



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit
zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

**Neue Horizonte: Pensionskassen und der Weg zur
Immobilieninvestition im Ausland**

Verfasserin:	Irene Lo Iacono irene_lo_iacono@hotmail.com
Eingereicht bei:	Prof. Dr. Pascal Gantenbein, MRICS
Abgabedatum:	29.08.2016

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Executive Summary	VIII
1 Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage & Fragestellung	1
1.2 Methodisches Vorgehen & Eingrenzung	2
1.3 Aufbau der Arbeit	2
2 Grundlagen	3
2.1 Literatur & Forschungsstand.....	3
2.2 Pensionskassen als institutionelle Investoren in der Schweiz.....	4
2.2.1 Aufgaben & Struktur von Pensionskassen.....	5
2.2.2 Marktsituation & aktuelle Entwicklungen	7
2.2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen	10
2.2.4 International Real Estate als Asset Class für Pensionskassen	11
2.3 Vorteile & Risiken einer internationalen Immobilienanlagestrategie	13
2.3.1 Vorteile von Immobilieninvestitionen im Ausland.....	13
2.3.2 Der Home Bias bei Pensionskassen.....	16
2.3.3 Risiken & Hürden von Immobilieninvestitionen im Ausland	19
3 Methodik.....	23
3.1 Experteninterviews	23
3.2 Clusterbildung.....	26
3.3 Leitfragen & Hypothesen.....	27
4 Auswertung der Experteninterviews	29
4.1 Asset Allokation von Immobilieninvestitionen im Ausland.....	30
4.2 Best Practice bei der Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland ..	35
4.3 Hindernisse bei Immobilieninvestitionen im Ausland.....	42
4.4 Motive & Erwartungen bei Immobilieninvestitionen im Ausland	45
4.5 Einschätzung des Potentials von Immobilieninvestitionen im Ausland	48
4.6 Konzepte für die Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland.....	50
4.7 Ergebnisse & Empfehlungen	52

5	Schlussbetrachtung.....	55
5.1	Fazit.....	55
5.2	Diskussion.....	56
5.3	Ausblick.....	57
	Literaturverzeichnis	59
	Anhang.....	64

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AHV	Alters- und Hinterlassenenversicherung
ANREV	Asian Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
ASIP	Schweizerischer Pensionskassenverband
ASGA PK	ASGA Pensionskasse
ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen
BAFU	Schweizer Bundesamt für Umwelt
BFS	Schweizer Bundesamt für Statistik
BLVK	Bernische Lehrerversicherungskasse
bps	Basispunkt
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BBV 1	Verordnung über die Aufsicht in der beruflichen Vorsorge
BBV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
DCF	Discounted Cash Flow
DD	Due Diligence
EK	Eigenkapital
EZB	Europäische Zentralbank
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FK	Fremdkapital
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
IPD	Investment Property Databank
IV	Invalidenversicherung
KAG	Kollektivanlagengesetz
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
MPK	Migros-Pensionskasse
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NAV	Net Asset Value
PK	Pensionskasse

PKBS	Pensionskasse Basel-Stadt
PK CS	Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz)
PK H. -La Roche	Pensionskasse der F. Hoffmann-La Roche AG
PK Manor	Pensionskasse Manor
PK Nat. Suisse	Pensionskasse Nationale Suisse
PK Post	Pensionskasse Post
PK SBB	Pensionskasse der Schweizerischen Bundesbahnen
PK Swiss Re	Pensionskasse Swiss Re
PKZH	Pensionskasse Stadt Zürich
PUBLICA	Pensionskasse des Bundes PUBLICA
PVK	Personalvorsorgekasse der Stadt Bern
REIT	Real Estate Investment Trust
RE	Real Estate
SNB	Schweizerische Nationalbank
SR	Stiftungsrat
TER	Total Expense Ratio

Ansonsten gelten die gebräuchlichen Abkürzungen gemäss Duden.

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Anlageklassen 2014 –2015	9
Abbildung 2: Zusammensetzung der Cluster und Überblick der Anlagevermögen	26
Abbildung 3: Anteil der Anlagen im In- und Ausland am Anlagevermögen	31
Abbildung 4: Vergleich Anteil Immobilienvermögen & Anlagevermögen	31
Abbildung 5: Vergleich Immobilienvermögen & Anlagevermögen	32
Abbildung 6: Vergleich Immobilienvermögen Ausland & Anlagevermögen	33
Abbildung 7: Vergleich Anteil Immobilienvermögen Ausland & Anlagevermögen	33
Abbildung 8: Vergl. Anteil Immobilienvermögen Ausland & Immobilienvermögen ...	34
Abbildung 9: Verteilung der Auslandsimmobilienanlagen	37
Abbildung 10: Verteilung der Auslandsimmobilienanlagen nach Anlagevolumen	38
Abbildung 11: Hindernisse bei Investitionen im Ausland	43
Abbildung 12: Motive für Investitionen im Ausland	46
Abbildung 13: Geplante Veränderung der Immobilienquote Ausland	48
Abbildung 14: Potential der Auslandsimmobilienanlagen	49
Abbildung 15: Umsetzungsformen von zukünftigen Investitionen im Ausland	51
Abbildung 16: Kriterien bei der Auswahl eines neuen Produkts	52

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Vier-Quadranten-Modell der Immobilien.....	12
Tabelle 2: Korrelationsmatrix 2001 bis 2013	15
Tabelle 3: Relative Allokation von institutionellen Investoren in Immobilien	18

Executive Summary

Schweizer Pensionskassen stehen aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und des demografischen Wandels vor grossen Herausforderungen. Für eine Optimierung ihrer Anlagestruktur können Immobilieninvestitionen im Ausland attraktive Opportunitäten bieten. Vor diesem Hintergrund untersucht die Arbeit das derzeitige Anlageverhalten Schweizer Pensionskassen in Bezug auf Auslandsimmobilien und setzt dabei den Schwerpunkt auf *Best Practice*. Die Studie weist einerseits auf strukturelle und organisatorische Probleme innerhalb der Pensionskassen hin. Sie leitet andererseits Handlungsempfehlungen ab, die zur Erleichterung der Prozesse und zu einer optimierten Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland beitragen können. Experteninterviews mit Pensionskassenmanagern stellten die Grundlage der Untersuchung dar. Befragt wurden 14 Pensionskassen aus der Deutschschweiz mit einem Anlagevolumen von mindestens CHF 1 Mrd. Die Auslandsimmobilienquote der Stichprobe beträgt durchschnittlich nur 2,5% und bestätigt damit, dass Auslandsimmobilien bei Schweizer Pensionskassen immer noch nicht im Anlagefokus stehen. Die Umsetzung der Auslandsinvestitionen erfolgte bevorzugt über REITs sowie direktinvestierende Anlagestiftungen. Mit steigender Erfahrung stieg auch die Bereitschaft, in innovativere, risikoreichere Vehikel zu investieren. Die Untersuchung deckte das zentrale Ergebnis auf, dass bei Pensionskassen oft interne Kompetenzen für die Auswahl von Investitionsvehikeln fehlen. Auch beim Thema Informationsbeschaffung und internationaler Vernetzung konnten Defizite festgestellt werden. Die daraus resultierende Distanzierung vom Markt erschwert es, Investitionschancen frühzeitig zu erkennen und optimal zu nutzen. Stattdessen setzen die PKs auf konservative Anlageprodukte wie Anlagestiftungen. Innovativere Investitionsformen, die mit mehr Risiko – aber auch mehr Diversifikations- und Renditepotential verbunden sind, werden selten in Erwägung gezogen. Auch wenn keine Korrelation zwischen dem Anlagevermögen und der Investitionstätigkeit im Ausland festgestellt werden konnte, stellt die Fragmentierung der Schweizer Vorsorgelandschaft ein grundlegendes Problem dar. Um die Effizienz des Schweizer Pensionskassenwesens in Bezug auf ausländische Investitionen zu erhöhen, erscheint daher ein vertiefter Informationsaustausch, eine Professionalisierung und letztlich auch eine Konsolidierung der Vorsorgeeinrichtungen unumgänglich.

1 Einleitung

1.1 Ausgangslage & Fragestellung

Das System der beruflichen Vorsorge in der Schweiz befindet sich derzeit in einem tiefgreifenden Wandel. Die steigende Lebenserwartung und das schwierige Finanzmarktumfeld stellen die Finanzierung der Schweizer Pensionskassen vor grosse Herausforderungen. Bei sinkenden Zinsen müssen die Leistungsansprüche einer stetig steigenden Zahl von Versicherten gedeckt werden.

Als Reaktion auf die Herausforderung des Niedrigzinsumfelds ist derzeit eine Verschiebung der Anlagestruktur bei Pensionskassen zu beobachten.¹ Die Allokation in Schweizer Obligationen und liquide Mittel wird zugunsten von ausländischen Aktien und alternativen Anlagen reduziert – Anlagekategorien von denen derzeit die höchsten Renditen erwartet werden und die zur Diversifikation des Portfolios beitragen. Insbesondere der Immobilienbereich konnte von dieser Entwicklung profitieren. Direkte und indirekte Immobilienanlagen machen inzwischen bis zu 30% des Investitionsvolumens einzelner PKs aus. Gleichzeitig liegt die Allokation in Auslandsimmobilien im Schweizer Durchschnitt unterhalb von 2%. Seit Jahren wird erwartet, dass PKs ihre Auslandsimmobilienquote erhöhen – besonders nachdem die Strukturreform in der beruflichen Vorsorge im Jahr 2009 die erlaubte Quote für Investitionen in Auslandsimmobilien heraufgesetzt hat. Allerdings bleibt das Wachstum in dieser Anlageklasse deutlich hinter den Erwartungen zurück.

Ziel der vorliegenden Arbeit ist es daher, Gründe für die relative Zurückhaltung von Schweizer Pensionskassen bei Auslandsinvestitionen in Immobilien zu analysieren und aufzuzeigen, welche Umsetzungsmöglichkeiten sich bisher im Sinne einer *Best Practice* bewährt haben. Beginnend mit der internen Organisation der PKs zeichnet die Forschungsarbeit den Weg der Umsetzung von der Informationsbeschaffung über die Auswahl geeigneter Investitionsvehikel bis zur tatsächlichen Investition nach.

In diesem Zusammenhang soll ermittelt werden, welche Asset-Allokation sich in Bezug auf Auslandsinvestitionen bei PKs bestimmter Grösse bewährt hat, welche Hindernisse einer Immobilieninvestition im Ausland entgegenstehen, welche Bedürfnisse und Erwartungen PKs mit der Auslandsinvestition verbinden, welches Potential die

¹ Vgl. Swisscanto Vorsorge AG 2016, S. 30

Immobilieninvestition im Ausland für Schweizer PKs hat und welche Konzepte für zukünftige Auslandsinvestitionen in Frage kommen.

1.2 Methodisches Vorgehen & Eingrenzung

Anhand von vierzehn Experteninterviews mit Vertretern verschiedener Pensionskassen und zwei Gesprächen mit Auslandsimmobilienspezialisten soll einerseits die aktuell angewandte *Best Practice* und die Erfahrungen mit Immobilieninvestitionen im Ausland analysiert werden, andererseits sollen neue Wege der Umsetzung für Pensionskassen aus den Gesprächen abgeleitet und untersucht werden sowie die aktuellen Grenzen der Umsetzung aufgezeigt werden. Die befragten Pensionskassen werden für die Auswertung verschiedenen Clustern zugeordnet, die sich in Bezug auf Erfahrung mit Auslandsinvestitionen unterscheiden. Die genaue Beschreibung des Vorgehens erfolgt in Kapitel 3.

Die Arbeit untersucht das Investitionsverhalten von Pensionskassen aus der deutschsprachigen Schweiz mit einem minimalen Anlagevolumen von CHF 1.0 Mrd., deren immobilienbezogene Anlagen mindestens 5% ihrer gesamten Vermögensanlagen ausmachen. Dadurch soll sichergestellt werden, dass die untersuchten PKs über ein möglichst hohes Mass an Professionalität und gleichzeitig über eine gewisse Erfahrung im Immobilienbereich verfügen. Eine Vorauswahl entsprechender Pensionskassen erfolgte über die Auswertung zahlreicher Geschäftsberichte. Um eine bessere Vergleichbarkeit zu gewährleisten, wurde darauf verzichtet, andere institutionelle Investoren, wie z.B. Versicherungen, zu befragen, da diese restriktiveren Voraussetzungen durch die FINMA unterliegen.

1.3 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit ist in fünf Kapitel gegliedert. Im Anschluss an die Einleitung werden zunächst die Grundlagen und Rahmenbedingungen für Auslandsinvestitionen von Schweizer PKs geklärt. Eine wichtige Rolle spielt dabei die Bewertung von Chancen und Risiken der Anlageklasse International Real Estate. Im dritten Kapitel werden die Methodik, die Auswahl der Datenbasis für die Experteninterviews und die Bildung der Auswertungscluster beschrieben. Anschliessend werden die Hypothesen sowie die Strukturierung und der Inhalt der Leitfragen des Experteninterviews erläutert. Im vierten Kapitel erfolgt die detaillierte Auswertung der Interviews, die Präsentation der Ergebnisse sowie deren Interpretation. Den Abschluss der Arbeit bilden eine

zusammenfassende Interpretation der Ergebnisse und die entsprechenden Schlussfolgerungen sowie darauf aufbauende Empfehlungen und ein Ausblick auf Aspekte der Fragestellung, die für weitere Analysen berücksichtigt werden könnten.

2 Grundlagen

2.1 Literatur & Forschungsstand

Schwerpunkt dieser Arbeit ist die Ermittlung einer *Best Practice* bei Auslandsinvestitionen durch Schweizer Pensionskassen. Dabei konnte auf zahlreiche Forschungsarbeiten zurückgegriffen werden, die einzelne Aspekte dieser Fragestellung beleuchten.

Indem er zeigen konnte, dass sich die Erweiterung des Investitionsspektrums auf ausländische Aktien positiv auf das Rendite-Risiko Profil auswirken kann, rückte Solnik das Thema der internationalen Diversifikation erstmals in den Fokus.² Verschiedene Autoren untersuchten seither die internationale Diversifikation auch bei anderen Anlageklassen.³ Von Interesse für die Fragestellung dieser Arbeit waren die Analysen regionaler und sektorenabhängiger Diversifikationseffekte innerhalb von Immobilienportfolios⁴ sowie der Vorteile der Ergänzung eines gemischten Portfolios mit direkten Immobilieninvestitionen.⁵ Hamelink und Hoesli beschäftigten sich mit kotierten Immobilienaktien und kamen zu dem Schluss, dass geografische Faktoren den grössten Einfluss auf die Volatilität von Renditen internationaler Immobilienaktien haben.⁶ In einer weiteren Studie wurden Determinanten analysiert, die sich auf die Attraktivität verschiedener Länder für Investitionen in kommerzielle Immobilien auswirken.⁷

Über den Home Bias Effekt, die Tendenz bei Investoren, bevorzugt im Inland zu investieren, gibt es ebenfalls eine Reihe von Untersuchungen. Dieser wurde erstmals durch French und Poterba sowie Tesar und Werner beschrieben.⁸ Imazeki und Gallimore untersuchten den Home Bias anhand einer Auswertung von Immobilienfonds.⁹

² Vgl. Solnik 1974, S. 48-54

³ Vgl. Coeurdacier/Guibaud 2009, S. 289-308; Gantenbein 2010, S. 69-78; French/Poterba 1991, S. 222-226

⁴ Vgl. De Wit 2009, S. 433-457

⁵ Vgl. Hoesli/Lekander/Witkiewicz 2003, S. 53-59

⁶ Vgl. Hamelink/Hoesli 2004, S. 437-462

⁷ Vgl. Lieser/Groh 2011, S. 1-53

⁸ Vgl. French/Poterba 1991, S. 222-226; Tesar/Werner 1995, S. 467-492

⁹ Vgl. Imazeki/Gallimore 2009, S. 367-389

Eichholtz, Koedijk und Schweitzer befassten sich mit der Kostenseite von Auslandsinvestitionen als möglichen Grund für den Home Bias.¹⁰

Bezüglich des Marktumfelds für institutionelle Investoren in der Schweiz im Allgemeinen und für Schweizer Pensionskassen im Besonderen liegen empirische Studien vor, die teilweise jährlich aktualisiert werden.¹¹ Studien über das Anlageverhalten internationaler Investoren in Bezug auf Immobilien werden regelmässig von globalen Institutionen, wie z.B. INREV, herausgebracht.¹² Eine umfassende Auseinandersetzung mit indirekten Immobilieninvestitionen wurde von Davidson vorgelegt.¹³ Vor- und Nachteile von internationaler Diversifizierung sowie das Potential von internationalen Immobilieninvestitionen für Schweizer Pensionskassen wurden ebenfalls bereits analysiert.¹⁴ Neben diesen grundlegenden und eher allgemein gefassten Beiträgen fehlt bislang eine Einzelbetrachtung mit Fokus auf die Anlagepraxis Schweizer Pensionskassen im Ausland. Insofern wird von der folgenden Arbeit aufgezeigt, welche tatsächlichen Umsetzungsmöglichkeiten zur Verfügung stehen und welchen Schwierigkeiten und Hindernissen Schweizer Pensionskassen auf dem Weg zur Auslandsinvestition begegnen.

2.2 Pensionskassen als institutionelle Investoren in der Schweiz

Die Pensionskassen zählen zu den bedeutendsten institutionellen Investoren der Schweiz. In den letzten Jahren ist die Anzahl an Vorsorgeeinrichtungen stetig gesunken, da sich immer mehr, vor allem kleine Pensionskassen zu Sammel- oder Gemeinschaftseinrichtungen zusammengeschlossen haben. Gab es 2006 noch 2'669 Vorsorgeeinrichtungen, waren es Ende 2014 nur noch 1'866.¹⁵ Gleichzeitig nahm der Wert des verwalteten Vermögens und die Anzahl Aktive und Rentenbezüger von 2002 bis 2012 zwischen 2% und 4% pro Jahr zu. Der Strukturwandel im Pensionskassenwesen dürfte weiterhin anhalten.¹⁶ Zurückzuführen ist die Konsolidierung der Vorsorgeeinrichtungen auf verschiedene Gründe: Einerseits stehen PKs vor demografischen Herausforderungen wie dem Bevölkerungswachstum und vor allem der

¹⁰ Vgl. Eichholtz/Koedijk/Schweitzer 2001, S. 349-366

¹¹ Vgl. Swisscanto Vorsorge AG 2016; Trübestein 2015, S. 103-225

¹² Vgl. INREV 2016

¹³ Vgl. Davidson 2014, S. 1-264

¹⁴ Vgl. Davidson 2011, S. 215-230

¹⁵ Vgl. Bundesamt für Statistik 2016, Pensionskassenstatistik

¹⁶ Vgl. Credit Suisse AG 2014, S. 5

steigenden Lebenserwartung. Andererseits stehen die PKs durch die derzeitige Finanzmarktsituation, vor allem durch das Tiefzinsumfeld, unter Druck. Nicht zuletzt spielen auch Kostenvorteile eine Rolle, die eine höhere Anzahl an Versicherten mit sich bringt.¹⁷

Um aktuelle und zukünftige Leistungsansprüche decken zu können, sind Pensionskassen auf Wertbeständigkeit und Sicherheit ihrer Anlagen angewiesen. Ihre Investitionsstrategie ist daher konservativ und risikoarm und verfolgt langfristige und stabile Renditen. Die vom Bundesrat festgelegte gesetzliche Mindestverzinsung gemäss BVG beträgt – nach mehrfacher Senkung – seit 1. Januar 2016 1,25 %.

