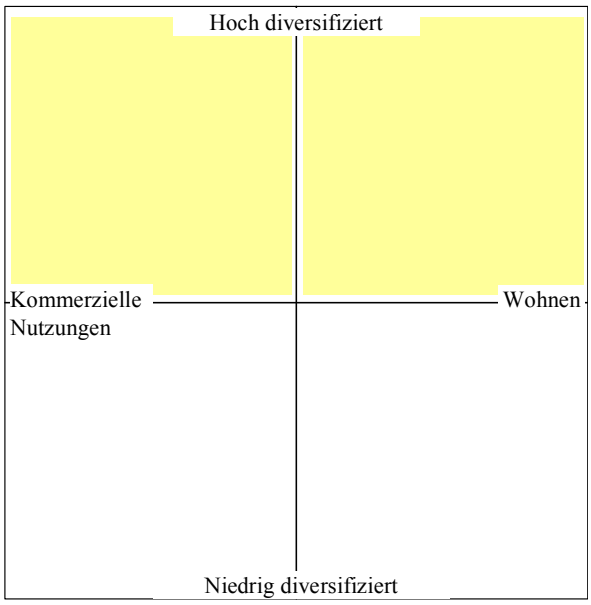


* Markt = Benchmark

5. Total Return

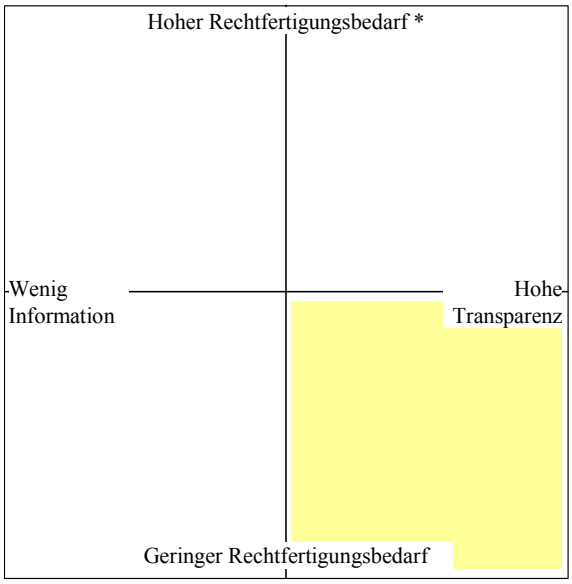


6. Fondsanlagen



* Dividendenrendite

7. Aufwand des Anlegers



Legende:	
CS Interswiss	**1**
CS Siat	**2**
IST Immo Optima Schweiz	**3**
Pensimo Immovit	**4**
Swiss Re ImmoPLUS	**5**
UBS Swissreal	**6**
UBS Immoparts Schweiz	**7**

* des Anlegers bei der Wahl dieses Produktes

Marktsegmentierung

Bewerten Sie bitte die Nützlichkeit der folgenden Trennvariablen bei der Segmentierung des Pensionskassenmarktes.

Kriterium	*wenig*	*mittel*	*sehr*
Grössenklasse der Vorsorgeeinrichtung			
Bestehende Kapitalanlagen der Vorsorgeeinrichtung			
Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung			
Altersstruktur der Destinatäre			
Entscheidungsträger (intern / extern usw.)			
Rechtsform der Vorsorgeeinrichtung			
Verwaltungsform der Vorsorgeeinrichtung			

Welche Trennvariablen wenden Sie an, um den Pensionskassenmarkt zu segmentieren?

1.