Per Ende 2014 betrug der Gesamtwert der Aktiven (Bilanzwert) der Pensionskassen privaten und öffentlichen Rechts gesamthaft rund CHF 777 Mrd. bei einer Anzahl aktiv Versicherter von 4 Mio. Das Volumen der laufenden Renten betrug CHF 26.68 Mrd. pro Jahr bei einer Anzahl von 1.07 Mio. Rentenbezügern. 2012 belief sich die Bilanzsumme bei drei Vierteln aller Pensionskassen auf zwischen CHF 3 Mio. und 300 Mio.¹⁸

2.2.1 Aufgaben & Struktur von Pensionskassen

Pensionskassen gehören neben Versicherungen und autonomen Sammeleinrichtungen zum System der beruflichen Vorsorge, das seit 1985 als 2. Säule des Schweizer Vorsorgesystems gesetzlich verankert ist.

Das schweizerische Vorsorgesystem umfasst drei verschiedene Vorsorgebereiche, die sich nach ihrer Finanzierung unterscheiden und als "Säulen" bezeichnet werden. Die obligatorische staatliche Vorsorge (1. Säule) hat die Aufgabe, den Existenzbedarf zu decken und wird im Umlageverfahren aus AHV/IV Beiträgen von allen Schweizer Arbeitnehmenden und Arbeitgebern finanziert. Mit der beruflichen Vorsorge (2. Säule) soll zusammen mit der ersten Säule die Fortsetzung des bisherigen Lebensstandards gesichert werden. Dabei wird auf ein Renteneinkommen gezielt, das rund 60% des letzten Lohns entspricht. Diese zukünftigen Leistungen werden über ein Kapitaldeckungsverfahren finanziert. Es handelt sich bei der Finanzierung der beruflichen Vorsorge um einen individuellen Sparvorgang. Monatlich werden sowohl vom Arbeitgeber als auch vom Arbeitnehmer Beiträge in Vorsorgeeinrichtungen einbezahlt. Diese investieren das eingezahlte Kapital wiederum in diverse Anlagevehikel.

¹⁷ Vgl. Döhnert 2015, S. 52

¹⁸ Vgl. Döhnert 2015, S. 54

Die private Vorsorge (3. Säule) dient dazu, bestehende Vorsorgelücken unter Berücksichtigung des tatsächlichen Bedarfs zu schliessen und individuelle Bedürfnisse zu decken. Die Finanzierung erfolgt auf freiwilliger Basis über das Kapitaldeckungsverfahren.¹⁹

Die Anlage des Vorsorgevermögens unterliegt verschiedenen Gesetzen und Vorschriften. Die gesetzliche Grundlage bildet in erster Linie das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) und die dazugehörige Verordnung (BVV2) des Bundesamtes für Sozialversicherungen (BSV). Darüber hinaus besitzt jede Pensionskasse ein internes Reglement in dem weitere Verhaltens- und Anlagerichtlinien festgehalten sind.

Laut BVG müssen „Vorsorgeeinrichtungen [...] die Rechtsform einer Stiftung haben oder eine Einrichtung des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit sein.“²⁰ Auch wenn die Pensionskassen durch die gesetzliche Verpflichtung zur Leistung von Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträgen mit den Unternehmen verbunden sind, sind „Die Vorsorgeeinrichtungen [...] in der Gestaltung ihrer Leistungen, in deren Finanzierung und in ihrer Organisation frei.“²¹

Im Folgenden soll das Organisationsprinzip einer typischen Schweizer Pensionskasse kurz erläutert werden.²² Das oberste Organ von Pensionskassen ist der Stiftungsrat, der sich meist paritätisch aus Arbeitnehmer- und Arbeitgebervertretern zusammensetzt und die Gesamtleitung der Vorsorgeeinrichtung wahrnimmt. Unter anderem nimmt der SR folgende unübertragbaren und unentziehbaren Aufgaben wahr²³: Erlass und Änderung von Reglementen, Festlegung der Organisation, Festlegung der Ziele und der Grundsätze der Vermögensverwaltung sowie der Durchführung und Überwachung des Anlageprozesses. Die Ausarbeitung, Implementierung sowie die regelmässige Überprüfung der Anlagestrategie, die vom SR genehmigt werden muss, erfolgt durch den Anlageausschuss, der ebenfalls paritätisch zusammengesetzt ist. Zudem gibt es einen Prüfungsausschuss, der den SR bei seinen finanziellen Leitungsaufgaben und ökonomisch relevanten Beschlüssen unterstützt. Er überprüft auch, ob die Vorschriften für die Rechnungslegung eingehalten werden. Eine Revisionsstelle wird jährlich mit der Prüfung des Rechnungswesens und der Vermögensanlage beauftragt. Der Bericht wird

¹⁹ Vgl. Döhnert 2015, S. 51

²⁰ Vgl. Art. 48 Abs. 2 BVG

²¹ Vgl. Art. 49 BVG

²² Vgl. Anhang 1: Organigramm der PK Post

²³ Vgl. Art. 51a Abs. 2 BVG

im Geschäftsbericht der Pensionskasse publiziert. Ein externer Experte verifiziert periodisch, ob die Leistungsverpflichtungen erfüllt werden können und ob die Finanzierung der Leistungen den gesetzlichen und reglementarischen Bestimmungen entspricht.²⁴ Vorsorgeeinrichtungen werden auf kantonaler Ebene zudem durch BVG-Aufsichtsbehörden überwacht.

In den Reglementen der Pensionskassen werden die Anlageziele und die Vermögensverwaltungsstrategie mehrerer Jahre festgelegt sowie besondere Voraussetzungen der Vermögensverwaltung festgehalten. Die Reglemente werden vom SR verabschiedet und können, meist auf Empfehlung der Anlagekommission, von den Pensionskassen im Rahmen der gesetzlichen Vorgaben geändert werden.

2.2.2 Marktsituation & aktuelle Entwicklungen

Mit der Aufgabe des Franken-Mindestkurses im Januar 2015 und der Einführung von Negativzinsen durch die Schweizerische Nationalbank wurden institutionelle Investoren im letzten Jahr vor neue Herausforderungen gestellt.²⁵ Im März 2016 bestätigte zudem die EZB ihre expansive Geldpolitik (Leitzins bei 0%) für die Eurozone. Der SNB sind somit geldpolitisch die Hände gebunden und sie wird die Zinsen mit grosser Wahrscheinlichkeit nicht erhöhen, um eine erneute Aufwertung des Frankens zu verhindern.²⁶

Die Renditen für zehnjährige Bundesobligationen sind seither in den negativen Bereich gefallen, mit der Folge, dass Obligationen deutlich an Attraktivität verloren haben. Aktuell liegt die Rendite der Bundesobligationen bei -50 bps bei einer Laufzeit von 10 Jahren.²⁷ Schweizer Pensionskassen haben deshalb begonnen, die Quote an Schweizer Obligationen kontinuierlich abzubauen. Auch über liquide Mittel können im derzeitigen Umfeld keine zufriedenstellenden Renditen mehr erwirtschaftet werden. Anfang 2016 waren schon mehr als 50% der Vorsorgestiftungen von Minuszinsen oder Guthabengebühren tangiert.²⁸ Die erwirtschaftete durchschnittliche Netto-Vermögensrendite über alle Vorsorgeeinrichtungen betrug 0.8% (gegenüber 6.4% im Vorjahr). Sollte die derzeitige Finanzmarktsituation andauern, werden viele PKs mit ihrer

²⁴ Vgl. PK Post 2016, Organe

²⁵ Vgl. Valentine 2015, S. 1

²⁶ Vgl. Wüest & Partner AG 2016, S. 1

²⁷ Vgl. Schweizerische Nationalbank 2016, Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse

²⁸ Vgl. Deplazes 2016, S. 10

aktuellen Portfoliostruktur ihre Leistungsverpflichtungen nicht mehr erfüllen können. Daher sind Anpassungen auf Leistungs- und auf Finanzierungsseite zu erwarten.²⁹

In der im Mai 2016 veröffentlichten jährlichen Schweizer Pensionskassenstudie der Investmentgesellschaft Swisscanto wurde berechnet, welche Renditen mit der aktuellen Asset Struktur der PKs erzielbar sind. Dabei wurde festgestellt, dass die Zielrenditen und die technischen Zinssätze der Pensionskassen sehr optimistisch erscheinen. Allerdings schätzen PKs die Lage in letzter Zeit realistischer ein, da die Zielrenditen Ende 2015 deutlich niedriger ausfielen als noch Ende 2014.³⁰

Gestützt auf die heutige (durchschnittliche) Pensionskassenallokation liegen Zielrendite und Erwartungswert aber immer noch deutlich auseinander und es stellt sich die Frage, wie dieser Spread verringert werden kann. In jedem Fall wird durch das derzeitige Zinsumfeld eine aktive Bewirtschaftung des Vorsorgevermögens immer wichtiger und Pensionskassen werden sich risikoreicheren und komplexeren Anlagen zuwenden müssen, um angemessene Renditen zu erzielen. Bei einer zusätzlichen Rendite der Vermögensanlagen von nur 0,1% würden die Pensionskassen über zusätzliche 810 Millionen verfügen, um ihre Verpflichtungen erfüllen zu können.³¹

Die Kombination von Tiefzinsumfeld und Anlagenotstand hat Schweizer PKs in den letzten Jahren vermehrt in inländische Immobilien investieren lassen. Der Schweizer Immobilienmarkt hat im Vergleich zu anderen Anlagebereichen die Finanzmarktkrise der Jahre 2008/2009 gut überstanden.³² Das Anlagevermögen der Schweizer PKs verteilte sich per Ende 2015 zu 33% auf Obligationen, zu 30% auf Aktien und zu rund 22% auf in- und ausländische Immobilien. Der Anteil an Auslandsimmobilien betrug nur 1.7% des Gesamtinvestitionsvolumens, mit einer prognostizierten ansteigenden Tendenz.³³ Dies entsprach einer Investitionssumme von ca. CHF 110 Mrd. im Inland und nur CHF 10 Mrd. im Ausland.³⁴ Betrachtet man die Entwicklung der Asset Allokation zwischen 2007 und 2015 ist ein deutlicher Rückgang von knapp 38% auf 33% bei den Obligationen festzustellen.³⁵ Aktien hingegen haben sich weitgehend auf dem gleichen Niveau gehalten. Die Anlagequote in Immobilien wurde im Vergleich zu anderen Anlageklassen

²⁹ Vgl. Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge 2016, S. 5-6

³⁰ Vgl. Deplazes 2016, S. 9-10

³¹ Vgl. Deplazes 2016, S. 10

³² Vgl. Konrad 2015, S. 24

³³ Vgl. Credit Suisse AG 2016, S. 8; Swisscanto Vorsorge AG 2016, S. 30

³⁴ Vgl. Wüest & Partner AG 2015a, S. 6

³⁵ Vgl. Swisscanto Vorsorge AG 2016, S. 30

zwar erhöht, allerdings kann im aktuellen Marktumfeld das Angebot auf dem Schweizer Immobilienmarkt nicht mit der hohen Nachfrage Schritt halten. Bei indirekten Anlagen müssen Investoren derzeit daher hohe Aufschläge in Kauf nehmen während bei direkten Immobilienanlagen gute Investitionsmöglichkeiten rar sind und nur tiefe Nettoanfangsrenditen erzielt werden können.³⁶ Dadurch haben Investitionen in ausländische Immobilien an Attraktivität gewonnen. Internationale Investoren interessieren sich laut INREV Studie 2016 vermehrt für globale Investitionen und gaben an, die Auslandsquote entsprechend erhöhen zu wollen.³⁷ Wie in Abbildung 1 ersichtlich, war auch in der Schweiz in Hinsicht auf Auslandsinvestitionen in Immobilien von 2014 bis 2015 ein leichter Anstieg von 1.3% auf 1.7% des Gesamtvermögens zu verzeichnen.³⁸ Unterscheidet man die Immobilienallokation je nach Anlagevolumen der Pensionskassen, kann folgendes festgestellt werden: Die Anteile direkter Immobilienanlagen im In- und Ausland sind vom Anlagevolumen der Pensionskassen weitestgehend unabhängig. Bei wachsendem Anlagevolumen sind hingegen bei indirekten Anlagen in schweizerische Immobilien rückläufige, bei indirekten Anlagen im Ausland hingegen zunehmende Anteile zu beobachten.³⁹ Unterstützt durch den starken Franken wollen, so scheint es, Investoren diese Chance vermehrt nutzen.

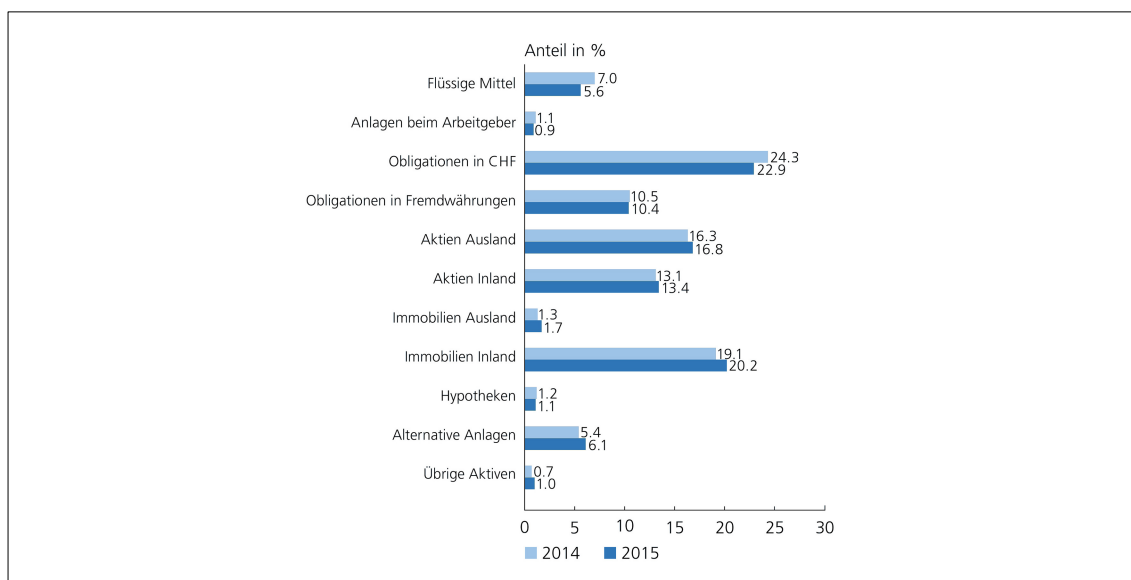


Abbildung 1: Anlageklassen 2014 –2015, in Anlehnung an Swisssanto (2016), S. 30

³⁶ Vgl. Davidson 2011, S. 216

³⁷ Vgl. INREV 2016, S. 15

³⁸ Vgl. Swisssanto Vorsorge AG 2016, S. 30

³⁹ Vgl. Swisssanto Vorsorge AG 2016, S. 30-31

2.2.3 *Rechtliche Rahmenbedingungen*

Die Anlage des Pensionskassenvermögens wird von den Vorgaben der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge 2 (BVV 2) reguliert.

In der BVV 2 wird auch die Kapitalallokation der Pensionskassen geregelt. Als zulässige Anlagen für Vorsorgeeinrichtungen gelten Bargeld, Forderungen, Immobilien, Aktien, Partizipations- und Genussscheine und ähnliche Wertschriften; Beteiligungen und Genossenschaftsanteile sowie alternative Anlagen.⁴⁰ Vorsorgeeinrichtungen dürfen in Wohn- und Geschäftshäuser im Allein- oder Miteigentum, einschliesslich Bauten im Baurecht sowie Bauland investieren.⁴¹

In Hinsicht auf Auslandsimmobilien hat die 2009 revidierte BVV 2 einige Lockerungen mit sich gebracht. So gilt seither bezogen auf das Gesamtvermögen für die Anlage in Immobilien eine Begrenzung von 30 %, wobei ein Drittel davon, also 10 % des gesamten Anlagevolumens, im Ausland investiert werden dürfen.⁴² Vorsorgeeinrichtungen dürfen über einen höheren Immobilienanteil als 30% verfügen, müssen diesen aber im Rahmen der Erweiterung der Anlagemöglichkeiten begründen. Ob die Immobilieninvestition direkt oder indirekt erfolgt ist dabei den Pensionskassen überlassen. Vor der Revision waren zwar 50% des gesamten Anlagevolumens in Schweizer Immobilienanlagen erlaubt, aber nur maximal 5% im Ausland.

Durch die Revision kamen aber auch neue Begrenzungen in Hinsicht auf Immobilienanlagen hinzu: Pro Immobilie darf sich der Verkehrswert auf höchstens 5 % des Gesamtvermögens belaufen und einzelne Immobilien dürfen temporär höchstens mit bis zu 30 % ihres Verkehrswertes belehnt werden.⁴³ Mit dem Inkrafttreten der revidierten BVV 2 per 01. Juli 2014 zählen regulierte Immobilienfonds mit über 50% Fremdkapital und unregulierte Immobilienfonds, sofern sie den Einsatz von Fremdkapital zulassen, zu den alternativen Anlagen.⁴⁴

Bei der Zuordnung der Immobilienvermögen in den Geschäftsberichten gibt es bei Pensionskassen teilweise Unterschiede. Dies erschwert die Vergleichbarkeit der Allokationen und genaue quantitative Aussagen können oft nicht getroffen werden. Ein Beispiel hierfür sind REITS, die entweder der Immobilienquote oder der Aktienquote

⁴⁰ Vgl. Art. 53 Abs. 1 lit. a-e BVV 2

⁴¹ Vgl. Art. 53c BVV

⁴² Vgl. Art. 55c BVV 2

⁴³ Vgl. Art. 54 Abs. 1 & 2 BVV 2

⁴⁴ Vgl. Art. 53 Abs. 3 & 5 BVV 2

zugeteilt werden. Pensionskassen werden im BVV 2 auch dazu angehalten, Chancen und Risiken adäquat zu verteilen und eine angemessene Diversifikation sowohl innerhalb der einzelnen Anlageklassen als auch über das Gesamtportfolio anzustreben.⁴⁵

2.2.4 *International Real Estate als Asset Class für Pensionskassen*

Für Pensionskassen kommen grundsätzlich zwei Formen des Immobilieninvestments in Frage. Die erste Möglichkeit sind Direktinvestitionen in bestehende Liegenschaften oder Projektentwicklungen. Die zweite Möglichkeit stellen indirekte Immobilienanlagen durch Beteiligungen an marktüblichen Investitionsvehikeln dar.⁴⁶

Bei einer Investition in Direktanlagen erhält der Investor das Nutzungsrecht, kann eine grössere Kontrolle ausüben als bei Investitionen in indirekte Anlagen und ggf. vom Wertsteigerungspotential profitieren. Ein weiterer Vorteil ist, dass das Investment ausschüttungsorientiert ist. Allerdings trägt der Eigentümer auch die Risiken und ist für die Bewirtschaftung des Objekts verantwortlich. Der Direkterwerb von Immobilien ist sehr aufwändig und setzt Erfahrung voraus. Typische Merkmale von Direktanlagen sind Illiquidität, eine tiefe Verwaltbarkeit (z.T. sehr grosse Losgrößen), ressourcenintensives Management, und hohe Transaktionskosten (z.B. Immobilienmarkt-Research, Immobilienbewertung, Due Diligence etc.). Diese Initialkosten trägt der Direktinvestor selbst. Dazu kommen weitere Kosten wie Leerstandskosten, Instandhaltungs- und Betriebskosten. Ein wichtiger Aspekt ist die Kapitalintensität von direkten Immobilienanlagen: Investitionen erfordern oft Beträge von CHF 20 bis 40 Mio. und darüber.⁴⁷ Für ein erfolgreiches Engagement in Direktanlagen sind daher genügend Eigenmittel eine Voraussetzung.

Aus verschiedenen Gründen, die im Folgenden erläutert werden, bevorzugen Schweizer Pensionskassen im Ausland indirekte Investitionen. Die potentiellen Risiken und Kosten von Direktanlagen können durch Investitionen in indirekte Immobilienanlagen optimiert werden. Investoren allozieren dabei ihr Kapital in Zweckgesellschaften, sogenannte Special Purpose Vehicles (SPV). Diese Investitionsvehikel investieren wiederum direkt oder indirekt.⁴⁸ Über indirekte Investitionen können auch relativ tiefe und limitierte Kapitalanteile investiert werden. Dies ermöglicht selbst kleineren PKs die Teilnahme am

⁴⁵ Vgl. Art. 50 Abs. 3 BVV2

⁴⁶ Vgl. Anhang 2: Übersicht Indirekte Anlagevehikel

⁴⁷ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 83

⁴⁸ Vgl. Trübstein 2014, S. 17

Markt. Weitere Vorteile von indirekten Anlagen sind die Übertragung der Verpflichtungen und Risiken auf die Investitionsvehikel und Skalenvorteile, die durch die Bündelung des Investorenkapitals entstehen. Zudem können, je nach Investitionsland, Handänderungskosten gespart oder Steueroptimierungen erzielt werden. Bei Investitionen in indirekte Vehikel können Investoren zudem auf Expertenwissen zurückgreifen, um Informationsdefizite auszugleichen. Je nach gewählter Umsetzungsform können PKs spezifischen Investitionszielen nachgehen. Investiert man z.B. in REITs oder Immobilienaktien kann die Liquidität der Anlage erhöht und die Komplexität erheblich reduziert werden. Um mit Direktanlagen ein international diversifiziertes Portfolio aufbauen zu können, beläuft sich der Eigenkapitalbedarf schnell auf mehrere Milliarden CHF. Möchten Investoren sofort international diversifizieren, können sie mit indirekten Anlagen z.B. auf Multimanagerlösungen zurückgreifen. Dort werden verschiedene Fonds ausgewählt und kombiniert.⁴⁹ Neben den genannten Vorteilen indirekter Anlagen müssen auch gewisse Nachteile in Kauf genommen werden. Dazu gehören zusätzliche Kosten für das Management oder Principal-Agent Konflikte, die durch divergierende Interessen von Investor und Manager entstehen können. Zudem stellen die international unterschiedlichen rechtlichen Systeme, die zudem im Laufe des Investments verändert oder angepasst werden können, ein Risiko dar.

Im folgenden Abschnitt werden die wichtigsten Instrumente des indirekten Immobilieninvestments kurz vorgestellt und klassifiziert.

Die Klassifizierung der indirekten Immobilienvehikel kann auf verschiedene Weisen erfolgen. Eine Form die Vehikel gewissen Kriterien zuzuordnen ist die in Tabelle 1 illustrierte Aufteilung in börsennotierte (Public) und nicht börsennotierte (Private) Anlagen sowie in Equity (Eigenkapital) und Debt (Fremdkapital) Strukturen.

	Eigenkapital (Equity)	Fremdkapital (Debt)
nicht-börsennotiert (Private)	– direkte Anlage in Immobilien – (offene Immobilienfonds) – geschlossene Immobilienfonds – Real Estate Private Equity	– Hypothekarkredite – Realkredite
börsennotiert (Public)	– Immobilienaktiengesellschaften (Real Estate Operation Companies, REOCs) – Real Estate Investment Trusts (REITs)	– Hypothekenpfandbriefe – Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS)

Tabelle 1: Vier-Quadranten-Modell der Immobilien, in Anlehnung an Lynn (2010), S. 2

⁴⁹ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 83

Desweiteren können Fonds in Open-Ended mit offener Investitionsdauer und Closed-Ended mit einer beschränkten Investitionsdauer und einem definierten Liquidationszeitpunkt unterschieden werden.

Eine weitere Differenzierung kann anhand des Investitionsstils (Rendite-Risiko Profil) erfolgen. Dabei wird, ausgehend von divergierenden Risikograden, zwischen Cash-Flow orientierten „Core“ und „Core Plus“ Investitionen und wertsteigerungsorientierten und damit risikoreicheren „Value Added“ und „Opportunistic“ Investitionen unterschieden.⁵⁰

Bisher nutzen Schweizer Investoren bei Investitionen im Ausland in erster Linie Immobilienfonds, Anlagestiftungen (direkte und indirekte) oder kotierte Immobiliengesellschaften. Aber auch Immobilienspezialfonds nehmen eine immer bedeutendere Rolle ein.⁵¹ Vergleicht man die Entwicklung der indirekten Anlageprodukte im Ausland mit indirekten Investitionen innerhalb der Schweiz ist festzustellen, dass diese in einigen Bereichen divergiert. Im Inland wie im Ausland sind Anlagestiftungen beliebt. Bei den Auslandsinvestitionen wird aber die Nachfrage nach Anlagestiftungen, Immobilienspezialfonds, Opportunity- oder Real Estate Private Equity-Fonds steigen, während breit diversifizierte Investitionsvehikel wie z.B. Dachfonds (Funds of Funds) in den kommenden Jahren voraussichtlich an Bedeutung verlieren werden. Diese Entwicklung ist darauf zurückzuführen, dass Investoren eher in geographisch und thematisch abgegrenzte Vehikel investieren als breite Ansätze zu verfolgen.⁵²

2.3 Vorteile & Risiken einer internationalen Immobilienanlagestrategie

2.3.1 Vorteile von Immobilieninvestitionen im Ausland

Diversifikationseffekte und Korrelationen:

Gemäss INREV Studie 2016 zum Investorenverhalten bei internationalen Immobilieninvestitionen, bei der Investoren und Fond Manager aus den Regionen Europa, Nord-Amerika und Asia-Pacific befragt wurden, sind Diversifikationseffekte der wichtigste Treiber für globale Investitionen in Immobilien.⁵³ Danach folgen Renditeerwartungen und Möglichkeiten der Renditeerhöhung sowie risikoajustierte Performance. Die Inflationshedging-Eigenschaft von Immobilieninvestitionen wird

⁵⁰ Vgl. Blüml 2014, S. 19-20

⁵¹ Vgl. Trübstein 2015, S. 163

⁵² Vgl. Trübstein 2015, S. 164-165

⁵³ Vgl. INREV 2016, S. 12

hingegen im Vergleich nicht so häufig als Motiv genannt. Für die Umsetzung werden Joint Ventures und Club Deals bevorzugt, an zweiter Stelle folgen nicht börsenkotierte Immobilienfonds und an dritter Stelle direkte Investitionen. Der bevorzugte Investmentstil ist gemäss der Studie Value Added, zu Lasten von Core und Opportunistic Ansätzen, wobei die Verlagerung von Opportunistic zu Value Added bedeutender bewertet wurde. Die Verteilung der Investmentstile beträgt für Core (39.4%), Value Added (46.8%) und Opportunistic (13.8%). Wobei es zwischen den Regionen Unterschiede gibt.⁵⁴ In Europa sind Büroliegenschaften in Deutschland, Frankreich und Grossbritannien die bevorzugten Investitionsobjekte institutioneller Investoren.⁵⁵

Der Schweizer Immobilienmarkt macht nur einen geringen Anteil von rund 3% des globalen Immobilienuniversums aus. Betrachtet man nur das investierbare Universum mit kommerziellen Immobilien, sind es sogar weniger als 2%.⁵⁶ Aufgrund der limitierten Grösse des Schweizer Immobilienmarkts und seiner relativen Homogenität ist es innerhalb der Schweiz sehr schwierig, Diversifikationseffekte zu erzielen. Die Wertentwicklung von Immobilien hängt stark von den volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen und Entwicklungen ab und folgt diesen mit einer gewissen Verzögerung. Immobilieninvestitionen können daher neben der Risiko- und der geografischen Diversifikation auf Objekt- und Länderebene auch zu einer zeitlichen Diversifikation über verschiedene Konjunkturzyklen hinweg beitragen, da sich die Immobilienzyklen in den verschiedenen Ländern unterscheiden. Obwohl aufgrund der Globalisierung die Korrelation der weltweiten Immobilienmärkte in den letzten Jahren leicht zugenommen hat, ist festzustellen, dass die Korrelationen von Immobiliengesamtrenditen verschiedener Länder immer noch tief sind.⁵⁷ Bei Aktien und Obligationen, deren Korrelation sich durch die Globalisierung zunehmend erhöht hat, ist dieser Vorteil geringer ausgeprägt. Zieht man Vergleiche über das Gesamtportfolio, ist die Korrelation von internationalen Investitionen in nicht kotierte Immobilien zu globalen Aktien ebenfalls tief, zu globalen Obligationen sogar leicht negativ. Die Korrelationen werden in Tabelle 2 illustriert. Bei direkten Core Immobilienanlagen ist die zentrale Komponente der Rendite die Einkommensrendite. Die tiefe Korrelation ist daher ein sehr geschätzter Aspekt.⁵⁸

⁵⁴ Vgl. INREV 2016, S. 20

⁵⁵ Vgl. INREV 2016, S. 25

⁵⁶ Vgl. Davidson 2015, S. 82

⁵⁷ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 82

⁵⁸ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 82-83

	Aktien global	Obligationen global	Immo-Aktien global	Immobilien direkt global
Aktien global	1.0	-0.9	0.8	0.3
Obligationen global	-	1.0	-0.6	-0.2
Immo-Aktien global	-	-	1.0	0.3
Immobilien direkt global	-	-	-	1.0
Durchschnittsrendite (% p.a.)	5.9	4.1	9.3	7.2
Standardabweichung (% p.a.)	20.6	2.9	24.1	6.2

Tabelle 2: Korrelationsmatrix 2001 bis 2013, in Anlehnung an Fäs/von Felten (2015), S. 83

Da Immobilien standortgebunden sind, ist das Argument der Diversifikation bedeutender als bei Aktien oder Obligationen.⁵⁹ Der positive Einfluss einer stärkeren internationalen Ausrichtung auf die Diversifikation eines Immobilienportfolios und die daraus resultierende Optimierung des Risiko-Rendite Verhältnisses wurde in den letzten Jahren durch mehrere Studien belegt.⁶⁰ Vor allem für Pensionskassen, deren Investitionshorizont langfristig orientiert ist, kann eine globale Anlagestrategie in Immobilien daher sinnvoll sein. In der Finanzkrise 2008/09 haben globale Immobilieninvestitionen die Gesamtergebnisse eines Portfolios durch ihre tiefe Korrelation aber auch durch Ihre geringe Volatilität verbessert.⁶¹ Auch die unterschiedliche Mietpreisentwicklung der verschiedenen Regionen und Städte können zur Konsolidierung des Portfolios beitragen.

Ausweitung des Immobilienanlageuniversums:

Die Grenzen des Schweizer Immobilienmarkts zeichnen sich durch den zunehmend schwierigen Zugang zu Investitionsoportunitäten immer deutlicher ab. Der Mangel an attraktiven Investitionsobjekten in wenigen Core oder Core+ Regionen ist einer der Gründe, weshalb Auslandsinvestitionen für Schweizer Investoren attraktiver werden. Die Anlagekapazitäten für Immobilienanlagen im Ausland sind noch sehr hoch und erlauben bei der momentan herausfordernden Situation auf dem Heimmarkt die Erschliessung des globalen Immobilienuniversums.⁶² Ein weiterer Vorteil von Immobilieninvestitionen im Ausland sind die neuen Perspektiven, die das Ausland für Investitionen bereithält. Diese Ausweitung des Investmenthorizonts bezieht sich nicht nur auf die geografisch neuen Immobilienmärkte selbst. Verfolgen Schweizer Investoren einen globalen Ansatz,

⁵⁹ Vgl. Gilgen 2015, S. 2

⁶⁰ Vgl. De Wit 2009, S. 433-450; Eichholtz et al. 1995, S. 39-59; Gordon 1991, S. 42-48

⁶¹ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 82-87

⁶² Vgl. Davidson 2011, S. 216-217

können sie ihr Anlageuniversum deutlich erweitern indem sie neben neuen geografischen Regionen auch spezielle Sektoren, wie z.B. Logistik, oder Investmentstile wählen, für die es innerhalb der Schweiz einen nur sehr kleinen Markt gibt.⁶³

Renditeoptimierungspotenzial:

Bereits in den letzten Jahren war ersichtlich, dass aus der Ertragsperspektive ausländische Immobilienmärkte im Vergleich zur Schweiz attraktiv sind. Die relativen Mieteinnahmen bei kommerziellen Liegenschaften in der Schweiz sind im Vergleich zu ausländischen tief und es lassen sich im Ausland attraktivere Einkommensrenditen erzielen.⁶⁴

Neben der Diversifikation und der Erweiterung der Investitionsmöglichkeiten sind als weiterer Vorteil einer international ausgerichteten Anlagestrategie auch Rendite-Risiko Überlegungen miteinzubeziehen: „Während etwa für britische Investoren eine stärkere internationale Ausrichtung des Immobilienportfolios primär zu einer Reduktion des Risikos führt, besteht für Schweizer [...] Investoren ein Renditeoptimierungspotenzial“⁶⁵ erläutert John Davidson. Laut Davidson könnten Schweizer Pensionskassen eine Optimierung der Portfoliorenditen erreichen, indem sie beispielsweise in Schwellenländer und in Value-Added Objekte an wachstumsstarken Standorten investieren oder opportunistische Strategien, wie z.B. Projektentwicklungen, verfolgen. Bei solchen Investitionen muss allerdings ein erhöhtes Risiko in Kauf genommen werden. In der Schweiz wird der Core-Satellite Ansatz mit einem Schweizer Core Portfolio und ausländischen Investitionen als Risikoergänzung (Satellite) bisher vernachlässigt.⁶⁶

2.3.2 *Der Home Bias bei Pensionskassen*

Obwohl sich viele Investoren der Vorteile internationaler Diversifizierung bewusst sind, beschränken sie sich überproportional auf Investitionen auf dem Heimmarkt. Diese Tendenz wird als Home Bias bezeichnet.⁶⁷ Der potentielle Nutzen internationaler Diversifikation – die Verbesserung des Rendite-/Risikoprofils von Anlageportfolios – ist in der Wirtschaft allgemein anerkannt und durch wissenschaftliche Studien belegt.⁶⁸ Dennoch nutzen viele Investoren diesen möglichen Vorteil nicht. Der Home Bias wurde

⁶³ Vgl. Davidson 2015, S. 94-96

⁶⁴ Vgl. Wüest & Partner AG 2015b, S. 64

⁶⁵ Davidson 2015, S. 100

⁶⁶ Vgl. Davidson 2015, S. 100

⁶⁷ Vgl. Tesar/Werner 1995, S. 467-492

⁶⁸ Vgl. De Santis/Gerard 1997, S. 1881-1912; Eldor/Pines/Schwartz 1986, S. 165-176

in mehreren Studien und aus unterschiedlichen Perspektiven untersucht. French und Poterba erklären den Home Bias einerseits durch institutionelle Hindernisse wie Steuer oder Transaktionskosten und andererseits durch Investorenverhalten wie Renditeerwartungen oder Risikovorstellungen. Dabei kamen die Autoren zu dem Schluss, dass das Fehlen von internationaler Diversifikation vor allem auf das Investorenverhalten zurückzuführen ist, während die institutionellen Hindernisse eher zweitrangig zu bewerten sind.⁶⁹ Coval und Moskowitz beschäftigten sich mit dem Home Bias, indem sie den Einfluss geographischer Nähe auf die Auswahl von Aktien durch Anlagemanager in den USA analysierten. Dabei stellten sie fest, dass die Distanz bei den Entscheidungen der Investoren eine grosse Rolle spielt und diese Präferenz auf eine bestehende asymmetrische Information zwischen lokalen und nicht lokalen Investoren zurückzuführen ist.⁷⁰ Das Phänomen des Home Bias ist weltweit in vielen Märkten zu beobachten und betrifft nicht nur Immobilieninvestitionen. Betrachtet man den Auslandsanteil verschiedener Anlageklassen bei Schweizer Pensionskassen, fällt auf, dass im Vergleich zu Anleihen und vor allem zu Aktien bei Immobilien noch sehr viel Diversifikationspotential besteht.⁷¹ Das Anlageverhalten von Schweizer Pensionskassen ist in Bezug auf Immobilienanlagen sehr stark vom Home Bias geprägt.⁷² Aktuelle Studien belegen zwar, dass Immobilien im Ausland bei Schweizer Pensionskassen immer beliebter werden und das Interesse für die Anlageklasse steigt,⁷³ dies schlägt sich in den Bilanzen der Pensionskassen bisher nur langsam nieder. Vergleicht man die Allokation in Immobilien von Schweizer Anlegern mit dem anderer europäischer Länder, ist festzustellen, dass ausländische institutionelle Anleger im Vergleich zu Schweizerischen häufiger ausserhalb ihrer Landesgrenzen investieren.⁷⁴ Allerdings gibt es innerhalb Europas noch grosse Unterschiede.⁷⁵ Wie in Tabelle 3 ersichtlich, sind Deutsche institutionelle Anleger mit über einem Drittel ihres Immobilienanlagevolumens im Ausland investiert, Niederländische sogar mit über der Hälfte, während Anleger in Grossbritannien einen Anteil von 13% aufweisen.