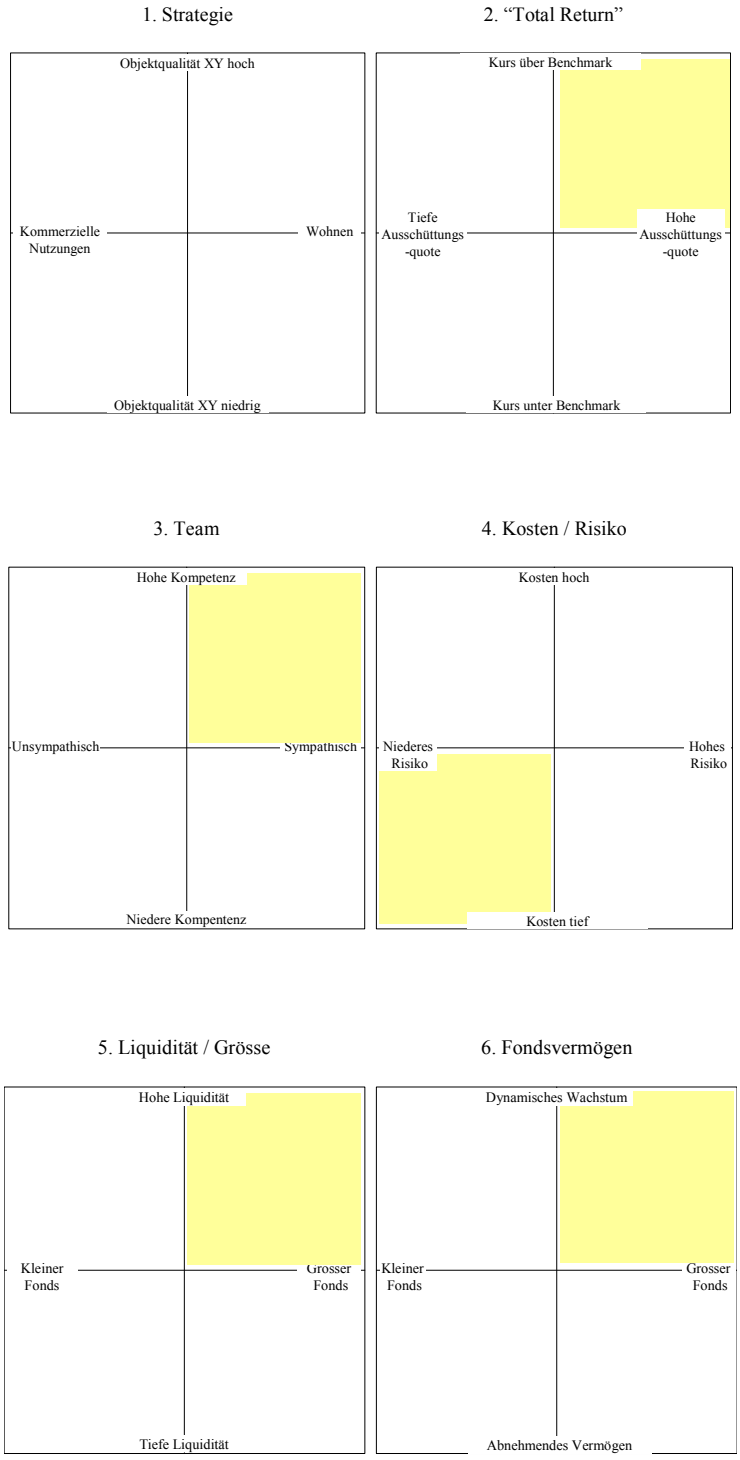
2.

3.

4.

5.

Anhang 13: Mögliche Positionierungsraster nach den Interviews



Bemerkung: Das Kriterium Qualität des Research wird dabei durch Raster 3. Team erfasst, während Reporting kaum von aussen/ex ante beurteilt werden kann.

Abbildung 28: Mögliche Positionierungsraster nach den Aussagen der VE

Literaturverzeichnis

Aeberli, Urs et al.: Wie manage ich eine Pensionskasse? Schweizer Versicherung/SHZ, Zürich, 1996.

Binderheim, Stefan Jürgen: Neue Strategien im Anlagefondsvertrieb. Diss., Zürich, 1999.

Botschaft zum Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz) vom 23. September 2005. In Bundesblatt Nr. 43, 1. November 2005.