⁶⁹ Vgl. French/Poterba 1991, S. 222-226

⁷⁰ Vgl. Coval/Moskowitz 1999, S. 2070-2071

⁷¹ Vgl. Swisscanto Vorsorge AG 2016, S. 20

⁷² Vgl. Davidson 2011, S. 216-217

⁷³ Vgl. Swisscanto Vorsorge AG 2016, S. 30

⁷⁴ Vgl. Szelyes et al. 2014, S. 7

⁷⁵ Vgl. Davidson 2015, S. 92-93

	Deutschland	Grossbritannien	Niederlande
Direktinvestitionen	57.5%	65.6%	37.2%
Indirekte (nicht kotiert)	28.8%	28.6%	34.2%
Andere (Joint Venture, kotiert)	13.7%	5.7%	28.5%
Total Anteil Ausland	34%	13%	57%

Tabelle 3: Relative Allokation von institutionellen Investoren in Immobilien, in Anlehnung an Davidson (2015), S. 92⁷⁶

Die Unterschiede zwischen den verschiedenen europäischen Ländern sind auch auf die Struktur und Organisation der Pensionskassen zurückzuführen. Der hohe Anteil an ausländischen Immobilieninvestitionen in den Niederlanden ist so einerseits darauf zurückzuführen, dass der Immobilienmarkt in den Niederlanden sehr klein ist, andererseits aber auch auf die Struktur des niederländischen Pensionskassenwesens, das aus wenigen grossen Pensionskassen besteht, während in der Schweiz viele kleine Pensionskassen am Marktgeschehen beteiligt sind. Für die kleinen Pensionskassen ist eine Allokation im Ausland oft mit zu viel Aufwand verbunden und wird ausserdem als zu risikoreich angesehen. Auch äussere Ereignisse können Treiber für eine Strategieberücksichtigung in Bezug auf Auslandsinvestitionen sein. In Grossbritannien z.B. wurden als Reaktion auf die Finanzkrise 2008/2009 die Investitionen in ausländische Immobilien erhöht.

Es ist bemerkenswert, dass der Home Bias in vielen europäischen Ländern bis vor einigen Jahren noch genau so ausgeprägt war wie bei Schweizer Pensionskassen heute.⁷⁷

Dennoch deutet der Trend zur Auslandsinvestition in Kombination mit immer zahlreicheren Anlagevehikeln darauf hin, dass der bisher für den Immobilienmarkt typische Home Bias auch hierzulande zunehmend geringer wird.⁷⁸ Selbstverständlich sind die Implikationen von Land zu Land und von Investor zu Investor unterschiedlich. Neben der Diversifikation müssen auch andere Faktoren berücksichtigt werden, z.B. Renditeerwartungen oder die mit der Implementierung verbundenen Risiken. Zudem schreitet die Professionalisierung der international operierenden Immobilienplattformen voran. Investoren weltweit haben die Rolle von Immobilien in einem Multi-Asset Portfolio erkannt. Die fortschreitende Globalisierung der Investitionen wird vor allem durch die weltweit grössten Pensionskassen vorangetrieben, von denen viele bereits

⁷⁶ Der direkte Vergleich ist durch die Berücksichtigung von kotierten Immobilienanlagen in den Niederlanden verzerrt. In den Statistiken der anderen Länder werden kotierte Immobilienanlagen nicht zu den Immobilienanlagen gezählt.

⁷⁷ Vgl. Davidson 2015, S. 92-93

⁷⁸ Vgl. Aussant et al. 2014, S. 1

globale Immobilienmandate besitzen. Eine Erhöhung der internationalen Immobilienquote in den Portfolios ist daher zu erwarten. Die anlagenübergreifende Nachfrage von internationalen Investments wird von einer Studie, die von MSCI herausgegeben wurde, belegt.⁷⁹ Auch die INREV Studie 2016 bestätigte, dass die Tendenz zu Immobilieninvestitionen im In- und Ausland weiterhin steigend ist. Die Immobilien-Zielquote für inländische und ausländische Investitionen beträgt demnach gewichtet weltweit 10.3% im Vergleich zu einer aktuellen durchschnittlichen Allokation von 9.4%. Am aktivsten sind dabei die europäischen Investoren: 64.8% haben vor, die Quote Ihres globalen Immobilienportfolios in den nächsten zwei Jahren auszubauen. Dies obwohl europäische Investoren schon heute die höchste durchschnittliche Allokation in Immobilien aufweisen. Was die durchschnittliche Allokation in Immobilien anbelangt, befinden sich Schweizer Investoren mit 16% der Gesamtanlagen sogar an erster Stelle. Betrachtet man die Ist- und Zielanlagequote der verschiedenen institutionellen Investoren, ist die Quote der Pensionskassen im Vergleich zu Versicherungen oder anderen Investoren höher. Gesamthaft betrachtet ist zu erkennen, dass die Zielwerte noch nicht erreicht sind und das weltweit noch Potential für Immobilienanlagen vorhanden ist.⁸⁰

2.3.3 Risiken & Hürden von Immobilieninvestitionen im Ausland

Derzeit investieren Schweizer Pensionskassen nur sehr zurückhaltend auf ausländischen Immobilienmärkten.⁸¹ Die Allokation von internationalen Immobilien bleibt in den Portfolios Schweizer Pensionskassen weiterhin vergleichsweise gering.⁸² Die Gründe für die Zurückhaltung sind vielfältig: Die fehlende Kenntnis der ausländischen Immobilienmärkte, fehlende Transparenz, hohe Kosten, Volatilität des Auslandssegments, Risiken und rechtliche Restriktionen, schlechte Erfahrungen aus der Immobilienkrise 2008/09.⁸³ Aber auch die gute Entwicklung des Schweizer Immobilienmarktes in den letzten Jahren spielt eine entscheidende Rolle. Das sich über die Jahre angeeignete Know-how und das damit einhergehende Vertrauen in den Heimmarkt sowie die bei Anlagen in der Schweiz erzielbaren relativ stabilen Cashflows

⁷⁹ Vgl. Aussant et al. 2014, S. 14

⁸⁰ Vgl. INREV 2016, S. 12-15

⁸¹ Vgl. Trübstein 2015, S. 114

⁸² In Kapitel 2.4.2 wird auf die Hindernisse bei internationalen Immobilieninvestitionen ausführlich eingegangen

⁸³ Vgl. Wüest & Partner AG 2015b, S. 62

in CHF haben Investitionen im Inland attraktiv gemacht. Zudem haben in der Vergangenheit regulatorische und gesetzliche Einschränkungen den Gang über die Grenze erschwert. Auslandsinvestitionen sind für viele Schweizer PKs weiterhin Neuland. Erst zu Beginn der 2000er Jahre wurden erstmals Investitionen in indirekte Immobilienanlagen im Ausland getätigt.⁸⁴

In einer aktuellen Umfrage wurden Schweizer institutionelle Investoren, die bisher nicht im Ausland investieren, nach ihren Motiven dazu gefragt.⁸⁵ Keines der zur Auswahl stehenden Motive wurde dabei besonders hoch oder niedrig gewertet. Von den neun zur Auswahl stehenden Antworten wurde als ausschlaggebendes Kriterium die fehlende Markttransparenz und -kenntnis angegeben, gefolgt von externen Risiken („Währungsrisiko“, „politische/rechtliche Restriktionen“). Die Verfügbarkeit von Kapital wurde von den meisten Investoren als neutral bewertet.

Nach den aufgezeigten Chancen sollen im folgendem Abschnitt die Risiken, die Immobilieninvestitionen im Ausland mit sich bringen können, betrachtet und diskutiert werden.

Markt- versus Partnerrisiko:

Anders als die Schweizer Experten, bewerten internationale Experten nicht die fehlende Transparenz auf ausländischen Märkten als wichtigsten Risikofaktor. Nach der INREV Studie 2016 besteht dieser in der mangelnden Interessenkongruenz zwischen Investor und Management.⁸⁶ Immobilienmärkte sind lokale Märkte und daher abhängig von den spezifischen Gegebenheiten der verschiedenen Länder und Regionen. Die Eintrittsbarrieren für Investitionen im Ausland sind also durchaus höher als auf dem Heimmarkt.⁸⁷ Wenn man im Ausland investieren will, ist es daher notwendig, sich vor Ort einen Partner zu suchen, der über die notwendigen Marktkenntnisse verfügt. Bei der Entscheidung für einen Partner sollten verschiedene Kriterien beachtet werden. Der Spezialist oder die global tätige Organisation sollte auch mit der Wertschöpfungskette im betroffenen Land vertraut sein. Neben der Übereinstimmung der Interessen zwischen Investor und Partner spielen Produkteigenschaften, TER, Gebühren und weitere Kosten, Track Record des Produkts und der Plattform sowie die Erfahrung des Managers eine

⁸⁴ Vgl. Trübstein 2015, S. 115-116

⁸⁵ Vgl. Trübstein 2015, S. 114

⁸⁶ Vgl. INREV 2016, S. 51-52

⁸⁷ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 85

entscheidende Rolle.⁸⁸ Die Komplexität der Investitionen hat in den letzten Jahren zugenommen.⁸⁹ Daher kann die Auswahl eines qualifizierten Partners über den Erfolg einer Investition im Ausland entscheiden. Die Rolle des Partners muss bei Risikoüberlegungen zwingend miteinbezogen werden. Betrachtet man das derzeitige Angebot von international spezialisierten Partnern oder globalen Organisationen, ist festzustellen, dass es einfacher ist für bestimmte Regionen qualifizierte Partner zu finden als global stark aufgestellte Partner.

Strukturierung und steuerliche Aspekte:

Immobilien werden grundsätzlich vor Ort besteuert. Dies hat zur Folge, dass man bei Investitionen in verschiedene Länder und Regionen auch automatisch mit verschiedenen Steuersystemen konfrontiert wird. Um steuereffiziente Strukturen erarbeiten zu können und sich laufend an Veränderungen und neue Anforderungen der jeweiligen Länder anpassen zu können, ist man auf fachliches Know-how im jeweiligen Investitionsland angewiesen. Aber auch Doppelbesteuerungsabkommen sind bei der Frage nach der optimalen steuerlichen Struktur aus der Perspektive eines Schweizer Investors entscheidend.

Herdenverhalten:

Ein weiterer Punkt, der ein Risiko bei der Auswahl eines geeigneten Produkts bergen kann, ist das Herdenverhalten und das zyklische Verhalten von Investoren und Fondsmanagern.⁹⁰ Es muss sichergestellt werden, dass die von Managern angebotenen Produkte auch deren Kernkompetenz entsprechen und nicht nur aufgrund eines aktuellen Trends angeboten werden, um die Nachfrage der Investoren zu befriedigen.

Leverage-Effekt:

Der günstige Zugang zu Fremdkapital kann bei einem entsprechenden Zinsumfeld zu einer Verbesserung der Rendite führen. In einem derartigen Umfeld fließt mehr Kapital in die Immobilienmärkte und die Spanne der Kapitalisierungssätze verstärkt sich, was langfristig eine höhere Volatilität der Kapitalwerte nach sich zieht. Da es schwierig oder sehr teuer ist, auf opportunistischen Märkten Fremdkapital zu erhalten, weisen

⁸⁸ Vgl. Kloess 2014, S. 70-82

⁸⁹ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 85

⁹⁰ Vgl. Davidson 2015, S. 97

opportunistische Strategien im Gegenzug zu Core-Strategien einen tieferen Leverage bzw. tiefere Renditen auf. Allerdings wird die Wirkung von Leverage-Effekten bei Core-Strategien in Märkten wie z.B. London oder Hamburg oft unterschätzt und bei opportunistischen Strategien überschätzt.

Währungsrisiko:

Durch die Aufwertung des Frankens sind Auslandsimmobilien für Schweizer Investoren attraktiver geworden.⁹¹ Gleichzeitig hatte die Aufwertung zur Folge, dass ein Grossteil der mit ausländischen Investitionen erzielten Renditen vernichtet wurde. Langfristig gesehen ist es möglich, Renditen des Immobilienportfolios durch internationale Investitionen zu optimieren und zu stabilisieren. Vor allem für Pensionskassen mit einem langfristigen Anlagehorizont dürfte eine internationale Immobiliendiversifikation daher interessant sein – auch wenn in der Vergangenheit gerade durch das Vermeiden einer internationalen Strategie Währungsverluste ausgeschlossen werden konnten.⁹² Eine aktuelle Studie der Credit Suisse AG kommt zu dem Schluss, dass die Frage nach einer Währungsabsicherung nicht abschliessend zu beantworten ist.⁹³ Dennoch wird dazu geraten, die Opportunitäten zu nutzen, die ausländische indirekte Immobilienanlagen im Vergleich zur Schweiz bieten um das Portfolio aus Rendite-Risiko Perspektive gezielt ergänzen zu können.⁹⁴ Für die Währungsabsicherung müssen ähnliche Überlegungen gemacht werden wie bei ausländischen Aktien und Obligationen.⁹⁵ Gleichzeitig liegt nahe, dass dem Risikomanagement bei internationalen Investitionen mehr Beachtung geschenkt und die indirekte Umsetzung unter Einbeziehung von Spezialisten erfolgen sollte.⁹⁶

Mangel an geeigneten Umsetzungsvehikeln:

Das Angebot an schweizerischen Auslandsimmobilienvehikeln ist begrenzt, da der Aufwand, um z.B. ausländische Immobilienfonds aufzusetzen sehr gross ist. Möglicherweise sind die unverhältnismässigen Vertriebsanforderungen an ausländische Immobiliengesellschaften ein Grund dafür, dass diese dem Schweizer Markt bisher

⁹¹ Vgl. Gilgen 2015, S. 2

⁹² Vgl. Davidson 2011, S. 216-217

⁹³ Vgl. Boppart et al. 2016, S. 75

⁹⁴ Vgl. Boppart et al. 2016, S. 75-76

⁹⁵ Vgl. Davidson 2015, S. 221

⁹⁶ Vgl. Fäs/von Felten 2015, S. 82-87

ferngeblieben sind. Es wird jedoch davon ausgegangen, dass in den kommenden Jahren das Angebot wachsen wird und mehr Anbieter auf dem Schweizer Markt präsent sein werden.⁹⁷

Interne Restriktionen:

Neben den bereits genannten Faktoren, scheint ein weiterer Punkt einen Einfluss auf die bisher tiefe Allokation von PKs in globale Immobilien zu haben. Für die Hälfte der Vorsorgeeinrichtungen, darunter viele kleinere PKs, ist der Marktzugang immer noch unmöglich, weil sie laut Anlagereglement gar keine Auslandsinvestitionen tätigen dürfen.⁹⁸

Fehlende Beratungskompetenz:

Ein weiteres Risiko stellt die fehlende Expertise und Erfahrung von Schweizer Beratern und Beratungsfirmen dar, die dazu beigetragen hat, dass sich viele PKs mit der Anlageklasse bisher noch nicht intensiv beschäftigt haben.⁹⁹

3 Methodik

Im folgenden Kapitel wird die Untersuchungsmethodik näher betrachtet. Zunächst soll die Strukturierung der empirischen Analyse als Experteninterview begründet werden. Im Anschluss wird auf die Auswahl der befragten Pensionskassen und Experten eingegangen. Daraufhin wird dargelegt nach welchen Kriterien die Clusterbildung für die Auswertung erfolgt ist. Zum Schluss werden die geprüften Hypothesen vorgestellt und die Gliederung und der Inhalt der Leitfragen erläutert.

3.1 Experteninterviews

Der Untersuchungsgegenstand der vorliegenden Arbeit ist das Anlageverhalten, Best Practice und die Anlagestrategien für Immobilieninvestitionen im Ausland von Schweizer Pensionskassen in der Deutschschweiz. Um der Zielsetzung der Arbeit und der Beantwortung der zentralen Fragestellungen gerecht werden zu können, war zunächst eine empirische Erfassung der Bewertung des Themas Auslandsinvestitionen bei

⁹⁷ Vgl. Gilgen 2015, S. 2

⁹⁸ Vgl. Gilgen 2015, S. 1

⁹⁹ Vgl. Davidson 2011, S. 218

ausgewählten Schweizer Pensionskassen erforderlich. Als bewährte Untersuchungsmethodik der empirischen Sozialforschung wurde hierfür das Experteninterview ausgewählt.¹⁰⁰ Im Vergleich zur schriftlichen Befragung erschien das persönliche Gespräch eher geeignet, der Komplexität des Themas gerecht werden zu können.

Der Zielsetzung der Arbeit und der Untersuchungsmethodik entsprechend, wurden für die Untersuchung insgesamt 27 Vorsorgeeinrichtungen angefragt und gebeten, einen Interviewpartner zur Verfügung zu stellen. Die Vorauswahl der PKs erfolgte nach Auswertung zahlreicher Geschäftsberichte und nach festgelegten Kriterien. Die angefragten PKs unterschieden sich in Bezug auf Anlagevolumen, Immobilienquote und rechtlicher Struktur. Bei den angefragten PKs handelte es sich um Vorsorgeeinrichtungen aus der Deutschschweiz mit einem Anlagevolumen ab CHF 1 Mrd. Damit handelte es sich bei der Auswahl um mittlere und grosse PKs auf dem Schweizermarkt und es konnte von einer Professionalität der Vermögensverwaltung bezüglich organisatorischen und Rendite-Kriterien ausgegangen werden. Alle angefragten PKs waren mit mindestens 5% ihres Anlagevolumens in Immobilien investiert und verfügen über entsprechende Erfahrung mit Real Estate als Anlageklasse. Allerdings wurden auch PKs ohne Auslandserfahrung im Immobilienbereich angefragt. Die Zielsetzungen der angefragten PKs waren vergleichbar und die Vermögen wurden nach gleichen gesetzlichen Richtlinien und regulatorischen Rahmenbedingungen angelegt.

Die Kontaktaufnahme erfolgte schriftlich via Email. Von den angefragten PKs sagten 14 ihre Teilnahme an der Untersuchung zu.¹⁰¹ Sechs Experten konnten aus Zeitgründen nicht am Interview teilnehmen und bei zwei angefragten Personen standen interne Unternehmensrichtlinien der Teilnahme an einem Interview entgegen. Fünf Kandidaten gaben keine Rückmeldung und waren auch telefonisch nicht erreichbar.

Das Gesamtvermögen der 14 befragten Pensionskassen der Stichprobe betrug per 31. Dezember 2015 kumuliert CHF 165 Mrd. Dabei war die Grösse der einzelnen Anlagevermögen sehr unterschiedlich. Bei den befragten PKs beträgt die Spanne des gesamten Anlagevermögens CHF 1 Mrd. bis CHF 36.5 Mrd. Davon beliefen sich die kumulierten immobilienbezogenen Anlagen in der Schweiz auf CHF 21.5 Mrd. und im

¹⁰⁰ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 35

¹⁰¹ Vgl. Anhang 2: Übersicht der Gesprächspartner

Ausland auf CHF 3.15 Mrd. Vier der befragten PKs haben bisher noch nicht im Ausland investiert. Zum Immobilienvermögen zählten dabei direkt gehaltene Immobilienanlagen CH, indirekte kotierte und nicht kotierte Immobilienanlagen sowie derivative Anlagen mit Immobilienbezug. Gemessen am gesamten Anlagevermögen der befragten Pensionskassen ergaben sich damit Immobilienquoten CH von 6.9 bis 32.3 % und Immobilienquoten Ausland von 0 bis 5.8 %. Fünf der Einrichtungen waren öffentlich-rechtlich ausgestaltet, acht privatrechtlich. Bei einer der PKs handelt es sich um eine privatrechtliche Genossenschaft. Eine der befragten PKs befindet sich derzeit in einem Fusionsprozess.

Die Auswahl der Experten erfolgte ebenfalls nach festgelegten Kriterien.¹⁰² Die Gesprächspartner wurden aufgrund ihrer langjährigen bereichsspezifischen Erfahrung ausgewählt.¹⁰³ Die 14 Einzelinterviews wurden mit Personen durchgeführt, die bei der jeweiligen Pensionskasse eine führende Position innehaben und für die Vermögensanlage verantwortlich sind. Die meisten (12) der Gesprächspartner waren Leiter der Vermögensanlagenabteilung ihrer Einrichtung, drei waren Portfoliomanager.

Die Experteninterviews fanden von Anfang Juni bis Mitte Juli 2016 in verschiedenen Städten der Deutschschweiz statt und wurden anschliessend ausgewertet. Abgesehen von vier Ausnahmen, bei denen aus organisatorischen Gründen Telefoninterviews geführt werden mussten, wurden die Interviews in den Räumlichkeiten der jeweiligen Pensionskassen geführt. In den Einzelinterviews war es möglich, sich auf den Gesprächspartner zu konzentrieren und das Wissen des Gesprächspartners gut zu erschliessen.¹⁰⁴ 13 Gespräche wurden aufgezeichnet, um allfällige Informationsverluste und -veränderungen auszuschliessen.¹⁰⁵ Vor dem Gespräch wurde um Erlaubnis gebeten, das Interview aufzunehmen. Die Daten wurden vertraulich behandelt und ausschliesslich anonymisiert für die Auswertung verwendet.

Um einen breiteren Blickwinkel auf die behandelten Themenbereiche zu bekommen, wurden auch zwei externe Experten befragt, die nicht bei einer Pensionskasse angestellt waren. In die Auswertung der Pensionskassendaten sind diese Gespräche nicht eingeflossen. Die Meinungen der Immobilienexperten dienten der zusätzlichen Hintergrundinformation.

¹⁰² Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 117

¹⁰³ Vgl. Mieg/Näf 2005, S. 6-7

¹⁰⁴ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 43

¹⁰⁵ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 157-158

3.2 Clusterbildung

Nach der Befragung erfolgte ein Abgleich und eine strukturierte Analyse der Befragungsergebnisse der verschiedenen PKs. Für die Auswertung wurden die 14 Pensionskassen zunächst drei verschiedenen Clustern zugeordnet, die in Abbildung 2 ersichtlich ist.

Cluster 1 „keine Auslandserfahrung“ wurden diejenigen Pensionskassen zugeteilt, die noch keine Investitionen im Ausland getätigt haben.

Cluster 2 „Auslandserfahrung“ umfasst Pensionskassen, die bereits im Ausland investiert haben.

Cluster 3 „Auslandserfahrung+“ besteht aus Pensionskassen, deren Auslandsimmobilienquote im Vergleich zu den anderen Pensionskassen der Stichprobe verhältnismässig hoch ist und die entsprechend über eine höhere Auslandserfahrung verfügen.

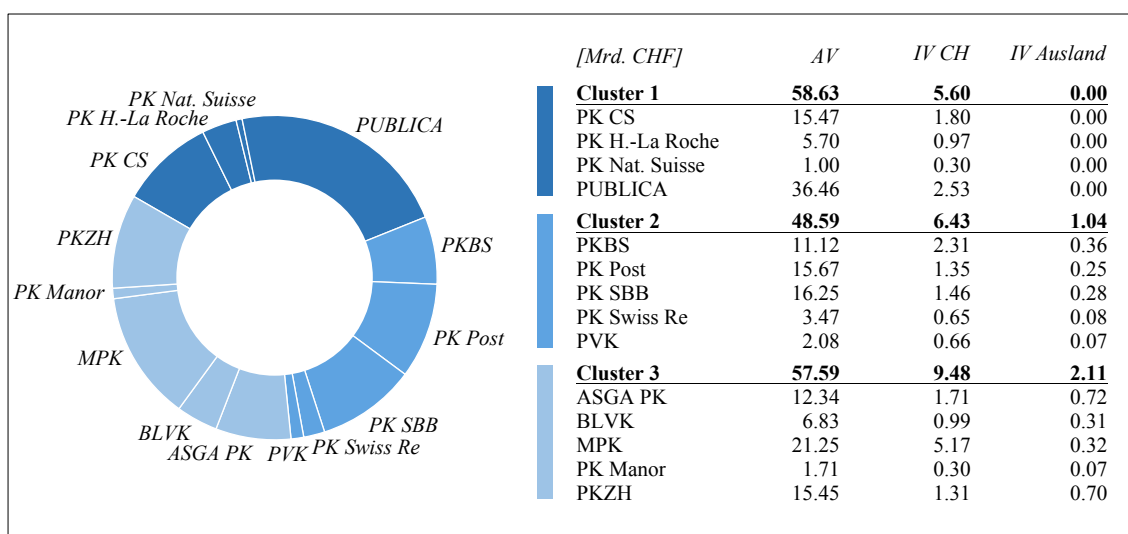


Abbildung 2: Zusammensetzung der Cluster und Überblick der Anlagevermögen

Die Clusterzuteilung erfolgte nicht alleine über den absoluten Anteil an ausländischen Immobilienanlagen, sondern auch über im Interview gewonnen Eindrücke über die Intensität mit der sich innerhalb der Pensionskasse mit dem Thema Auslandsimmobilien beschäftigt wurde. Jeder der drei Cluster setzt sich aus vier bis fünf Pensionskassen zusammen. Die Pensionskassen innerhalb der verschiedenen Cluster weisen sehr unterschiedliche Anlage- und Immobilienvermögen auf. Das kumulierte Anlagevermögen pro Cluster ist wiederum recht ausgeglichen. Der Cluster 1 „keine Auslandserfahrung“ verfügt durchschnittlich über ein Anlagevolumen von CHF 58,6

Mrd. Der Cluster 2 „Auslandserfahrung“ über ein Anlagevolumen von CHF 48,5 Mrd. und ein Auslandsimmobilienvermögen von CHF 1,0 Mrd. und bei Cluster 3 „Auslandserfahrung+“ beträgt das Anlagevolumen CHF 57,5 Mrd. und das Auslandsimmobilienvermögen CHF 2.1 Mrd.

Die Aufteilung in Cluster sollte es ermöglichen, differenzierte Schlussfolgerungen aus den geführten Gesprächen zu ziehen und mögliche divergierende oder kongruente Ansichten und Bedürfnisse der verschiedenen Gruppen aufzuzeigen. Um die Ergebnisse möglichst umfassend auszuwerten, wurde in einem ersten Schritt eine allgemeine Sichtweise (deskriptive Statistik, ohne Clusterung) eingenommen. In einem zweiten Schritt stellten die drei nach Auslandserfahrung gebildeten Cluster die Grundlage der Auswertung dar. Das unterschiedliche Mass an Erfahrung mit Auslandsimmobilien diente hier als Ausgangspunkt für die weitere Analyse.

3.3 Leitfragen & Hypothesen

Für die Strukturierung des Interviews wurde die Form des teilstandardisierten Interviews gewählt, bei dem sich der Interviewer an einem Leitfaden mit definierten Themen und Fragen orientiert.¹⁰⁶ Im leitfadengestützten Interview ist sichergestellt, dass alle relevanten Aspekte behandelt werden. Der Leitfaden enthält die Fragen, die im Verlauf des Interviews unbedingt gestellt werden müssen. Dennoch ist es möglich, zu einer Antwort Nachfragen oder Fragen zu stellen, die so nicht im Leitfaden vorgesehen waren, und die Reihenfolge der Fragen spontan zu ändern. Dadurch ergibt sich eine gewisse Flexibilität. Das Leitfadeninterview wurde ausgewählt, da es sich für Experteninterviews besonders gut eignet und die Kombination aus vorgegebener Struktur und teilweise freien Antwortmöglichkeiten im Rahmen der Fragestellung zielführend erschien.¹⁰⁷ Aus den Forschungsfragen sowie den in Kapitel 2 beschriebenen Grundlagen wurden Arbeitshypothesen abgeleitet, die für die Ausarbeitung der Leitfragen dienten. Anhand der erhobenen Antworten wurden diese Hypothesen überprüft. Die Strukturierung des Gesprächs erfolgte mittels eines Leitfadens mit 32 Leitfragen. Bei der Mehrheit der Fragen handelte es sich um offene Fragen, teilweise gab es Fragen mit standardisierten Antworten und zugeordneten Skalen von „sehr unwichtig“ (1) bis „sehr wichtig“ (5).¹⁰⁸

¹⁰⁶ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 41

¹⁰⁷ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 41-43

¹⁰⁸ Vgl. Anhang 3: Leitfragen des Experteninterviews

Das zentrale Forschungsanliegen dieser Arbeit ist die Untersuchung von tatsächlichem Anlageverhalten und Best Practice von Schweizer Pensionskassen bei Auslandsinvestitionen. Basierend auf dem Forschungsanliegen wurden folgende Hypothesen aufgestellt, die in den nachfolgenden Kapiteln überprüft und beantwortet werden:

Hypothese 1: Das Anlageverhalten von Schweizer Pensionskassen in Bezug auf Auslandsimmobilien korreliert mit der Grösse der gesamten Vermögensanlagen und der bestehenden Anlagen in Schweizer Immobilien. Je grösser die Pensionskasse desto höher die Investitionen im Ausland.

Hypothese 2: Schweizer Vorsorgeeinrichtungen handeln auf dem Markt für Auslandsinvestitionen in Immobilien relativ unkoordiniert. Durch die Heterogenität des Pensionskassenwesens in der Schweiz zeichnet sich keine klar erkennbare Erfolgsmethode im Sinne einer Best Practice ab.

Hypothese 3: Pensionskassen investieren nicht aus Überzeugung zurückhaltend in Immobilien im Ausland, sondern weil sie die Schwierigkeiten bei der tatsächlichen Umsetzung als sehr hoch einschätzen.

Hypothese 4: Die Erwartungen, die Pensionskassen an ausländische Produkte haben, können von den Anbietern noch nicht erfüllt werden. Dies gilt sowohl in Bezug auf die Rendite als auch für andere Anlagecharakteristika.

Hypothese 5: Aufgrund des aktuellen Marktumfelds in der Schweiz (Anlagenotstand; kleiner Immobilienmarkt; tiefe Zinsen; geringe Liquidität) werden Pensionskassen in den nächsten Jahren vermehrt in ausländische Immobilien investieren.

Hypothese 6: Die Chancen innovativer oder alternativer Umsetzungsmöglichkeiten werden von Schweizer Pensionskassen bislang wenig genutzt und unterschätzt.

Der inhaltliche Aufbau des Interviewleitfadens wurde in vier Hauptbereiche unterteilt:

Themenbereich 1 “Einordnung der Pensionskasse“ beinhaltete Einstiegsfragen. Es wurden „allgemeine Datenvariablen“ zur Einordnung der Pensionskasse und unternehmens- und immobilienbezogene Variablen abgefragt (Fragen 1 bis 4). Zusätzlich wurden die Gesprächspartner auch zu grundsätzlichen Themen wie z.B. zur

Organisationsform der Pensionskasse befragt. Diese Informationen wurden nicht separat ausgewertet, sondern dienten als Hintergrundinformation.

Themenbereich 2 „Auslandsimmobilien: Status Quo“ bezog sich auf die aktuelle Auslandsallokation, Performance und Investitionszeitpunkt sowie auf Motivation und Hindernisse für Auslandsinvestitionen (Frage 5 bis 9).

Themenbereich 3 „Auslandsimmobilien: Best Practice“ enthielt Fragen zur Organisation, zum Due Diligence Prozess, der Informationsbeschaffung und zum Austausch mit anderen nationalen und internationalen institutionellen Investoren bezüglich Auslandsinvestitionen (Fragen 10 bis 19).

Themenbereich 4 „Auslandsimmobilien: Potential“ beschäftigte sich mit Bedürfnissen und Erwartungen sowie der Realisierbarkeit und Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland. Bei einigen Fragen wurden die Interviewpartner während des Interviews gebeten, anhand von vorgegebenen Skalen verschiedene Kriterien, die für die jeweilige Frage relevant waren, anzukreuzen. PKs ohne Auslandserfahrung wurden diese Fragen nicht gestellt.

4 Auswertung der Experteninterviews

Die Auswertung der Interviews erfolgte über eine qualitative Inhaltsanalyse, bei der die Antworten weiterverarbeitet und verglichen wurden. Diese Auswertungsmethode wurde den Anforderungen der Arbeit am ehesten gerecht, allerdings muss bei den Ergebnissen von einer gewissen Unschärfe ausgegangen werden.¹⁰⁹ Die Auswertung der Experteninterviews wurde in zwei Teilbereiche untergliedert: Die deskriptive Auswertung, bei der die textliche und grafische Darstellung der erhobenen Daten im Vordergrund steht und die alle Pensionskassen der Stichprobe berücksichtigt, und eine clusterbasierte Auswertung, bei der versucht wurde, mögliche Übereinstimmungen und Differenzen im Antwortverhalten der verschiedenen Cluster zu analysieren. Die Darstellung der Ergebnisse folgt der Reihenfolge der Hypothesen.

¹⁰⁹ Vgl. Gläser/Laudel 2010, S. 43-47

4.1 Asset Allokation von Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 1: Das Anlageverhalten von Schweizer Pensionskassen in Bezug auf Auslandsimmobilien korreliert mit der Grösse der gesamten Vermögensanlagen und der bestehenden Anlagen in Schweizer Immobilien. Je grösser die Pensionskasse desto höher die Investitionen im Ausland.

Müssen PKs eine bestimmte Grösse haben, um im Ausland zu investieren und wenn ja, wie gross müssen sie sein? Zur Beantwortung dieser Frage wird zunächst über alle PKs hinweg und im Vergleich der Cluster die Asset Allokation analysiert. Anschliessend wird in einer detaillierten Untersuchung versucht, Korrelationen zwischen Immobilienvermögen im Ausland und Gesamtvermögen bzw. zwischen Auslandsimmobilien- und Gesamtimmobilienvermögen zu finden.

In einem ersten Schritt wird betrachtet, wie hoch per 31. Dezember 2015 die Allokation der befragten Pensionskassen in Immobilien CH und in ausländische Immobilien war. 10 von 14 befragten PKs sind bereits in ausländische Immobilien alloziert. Zwei weitere gaben an, dies im Jahr 2016 anzustreben. Die ersten Investitionen in Auslandsimmobilien erfolgten im Jahr 2000 und nachdem bereits eine gewisse Immobilienerfahrung auf dem Schweizer Markt vorhanden war. Sieben von zehn Pensionskassen investierten erst nach 2005 in ausländische Immobilien. Wie in Abbildung 3 nachvollzogen werden kann, betrug die durchschnittliche Immobilienquote CH der befragten Pensionskassen gemessen am Gesamtkapitalvermögen per 31. Dezember 2015 insgesamt 16,7% und die durchschnittliche Auslandsimmobilienquote 2.5%. Damit lagen beide Werte in der Stichprobe im Bereich des Schweizer Durchschnitts. Lediglich Cluster 3 liegt mit einer Auslandsimmobilienquote von 4.7% deutlich über dem Schweizer Durchschnitt von 1.7%. Von der im BVV 2 maximal erlaubten Quote von 10% sind die untersuchten Einrichtungen, auch in Cluster 3, also weit entfernt.¹¹⁰ Der Investitionsfokus liegt deutlich auf der Schweiz, wobei im Inland Direktinvestitionen bevorzugt werden.

¹¹⁰ Vgl. Anhang 4: Immobilienquoten der Stichprobe im In- und Ausland

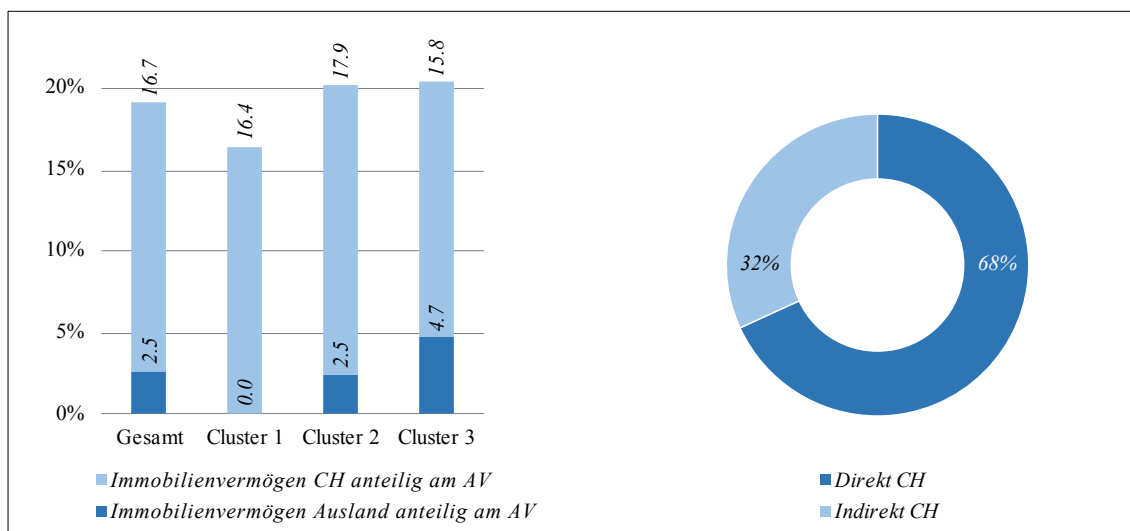


Abbildung 3: Anteil der Anlagen im In- und Ausland am Anlagevermögen

In einem zweiten Schritt wird der relative Anteil des Immobilienvermögens im Vergleich zum gesamten Anlagevermögen der PKs in der Stichprobe betrachtet. Bei der Gegenüberstellung in Abbildung 4 fällt auf, dass dieser Anteil bei kleineren PKs häufig höher ausfällt. Pensionskassen der Stichprobe mit einem grossen Gesamtvermögen (AV > CHF 15 Mrd.) weisen – mit Ausnahme der MPK – eher geringere Immobilienquoten auf. In der Stichprobe nimmt also die Immobilienanlagequote mit zunehmendem Volumen der Vermögensanlagen tendenziell ab.