Büchi, Pierre-Alain et al.: Nachhaltiges Risiko-Management für Pensionskassen. Ein Leitfaden für Stiftungsräte. Zürich, 2005.

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Pensionskassenstatistik 2002. Die berufliche Vorsorge in der Schweiz. Neuenburg, 2004. **(**Zitiert: BfS I).

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Pensionskassenstatistik. Die berufliche Vorsorge in der Schweiz. Neuenburg, 2006. (Noch nicht erschienen; ausgewählte Daten der Jahre 1994-2004 auf Anfrage des Autors). **(**Zitiert: BfS II).

Bundesamt für Statistik (Hrsg.): Eidgenössische Volkszählung, Gebäude, Wohnungen und Wohnverhältnisse. Neuenburg, 2004. **(**Zitiert: BfS III).

Credit Suisse, Economic Research (Hrsg.): Swiss Issues Immobilien, Fakten und Trends 2006. Zürich, 2006. **(**Zitiert: CS).

Den Otter, Matthäus: Selbstregulierung bei Immobilienfonds: Mehr Sicherheit und Transparenz. In: B2B, Schweizer Magazin für kollektive Kapitalanlagen. 03/2006, S.22-27.

Frauenlob, Thomas: Anlagephilosophien von Schweizer Pensionskassen. Diss., Zürich, 1998.

Geltner, David M. / Miller, Norman G.: Commercial Real Estate Analysis and Investments. Mason, 2001.

Gesetzesquellen: zitiert nach der amtlichen Sammlung auf www.admin.ch (Stand Mai 2006).

Immobilien Business: Mehrere Ausgaben 2006.

KGAST (Hrsg.): Anlagestiftungen: Qualität und Sicherheit für Ihre Vorsorgegelder. Performance-Vergleich 31. März 2006. Zürich, 2006.

Kotler, Philip / Bliemel, Friedhelm: Marketing-Management, Analyse, Planung und Verwirklichung. 10. überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart, 2001.

Loepfe, Andreas: Best Owner Prinzip. www.curem.ch/pdfs/Best-Owner-Prinzip.pdf, 2004, Abfrage 12.07.2006.

Porter, Michael E.: Wettbewerbsstrategie. 6. Auflage, New York / Frankfurt a.M., 1990.

PricewaterhouseCoopers (Hrsg.): Das schweizerische Anlagefondswesen. 3. Auflage, Zürich, 2005.

Schaffner, Urs: Führung von Pensionskassen. Ein Ratgeber für Stiftungsräte. Zürich, 2005.

Schärer, Christian: Immobilienanlagen schweizerischer Pensionskassen: analytische Untersuchungen zur Anlagestrategie im Immobilienbereich. Diss., Zürich, 1997.

Swisscanto (Hrsg.): Schweizer Pensionskassen 2005. Ergebnisse der Umfrage, Daten, Analysen und Beiträge von [...]. Zürich, 2005.

Swiss Re (Hrsg.): Monitoring. Indirekte Immobilienanlagen Schweiz. 2005/2. Zürich, 2005.

UBS (Hrsg.): Immobilien. Anlageuniversum [...], Bewertung [...], Anlagepolitik [...]. UBS research focus. Zürich, April 2005. **(**Zitiert: UBS I).

UBS (Hrsg.): Immo Update. Zürich, November 2004, Mai 2005, November 2005. **(**Zitiert: UBS II).

Watson Wyatt (Hrsg.): Structured Alpha. A practical application for institutional funds. London, 1999. (Zitiert: Watson Wyatt I).

Watson Wyatt (Hrsg.): Manager Research und Selektion. Auswahl von Vermögensverwaltern. Zürich, 2004. (Zitiert: Watson Wyatt II).

Wüest & Partner (Hrsg.): Immo-Monitoring. 2006/3. Analysen & Prognosen. Fokus Geschäftsflächenmarkt. Zürich, 2006.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Materthesis

Die Positionierung von Immobilien-Anlageprodukten auf institutionellen Märkten

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Zürich, den 31.07.2006

(end)