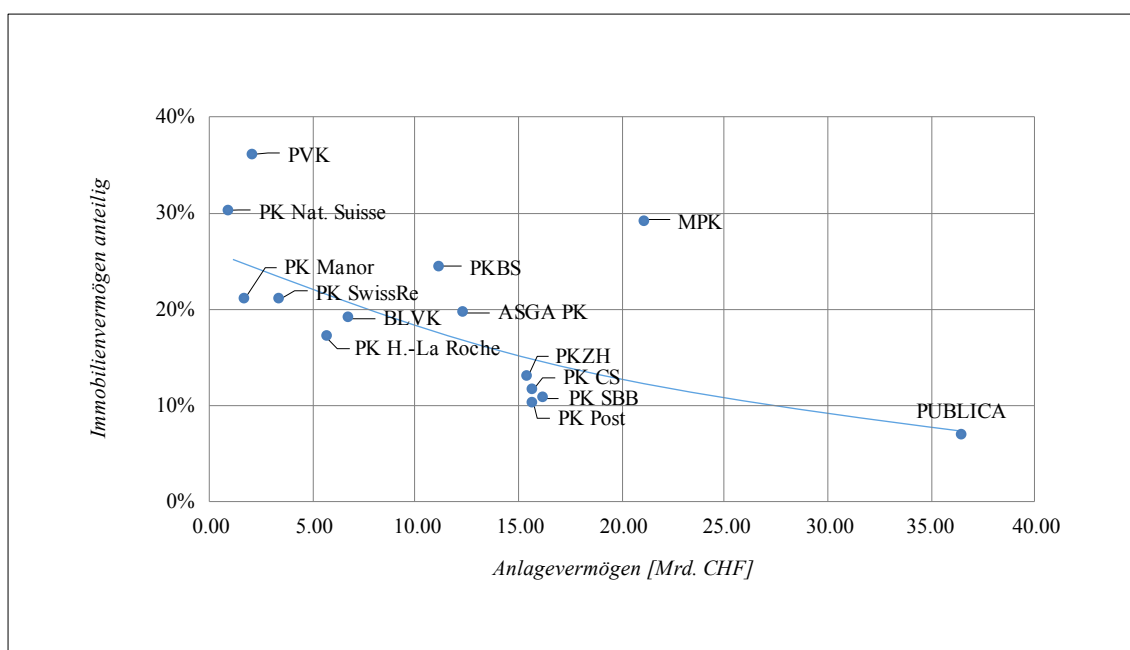


Abbildung 4: Vergleich Anteil Immobilienvermögen & Anlagevermögen

Im Gegensatz dazu nimmt in Abbildung 5 das Immobilienvermögen in CHF tatsächlich mit der Grösse des Anlagevermögens zu. Die Grenze des Immobilieninvestitionsvolumens scheint aber bei den kleinen PKs der Stichprobe bei CHF 1.3 Mrd. und bei den mittleren bis grossen Einrichtungen bei CHF 2.6 Mrd. erreicht. Auffallend sind folgende Pensionskassen: Die MPK, die bei einem hohen Anlagevolumen von über CHF 20 Mrd. auch eine sehr hohe Immobilienquote von rund 29%¹¹¹ aufweist und die PK Bern, die über ein vergleichsweise geringes Kapitalvermögen von CHF 2.0 Mrd. verfügt aber über ein Drittel ihres Anlagevermögens in Immobilien investiert. Dagegen investiert die Pensionskasse PUBLICA trotz hohem Anlagevolumen von über CHF 35.0 Mrd. nur CHF 2.5 Mrd. in Immobilien.

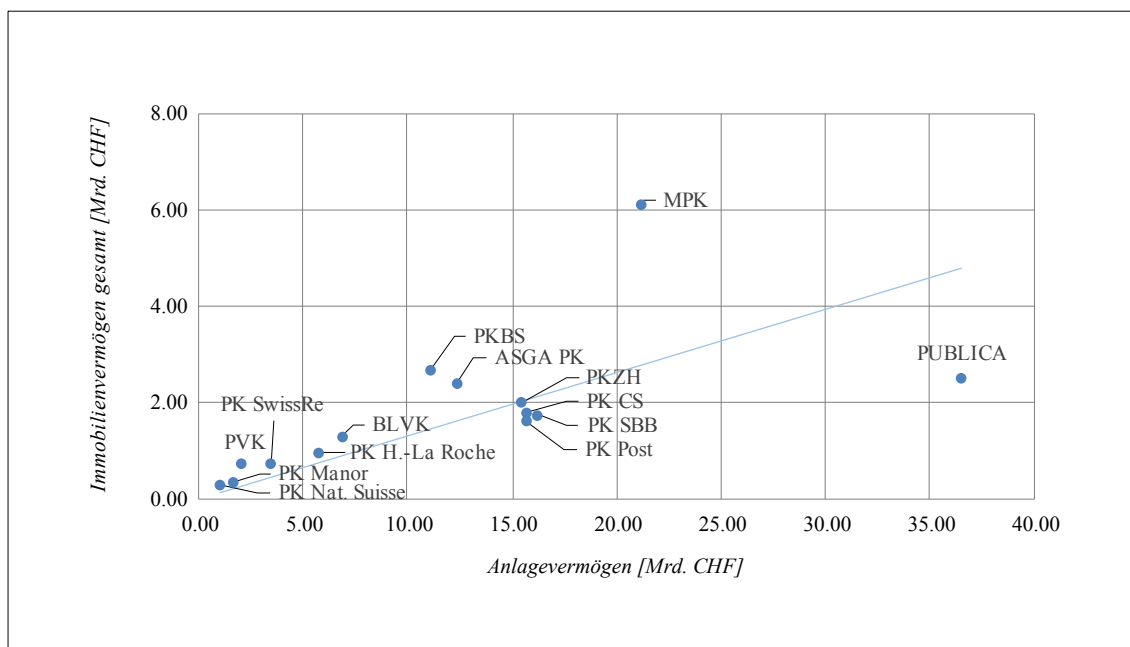


Abbildung 5: Vergleich Immobilienvermögen & Anlagevermögen

Betrachtet man nun in Abbildung 6 das Auslandsimmobilienvermögen im Vergleich zum gesamten Anlagevermögen, scheint keine positive Abhängigkeit zu bestehen. Dennoch fällt auf, dass die kleinsten PKs der Stichprobe (AV < CHF 5.0 Mrd.) tatsächlich geringer im Ausland investiert sind. Bei den Pensionskassen mit einem Anlagevolumen ab CHF 5.0 Mrd. ist dieser Zusammenhang allerdings nicht mehr erkennbar. Unabhängig vom Gesamtanlagevermögen übersteigen die Auslandsimmobilienanlagen jedoch bei keiner der untersuchten PKs den Wert von CHF 1.0 Mrd.

¹¹¹ Ökonomische Betrachtung inkl. ausländische Immobilienstrategien mit über 50% Fremdfinanzierung

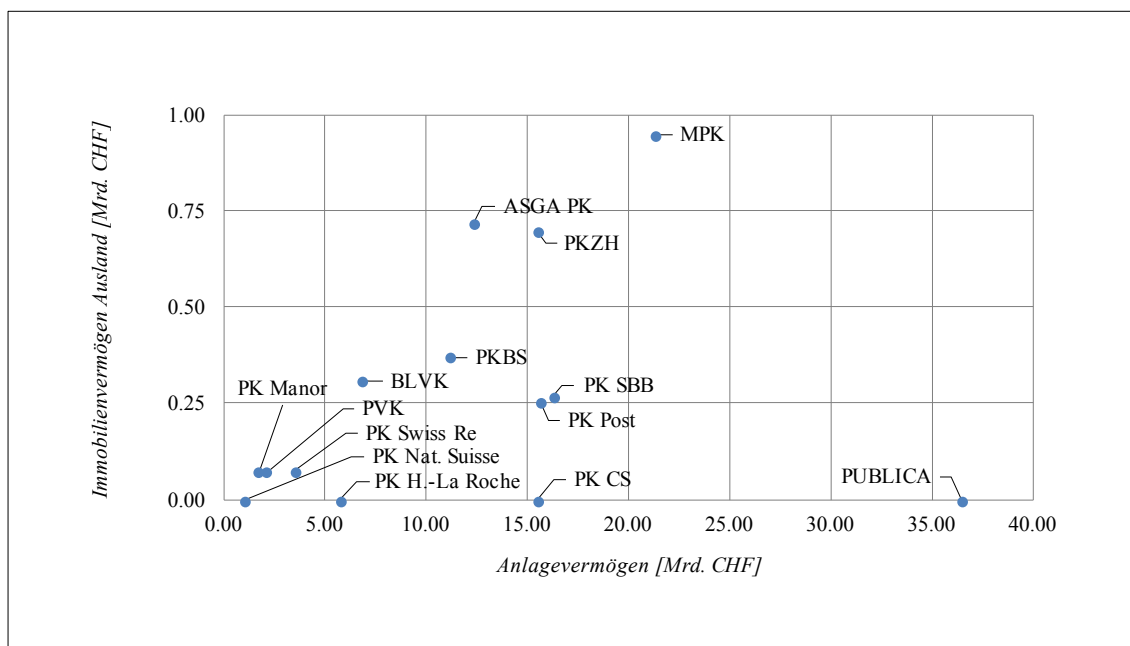


Abbildung 6: Vergleich Immobilienvermögen Ausland & Anlagevermögen

Analysiert man in Abbildung 7 die Auslandsimmobilienquote im Vergleich zum gesamten Anlagevermögen hat die ASGA PK mit fast 6% die höchste Quote. Im Ergebnis lässt sich der relative Anteil an Auslandsimmobilien bei PKs aber nicht in einen klaren Zusammenhang mit dem Gesamtanlagevermögen der PK bringen.

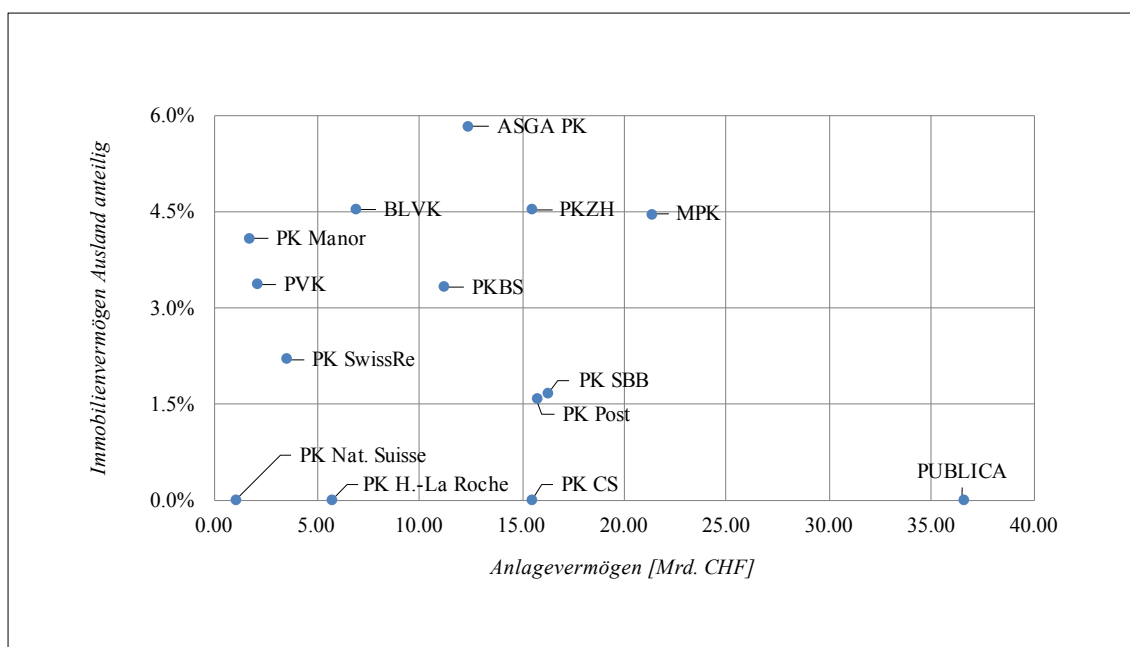


Abbildung 7: Vergleich Anteil Immobilienvermögen Ausland & Anlagevermögen

Auch zwischen der Auslandsimmobilienquote und den Gesamtimmobilienanlagen lässt sich, wie in Abbildung 8 dargestellt, kein direkter Zusammenhang herstellen.¹¹² Auffällig ist das Anlageverhalten der PKZH, die über 30% ihres Immobilienvermögens im Ausland angelegt hat. Sowohl sehr kleine als auch sehr grosse Einrichtungen der Stichprobe haben bisher noch keine Auslandsinvestitionen getätigt. Es lässt sich daher auch hier keine klare Kategorisierung der Pensionskassen vornehmen.

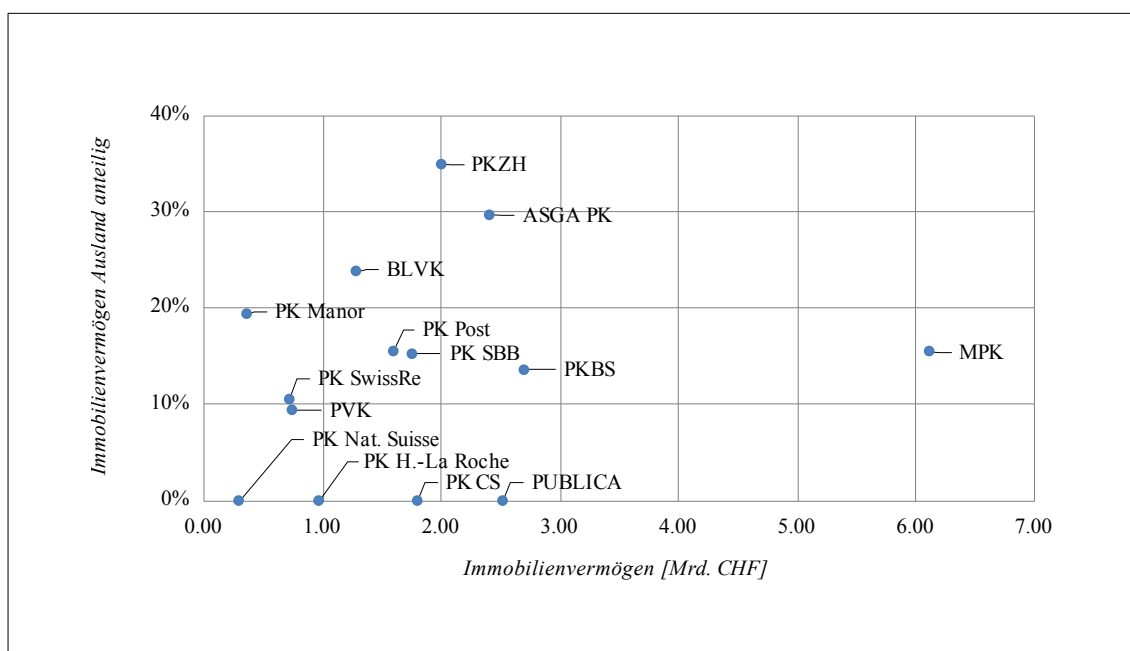


Abbildung 8: Vergl. Anteil Immobilienvermögen Ausland & Immobilienvermögen

Um zu untersuchen, ob allenfalls die rechtliche Struktur der Pensionskassen einen Einfluss auf ihr Anlageverhalten im Ausland hat, wurden die bisher getätigten Auslandsinvestitionen der verschiedenen Pensionskassen verglichen. Dabei konnte festgestellt werden, dass 80% der öffentlich-rechtlichen Pensionskassen aus der Stichprobe im Ausland investieren, während dieser Anteil bei den privatrechtlichen Einrichtungen bei 70% liegt. Die Auswirkungen der Rechtsform auf das Anlageverhalten sind allerdings nicht Gegenstand dieser Arbeit und bieten sich für weitergehende Untersuchungen an. Im Ergebnis scheint die Frage ob und in welcher Höhe eine PK im Ausland investiert, weder unmittelbar vom Anlagevolumen noch von der Immobilienanlagequote oder der Grösse der Gesamtimmobilienanlagen abzuhängen. Die Aussage von Hypothese 1, dass die Grösse der Auslandsinvestitionen positiv mit der

¹¹² Siehe ergänzend auch Anhang 5: Vergleich Immobilienvermögen CH und Immobilienvermögen Ausland

Grösse der PK korreliert, lässt sich also zum Teil widerlegen. In der Stichprobe traf dies nur auf sehr kleine PKs zu. Ab einem Anlagevermögen von über CHF 5.0 Mrd. war diese Korrelation nicht mehr vorhanden. Da nur mittlere bis grosse Schweizer Pensionskassen Gegenstand der Untersuchung waren, kann hier keine Aussage über kleine PKs gemacht werden.

4.2 Best Practice bei der Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 2: Schweizer Vorsorgeeinrichtungen handeln auf dem Markt für Auslandsinvestitionen in Immobilien relativ unkoordiniert. Durch die Heterogenität des Pensionskassenwesens in der Schweiz zeichnet sich keine klar erkennbare Erfolgsmethode im Sinne einer Best Practice ab.

Um herauszufinden, welche Anlage- und Umsetzungsstrategien PKs derzeit bei Auslandsimmobilien verfolgen, wurden Fragen zu Produktauswahl, Informationsbeschaffung und Due Diligence Prozess sowie zur Anlagestrategie gestellt. Es wurden nur die Einrichtungen der Stichprobe befragt, die bereits Investitionen im Ausland getätigt haben.

Produktauswahl:

Aus Abbildung 9 geht hervor, auf welche Anlageformen die Immobilienanlagen der Stichprobe im Ausland per 31. Dezember 2015 verteilt waren. Über beide Cluster hinweg waren die PKs mit einem Anlagevolumen von CHF 1,07 Mrd. vor allem in REITs investiert.¹¹³ An zweiter Stelle folgen direktinvestierende Anlagestiftungen (CHF 0,85 Mrd.) und an dritter Stelle mit einem Volumen von CHF 0,39 Mrd. Anlagestiftungen (Fund of Fund). Immobilienfonds mit Domizil ausserhalb der Schweiz folgen mit einem Anlagevermögen von CHF 0,38 Mrd. Allerdings bestehen signifikante Unterschiede zwischen den Clustern. Das Cluster 3 investiert vor allem in Aktiengesellschaften und REITs, während das Cluster 2 direktinvestierende Anlagestiftungen bevorzugt. Was den Investmentstil anbelangt, bevorzugen sämtliche befragten Pensionskassen Core oder Core+ Investitionen. Etwas mehr als die Hälfte der Pensionskassen gab aber auch an, an Value Added Investitionen interessiert zu sein. Fünf Pensionskassen können sich auch opportunistische Anlagen vorstellen.¹¹⁴ Als Konkurrenzprodukte zu ausländischen

¹¹³ Zu diesem Ergebnis trug grösstenteils die PKZH mit CHF 0,52 Mrd. in dieser Anlagekategorie bei

¹¹⁴ Vgl. Anhang 6: Bevorzugte Investitionsstile im Ausland

Immobilienanlagen wurden von mehr als der Hälfte der Befragten Infrastrukturinvestitionen und Immobilien CH genannt. Fünf Gesprächspartner gaben an, keine andere Anlagekategorie als Konkurrenzprodukt zu bezeichnen. Nur ein Gesprächspartner nannte Private Equity als mögliches Alternativprodukt.¹¹⁵

Als besonderen Vorzug der Anlagestiftungen bezeichneten die befragten Experten die Unabhängigkeit von einem externen Assetmanagement und die massgeschneiderte Abstimmung auf die Bedürfnisse der PK. Gerade für Pensionskassen ohne Erfahrung auf dem Gebiet haben Anlagestiftungen eine grosse Attraktivität. Als Nachteile der Anlagestiftungen wurde mehrmals die geringe Liquidität und die Schwierigkeit aus dem Produkt auszusteigen genannt. Im Gegensatz dazu wurden die hohe Liquidität sowie die einfache Umsetzung als grösster Vorteil von REITs erkannt. Offenbar gehen die beiden Cluster mit geradezu diametral entgegengesetzten Investitionszielen vor. Die befragten PKs, die aktuell in REITs oder ausländische Immobilienaktienanlagen investiert sind, gaben an, diese zur Immobilienquote zu zählen und so im Geschäftsbericht auszuweisen.¹¹⁶ Etwa die Hälfte der PKs in der Stichprobe ordnet REITs und Immobilienaktienanlagen im Ausland der im BVV 2 klassifizierten Kategorie Immobilien zu. Die andere Hälfte weist diese Anlageprodukte im Geschäftsbericht als Aktienanlagen aus. Einige Pensionskassen konnten darüber keine Aussage machen, weil sie sich bisher nicht mit dem Thema auseinandergesetzt haben, andere wiederum haben sich gerade aufgrund der nicht klar definierten Zuordnung explizit gegen REITs oder ausländische Immobilienaktien entschieden.

Die Umsetzungsformen, über die am wenigsten Kapital investiert wurde, sind Immobilienfonds nach Schweizer Recht sowie die Kategorie „Separate Accounts, Joint Ventures und Club Deals“. Keine der Pensionskassen gab an, direkt im Ausland investiert zu sein oder dies in Zukunft anstreben zu wollen. Als Gründe hierfür wurden zu geringes Investitionsvolumen, nicht vorhandenes Know-how, fehlende personelle Kapazitäten sowie der Aufwand der Steueroptimierung angegeben.

¹¹⁵ Vgl. Anhang 9: „Konkurrenzprodukte“ zu Immobilieninvestitionen im Ausland

¹¹⁶ Mit Ausnahme der PUBLICA, die weniger als 1% in ausländische REITs/Aktienanlagen investiert ist

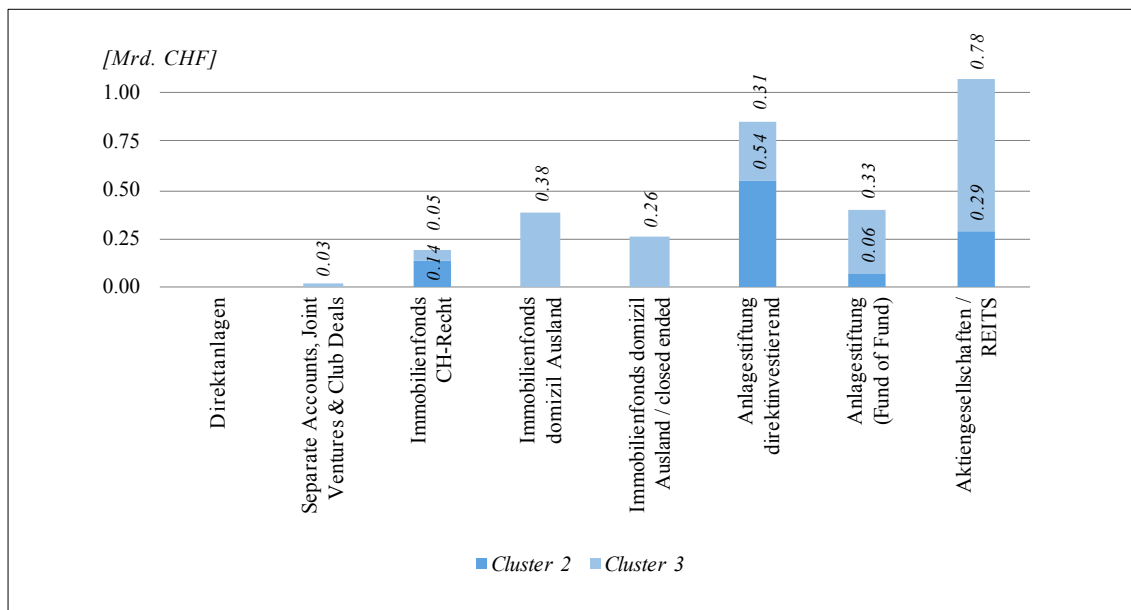


Abbildung 9: Verteilung der Auslandsimmobilienanlagen

Auffallend ist, dass gerade die kleineren PKs der Stichprobe ($AV < \text{CHF } 10 \text{ Mrd.}$), wie in Abbildung 10 ersichtlich, ihre Auslandsinvestitionen über mindestens drei unterschiedliche Investitionskanäle umsetzen. Meist in einer Kombination aus Immobilienfonds nach Schweizer Recht, Anlagestiftungen und kotierten Anlagen. Die grösseren Einrichtungen ($AV > \text{CHF } 15 \text{ Mrd.}$) scheinen hingegen eine Umsetzung über einen einzelnen oder zwei Kanäle zu bevorzugen. Sie investieren ebenfalls über kotierte Anlagen, Anlagestiftungen und, im Gegensatz zu den kleinen Pensionskassen der Stichprobe, auch über Immobilienfonds mit Domizil im Ausland.

Nur zwei der befragten Pensionskassen, beide mit einem Anlagevolumen von über CHF 15 Mrd., investieren über einen einzigen Kanal im Ausland. Die eine ausschliesslich über kotierte Auslandsinvestitionen, die andere über eine Anlagestiftung.

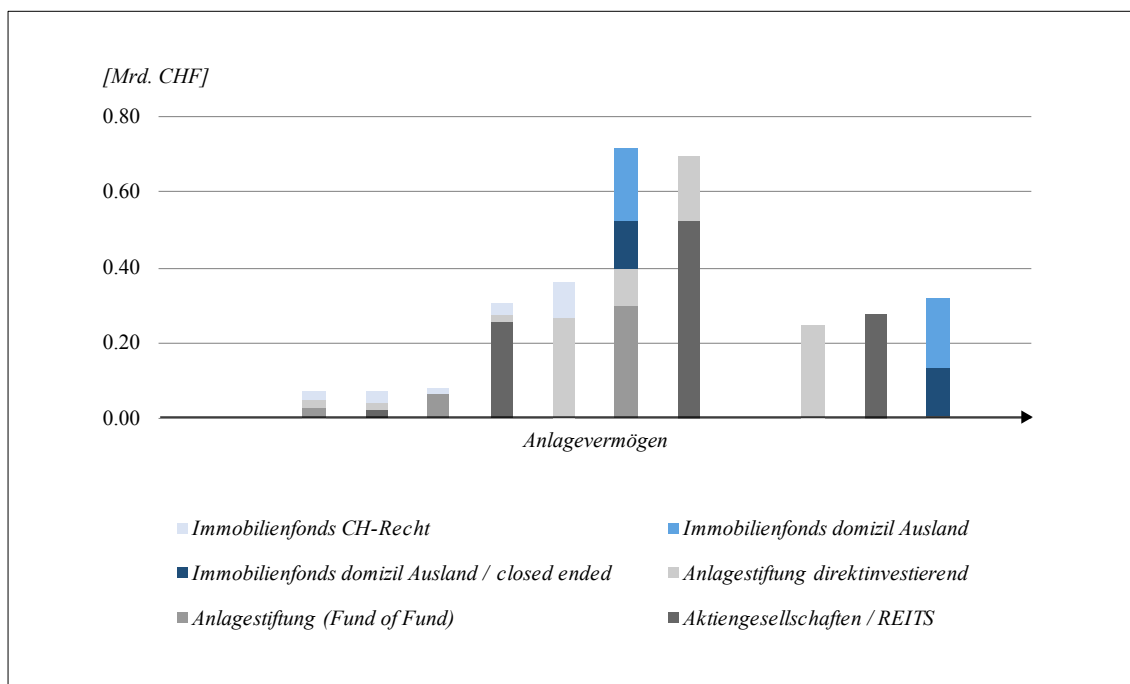


Abbildung 10: Verteilung der Auslandsimmobilienanlagen geordnet nach Anlagevolumen

Informationsbeschaffung und Due Diligence:

Der Investmententscheid für eine Investition im Ausland stellt den Stiftungsrat einer PK vor grosse Herausforderungen was die Informationsbeschaffung angeht. Die meisten konsultierten Pensionskassen greifen dabei auf externes Know-how zurück. Informationen zu neuen Anlageprodukten im Ausland beschaffen sich die befragten Pensionskassen vor allem über spezialisierte Immobilien-Research Firmen und Broker sowie über ihr Investorennetzwerk.¹¹⁷ Fünf von vierzehn befragten PKs besitzen zwar eine interne Immobilienabteilung, aber lediglich zwei gaben an, auch einen internen Experten für Auslandsimmobilien zu beschäftigen. Die Investitionsentscheidungen werden folglich von Asset Management Teams getroffen, die Investment Research sowie Managerselektion und -überwachung für unterschiedliche Anlagekategorien durchführen und nicht unbedingt Spezialisten für den Immobilienmarkt sind. Daraus ergeben sich zwei Schlussfolgerungen. Zum einen wird die Notwendigkeit fachlicher Kompetenz für indirekte Immobilienanlagen im Ausland möglicherweise unterschätzt. Zum anderen ist man von externen Beratern abhängig. Das Problem wird dadurch verstärkt, dass auch Beratungsfirmen in der Schweiz z.T. erst anfangen, sich zu spezialisieren und ihr Know-how auf dem Gebiet der Produkt- und Managerauswahl zu erweitern.

¹¹⁷ Vgl. Anhang 8: Informationsbeschaffung für Immobilieninvestitionen im Ausland

Was den genauen Ablauf der Due Diligence anbelangt, gaben vier der befragten PKs an, den kompletten Prozess an externe Berater zu delegieren. 12 der 14 Pensionskassen gaben an, eine Zweitmeinung über Reference Checks einzuholen. Die Durchführung gemeinsamer Due Diligences mit anderen Pensionskassen wurde ebenfalls thematisiert. Nur fünf Pensionskassen gaben an, dies bereits praktiziert zu haben. Die Zusammenarbeit wurde dabei meist über eine Anlagestiftung organisiert und hat sich nach Meinung der Experten in Bezug auf Kosten bewährt. Als Gründe, die gegen gemeinsame DDs sprechen, wurden genannt: Die Interessenlage mit anderen Pensionskassen sei nicht immer gleich. Es sei schwierig, gleichgesinnte Pensionskassen zu finden, die genau zum gleichen Zeitpunkt investieren wollen und zudem sei die operative Koordination nicht ganz einfach. Bei einer gemeinsamen DD könne der Aufwand sogar höher sein, etwa wenn es zwischen den beteiligten PKs ein Informationsgefälle gebe. Einige Pensionskassen nannten auch das Berufsgeheimnis als Begründung. Auch wurde angemerkt, dass der Informationsaustausch zwischen den Pensionskassen in der Schweiz nicht besonders durchlässig und rege sei.

Obwohl alle befragten Pensionskassen Mitglieder des Schweizerischen Pensionskassenverband ASIP sind, gaben nur zwei Interviewpartner an, sich aktiv über selbstgegründete Gruppen oder Netzwerke über Produkte und Management auszutauschen. Sechs Pensionskassen gaben an, sich zumindest passiv, z.B. bei Messen oder Kongressen, mit ausländischen Pensionskassen über das Thema Auslandsimmobilien auszutauschen. Viele Gesprächspartner konnten in der Teilnahme an Events keinen Mehrwert erkennen und befanden die Veranstaltungen für nicht zielführend und oberflächlich. Ein in diesem Zusammenhang häufig angesprochenes Problem war, dass internationale Veranstaltungen oft sponsorengetrieben sind. Wünschenswert wären aber unabhängige Plattformen und solche, die speziell auf die Bedürfnisse von Pensionskassen zugeschnitten sind. Bezüglich Mitgliedschaften bei Immobilienorganisationen konnte festgestellt werden, dass nur eine Pensionskasse Mitglied bei einer europäischen Organisation institutioneller Investoren ist. Keine der befragten Pensionskassen ist Mitglied einer globalen Organisation. Drei Pensionskassenvertretern war keine internationale Organisation namentlich bekannt. Weitere drei Pensionskassen sind zurzeit dabei, Mitgliedschaften bei internationalen Organisationen zu prüfen. Als Gründe, die gegen eine Mitgliedschaft sprechen, wurden Zweifel am Mehrwert, Mitgliedschaftskosten, der zeitliche Aufwand und die zu bewahrende Unabhängigkeit genannt.

Anlagestrategie:

Die Pensionskassen überprüfen grundsätzlich alle drei bis fünf Jahre ihre Anlagestrategie und nehmen gegebenenfalls Anpassungen vor, wobei taktische Veränderungen auch bis zu zwei Mal im Jahr erfolgen können. Bei der Formulierung der Ziele und Erwartungen in Bezug auf Auslandsimmobilien besteht jedoch Handlungsbedarf. Eine spezifische Anlagestrategie für ausländische Immobilieninvestitionen ist zwar bei acht Pensionskassen vorhanden, allerdings handelt es sich in den meisten Fällen um ein sehr reduziertes Grundsatzdokument mit knappen Angaben zu Investmentstil und bevorzugten Regionen. Im Rahmen der Befragung wurden die Gesprächspartner gebeten, auf Grundlage ihrer Erfahrungen mit Immobilieninvestitionen im Ausland Empfehlungen im Sinne einer Best Practice auszusprechen. Vor allem aus Diversifikationsgründen wurden Auslandsinvestitionen von allen befragten Pensionskassen grundsätzlich positiv gesehen. Allerdings wurde darauf hingewiesen, dass als erster Schritt eine bewusste Strategieentscheidung von grösster Bedeutung sei. Um von den Chancen profitieren zu können, müsse man sich in der Tiefe mit dem Thema auseinandersetzen. Pensionskassen, die neu im Ausland investieren wollen, sollten sich daher über einen Top Down Ansatz detaillierte Gedanken über Themen wie Renditeerwartungen, Sektoren, Regionen und Anlagestil sowie Fremdkapitaleinsatz machen. Um eine effiziente Produktevaluation durchführen zu können, muss eine klare Analyse der Bedürfnisse vorliegen. Von grosser Wichtigkeit sei ausserdem die Auswahl vertrauenswürdiger Partner und eines professionellen Managements. Das fehlende interne Know-how für die Produkt- und Managementselektion wurde dabei kritisch gesehen.

Für die tatsächliche Auswahl der Umsetzungsform wurden von den befragten PKs folgende Empfehlungen gegeben. Von einer grossen Pensionskasse wurde empfohlen, zumindest am Anfang nur in ein Gefäss zu investieren und die Kategorien nicht zusätzlich aufzuteilen. Ein anderer Gesprächspartner empfahl, anfangs einfache, leicht verständliche Produkte zu wählen und sich erst im nächsten Schritt an komplexere Produkte zu wagen. Dieses Vorgehen erleichtere auch die Genehmigung des Investitionsantrags. Wiederum eine andere Pensionskasse betonte, es sei von Vorteil eine Mischung aus Umsetzungswegen anzustreben, auch wenn dies, je nach Vehikel, eine gewisse Grösse voraussetze. Auch wurde dazu geraten, einen Teil des Vermögens in kotierte Immobilien zu investieren. Dies ermögliche auf einfache Art und Weise eine breite Diversifikation über Firmen und Manager. Ein weiterer Vorteil kotierter Immobilienanlagen sei die Interessenkongruenz mit dem Aktionär. Ziel sei es, gleichermassen in kotierte und nicht

kotierte Immobilien zu investieren. Bezüglich der geographischen Ausrichtung der Anlagestrategie zeichnete sich eine leichte Tendenz zu länderspezifischen Investitionen ab, um so von lokalem Know-how profitieren zu können und eine bessere Kontrolle bezüglich der Gewichtung einzelner Regionen im Portfolio zu haben. Ein weiterer Vorteil von Länder- oder Regionen spezifischen Produkten ist nach Meinung der befragten Experten die Möglichkeit, sich auf einzelne Länder mit Entwicklungspotential konzentrieren zu können. Zugleich legten die meisten der befragten PKs Wert darauf, in mehreren Regionen weltweit gleichzeitig investiert zu sein. Gegenüber global investierenden Anlageprodukten äusserten sich mehrere der befragten Pensionskassen aufgeschlossen aber skeptisch, da sie befürchteten, dass das Management solcher komplexen Produkte nicht einfach sei. Eine zusätzliche Diversifikation über Sektoren sollte aber unbedingt angestrebt werden.

Die Empfehlung konkreter Anlageformen fiel insgesamt sehr divergent aus. Von mehreren Pensionskassen wurde eingeräumt, dass es kaum möglich sei, eine verallgemeinerbare Erfolgsmethode im Sinne einer Best Practice zu skizzieren, da die Voraussetzungen und Zielsetzungen der einzelnen PKs sehr unterschiedlich seien.

Zusammenfassend können in Bezug auf Produktauswahl, Informationsbeschaffung und Strategie folgende Ergebnisse festgehalten werden:

Die Einrichtungen der Stichprobe sind bisher vor allem über REITs und Anlagestiftungen im Ausland alloziert. Cluster 3 präferiert REITs, während Cluster 2 Anlagestiftungen vorzieht. Bislang noch wenig genutzt werden innovative Anlageformen wie Separate Accounts, Club Deals und Joint Ventures. Kleinere PKs bevorzugen Umsetzungen über mindestens drei Investitionskanäle, während grössere Einrichtungen Investitionen über ein oder zwei Kanäle bevorzugen.

Bedingt durch die Delegierung der Auswahl der ausländischen Immobilienanlagen an externe Partner, ist das Marktwissen innerhalb der PKs begrenzt. Auch die Bereitschaft, gemeinsame Due Diligences mit anderen Schweizer oder ausländischen Einrichtungen durchzuführen, ist eher gering. Das Interesse an internationalem Informationsaustausch ist noch sehr verhalten, obwohl zugleich ein Informationsbedarf eingeräumt wird. Die Ursache hierfür ist unter anderem darin zu suchen, dass es bisher noch keine unabhängigen Plattformen gibt, die den Austausch der Pensionskassen über die Landesgrenzen hinaus fördern und unabhängige Einblicke in die jeweiligen Immobilienmärkte geben können. Bemerkenswert ist der Widerspruch, dass sich die

befragten PKs mehrheitlich unabhängige Informationsquellen wünschen, ihre Investitionsentscheidungen aber unter Inkaufnahme von Interessenkonflikten extern vergeben.

Alle Einrichtungen der Stichprobe bewerten das Thema Auslandsinvestitionen grundsätzlich positiv und geben als Grund dafür Diversifikationseffekte an. Dennoch sind die Auslandsinvestitionen bei fast allen PKs der Stichprobe nicht in eine elaborierte Anlagestrategie eingebunden, obwohl die befragten Experten eine solche für äusserst relevant erachten. Eine klare Präferenz für bestimmte Anlageformen lässt sich aus den Interviews weniger ableiten als aus der Analyse der tatsächlichen Allokationen.

Das Ergebnis kann die Annahme von Hypothese 2, dass sich in der Schweiz kein klarer Ansatz in Bezug auf Auslandsinvestitionen durch Vorsorgeeinrichtungen abzeichnet, nicht falsifizieren. Der Markt ist noch in der Entwicklung und deutlich weniger transparent als in Ländern wie den Niederlanden oder Kanada.

4.3 Hindernisse bei Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 3: Pensionskassen investieren nicht aus Überzeugung zurückhaltend in Immobilien im Ausland, sondern weil sie die Schwierigkeiten bei der tatsächlichen Umsetzung als sehr hoch einschätzen.

Um die Zurückhaltung bei Auslandsinvestitionen zu untersuchen, wurden die Interviewpartner gebeten, eine Auswahl von möglichen Hindernissen bei der Umsetzung von Auslandsinvestitionen von „sehr klein“ bis „sehr gross“ zu bewerten. Das Resultat der Beurteilung ist in Abbildung 11 ersichtlich. Die Antworten, vor allem von Cluster 2 und 3, sind zudem sehr kongruent. An erster Stelle werden rechtliche und politische Risiken als „neutrale“ bis „grosse“ Hindernisse bewertet. Das Fehlen geeigneter Benchmarks und internen Expertenwissens werden als zweitgrösstes Hindernis angesehen. Kosten wie z.B. Transaktionskosten, Verwaltungsgebühren und Fees stehen an dritter Stelle. Bei einigen Faktoren liegen die Meinungen jedoch auseinander. So sind für das „unerfahrene“ Cluster 1 anfallende Kosten und fehlende interne Expertise ein „grosses“ Motiv, nicht im Ausland zu investieren, und Cluster 2 bewertet das Fehlen einer geeigneten Benchmark als „gross“ bis „sehr gross“. Für Cluster 3, das „erfahrene“ Cluster scheint es keine wirklich relevanten Hindernisse zu geben. Auffallend ist bei dem Ergebnis, dass über alle Cluster hinweg keines der Hindernisse als besonders relevant

angesehen wird und als „grosses“ oder „sehr grosses“ Hindernis bewertet wurde. Die abgefragten Hindernisse scheinen also bei der tatsächlichen Umsetzung gar keine so entscheidende Rolle zu spielen.

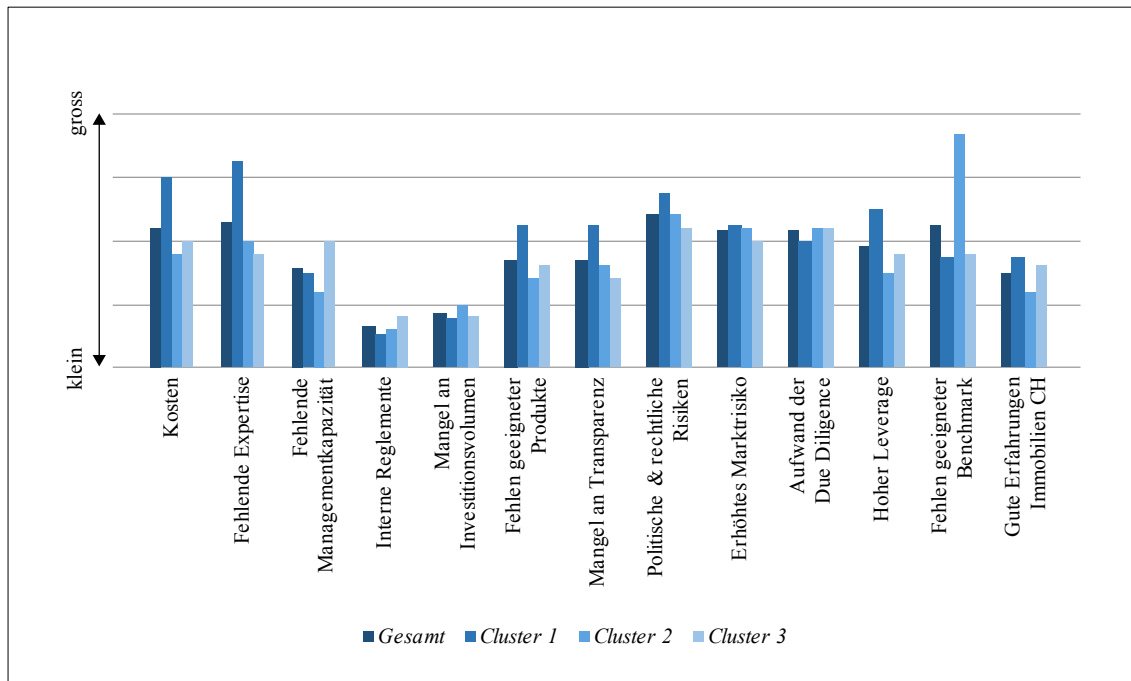


Abbildung 11: Hindernisse bei Investitionen im Ausland

Neben der Bewertung vorgegebener Kriterien wurden die Gesprächspartner auch gebeten, aus ihrer Erfahrung heraus die Schwierigkeiten bei der tatsächlichen Umsetzung zu benennen. Dabei wurde von sechs Pensionskassen der Mangel geeigneter Produkte von Schweizer Anbietern als grösstes Hindernis genannt. Investitionen in ausländische Vehikel seien aufgrund steuerlicher Aspekte aufwändig und würden z.B. durch OECD Richtlinien erschwert. Genannt wurden in diesem Zusammenhang auch der Aufwand der Due Diligences und die Tatsache, dass man bei ausländischen Investitionen eine langfristige Bindung eingehe und dadurch möglichen regulatorischen Änderungen und Anpassungen ausgeliefert sei. Bemängelt wurden ausserdem einzelne Bestimmungen und rechtliche Vorgaben zur Klassifizierung der Anlagen. Bei REITs sei beispielsweise die Zuordnung der Anlageklasse nicht klar geregelt und auch die Zuweisung von Anlageprodukten mit einem Fremdkapitalanteil von über 50% werfe Fragen auf. Da gemäss BVV 2 und der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) in der Anlagekategorie "Immobilien" ein Maximalwert von 50% Fremdfinanzierung nicht überschritten werden darf, fallen Immobilienstrategien, die diesen Wert nicht einhalten,

unter die Kategorie "Alternative Anlagen", obwohl dies nicht der Anschauung nach ökonomischen Grundsätzen entspricht und es sich teilweise um konservativere Investitionen handelt. Mit dieser Problematik sind Pensionskassen z.B. auch bei der Investition in Fund of Fund Produkte konfrontiert. Auch bei den Monitoring Tools gibt es nach Meinung der befragten Experten Verbesserungspotential. Zwar sei geeignete Software verfügbar, diese könne aber einige Kriterien wie Leerstand oder Fremdkapital nicht darstellen und es sei daher schwierig, die benötigten Informationen zusammenführen. Die Wahl einer geeigneten Benchmark sei ebenfalls schwierig. Weitere Kriterien, wie z.B. Wartezeiten, Bewertungsproblematiken, Währungsrisiken bei nicht abgesicherten Produkten, wurden ebenfalls genannt, aber jeweils nur von maximal zwei Gesprächspartnern.

Im Ergebnis scheint die Zurückhaltung in Bezug auf Auslandsimmobilien bei den befragten PKs nicht an Umsetzungsschwierigkeiten oder an praktischen oder regulatorischen Hürden zu liegen. Mehrere Gesprächspartner gaben sogar an, mit keinerlei Schwierigkeiten bei der tatsächlichen Umsetzung konfrontiert gewesen zu sein und sich in einem, z.B. im Vergleich zu Versicherungen, eher legeren reglementarischen Umfeld zu bewegen. Die in den Interviews genannten Schwierigkeiten können durchaus überwunden werden und bieten Anbietern und Beraterfirmen Gelegenheit, zur Professionalisierung und Entwicklung des Marktes beizutragen. Hypothese 3, dass PKs aufgrund hoher Investitionshürden nicht im Ausland investieren, scheint durch die gewonnenen Ergebnisse widerlegbar. Die bisherige Zurückhaltung von Schweizer PKs bei Auslandsinvestitionen im Immobilienbereich erscheint vielmehr als Folge opportunistischen Anlageverhaltens: Bisher bestand schlicht keine Notwendigkeit, im Ausland zu investieren, weil der Heimmarkt ausreichende Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung stellte. Das vorhandene Angebot an Investitionsmöglichkeiten im Ausland war zudem risikobehaftet und folglich für konservative Pensionskassen nicht geeignet. Im derzeitigen Umfeld hat sich diese Situation aber grundlegend geändert. Dieses Ergebnis muss allerdings unter dem Vorbehalt gesehen werden, dass in dieser Arbeit nur mittlere und grosse PKs untersucht wurden und administrative und organisatorische Hürden für kleinere Einrichtungen sehr wohl ein Hindernis darstellen könnten.

4.4 Motive & Erwartungen bei Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 4: Die Erwartungen, die Pensionskassen an ausländische Produkte haben, können von den Anbietern noch nicht erfüllt werden. Dies gilt sowohl in Bezug auf die Rendite als auch für andere Anlagecharakteristika.

Die PKs der Stichprobe wurden im Interview gebeten, vorgegebene Motive für die Investition im Ausland auf einer Skala von „sehr unwichtig“ bis „sehr wichtig“ zu bewerten. Gefragt wurde nach den Motiven Diversifikation, Erhöhung der Rendite, Rendite-Risiko Profil, Zugang zu neuen Märkten, Zugang zu speziellen Sektoren, Inflationshedging, Situation auf dem Heimmarkt, gute Erfahrungen anderer PKs, Anlagenotstand und Finanzmarktsituation.

Die Ergebnisse sind in Abb. 12 ersichtlich. Die Diversifikation wurde in allen Clustern als wichtigste Motivation für Auslandsinvestitionen bewertet.

Nicht alle Motive wurden von den Clustern so einheitlich bewertet. So spielt die Erhöhung der Rendite für Cluster 1 eine untergeordnete Rolle, während sie für Cluster 3 zu den wichtigeren Motiven gehört. In keinem Cluster werden Renditeerwartungen als wichtigstes Motiv genannt. Aufgrund des Anlageumfelds in der Schweiz, scheinen sich Pensionskassen damit abzufinden, dass Auslandsinvestitionen nicht automatisch mit Risikoprämien einhergehen müssen, und nach verschiedenen zu berücksichtigenden Kosten, wie z.B. der Währungsabsicherung, der Performancevorteil gegenüber Investitionen in Schweizer Immobilien ausbleiben kann. Diese Erkenntnis trifft besonders auf risikoarme Core oder Core+ Investments zu. Eine höhere Rendite im Ausland zu erzielen wird vor allem dann schwierig, wenn man nicht bereit ist risikoreichere Investitionen zu tätigen.

Ein ähnliches Bild zeigt sich in Bezug auf die Motivation Rendite-Risiko Profil. Auch diese wird von Cluster 1 relativ unbedeutender eingeschätzt, während Cluster 2 und 3 in Auslandsinvestitionen ein wichtiges Instrument ihrer Risikodiversifizierung sehen. Für Cluster 3 ist dies sogar die zweitwichtigste Motivation.

Der Zugang zu neuen Märkten wird als Motivation von allen Clustern eher als neutral bewertet. Der Zugang zu neuen Sektoren wird von Cluster 1 und 2 als unbedeutende und von Cluster 3 als neutrale Motivation bewertet.

Das Inflationshedging wird als Motivation im derzeitigen Umfeld einheitlich als neutral bis unwichtig bewertet, die Situation auf dem Heimmarkt als neutral bis wichtig. Gute

Erfahrungen anderer PKs scheinen für die meisten Einrichtungen in ihren Investitionsentscheidungen keine Rolle zu spielen, was das Ergebnis aus 4.2. widerspiegelt, dass auf dem Markt wenig Austausch stattfindet.

Signifikante Unterschiede gibt es in der Bewertung der Faktoren Anlagenotstand und Kapitalmarktzinsen. Diese werden von den PKs ohne Auslandserfahrung als besonders wichtig eingeschätzt, während sie mit wachsender Auslandserfahrung offenbar in den Hintergrund treten.

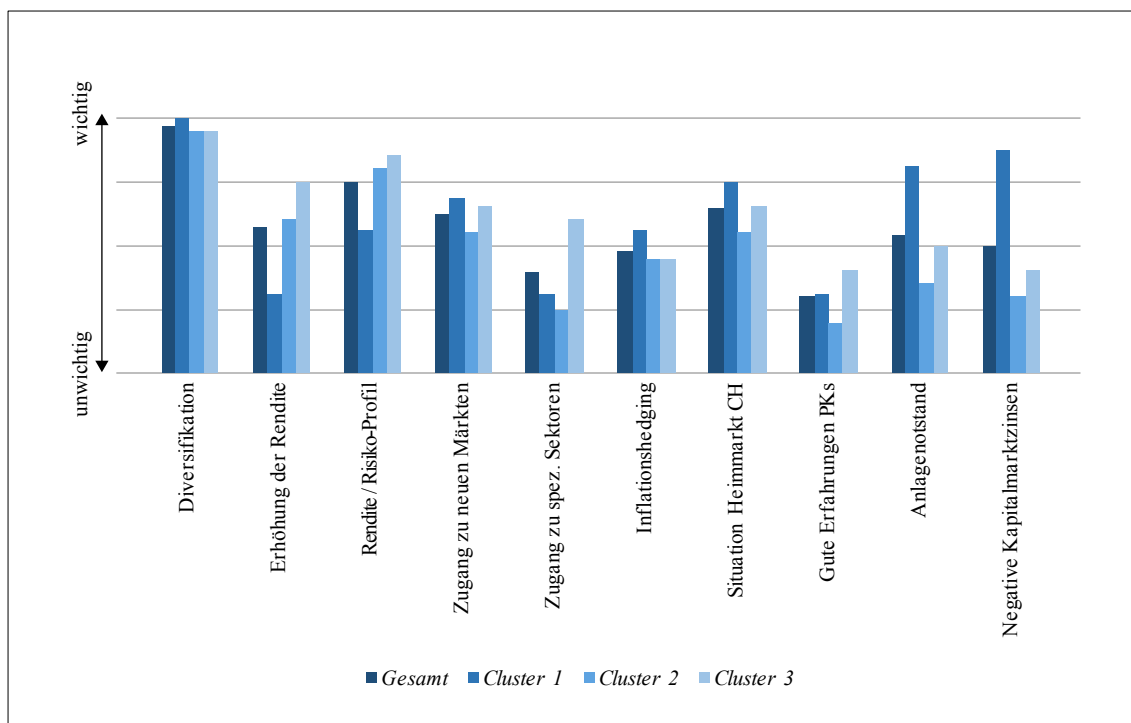


Abbildung 12: Motive für Investitionen im Ausland

Die Gesprächspartner wurden ausserdem gefragt, welche Erwartungen und Bedürfnisse in Bezug auf Auslandsinvestitionen noch nicht erfüllt werden können. Von mehr als der Hälfte der Pensionskassen wurde dabei der Wunsch nach spezifischen, auf Pensionskassen zugeschnittenen Produkten geäussert. Oft entsprächen die angebotenen Produkte den Anforderungen der Pensionskassen nicht. So sei es bei nicht kotierten Immobilienfonds z.B. häufig der Fall, dass das Produkt einen zu hohen Leverage aufweise, der Markt zu opportunistisch sei, ein Interessenausgleich zwischen Management und Investor fehle oder es an einer langfristigen Perspektive mangle. Ebenfalls wurde angegeben, dass eine erhöhte Produktkonkurrenz und Innovativität, also eine Weiterentwicklung des Markts, wünschenswert seien. Auf Produktseite wurde die zum Teil ungenügende Diversifikation innerhalb globaler Produkte negativ kommentiert.

Von PKs, die mehrheitlich in Schweizer Wohnimmobilien alloziert sind, wurde der Wunsch geäussert, in ein konservatives Produkt mit Fokus auf weltweite Wohnimmobilien investieren zu können, da vorhandene Anlagevehikel sich meist auf kommerzielle Liegenschaften beschränken. So könne der Einstieg in ausländische Investitionen erleichtert werden. Man müsse sich nur auf ein neues Land und nicht zusätzlich auch auf einen neuen Sektor einstellen. Langfristig orientierte asiatische Core Produkte, gerne auch in Form einer Anlagestiftung, seien ebenfalls schwer zu finden. Bevorzugt werden Hauptmärkte, da dort die Wertschöpfung stattfindet. Aber auch Paneuropäische Produkte sind gefragt. Eine Pensionskasse äusserte den Wunsch, auch in Emerging Markets investieren zu können.

Als unbefriedigend werden die teilweise hohen Fees und Kosten für Währungsabsicherung angesehen und damit verbunden, dass eine mit Immobilieninvestitionen in der Schweiz vergleichbare Performance nach Abzug aller Kosten oft nicht erreicht werden könne. Dennoch wurde eine Überrendite wieder erwarten nicht als eines der relevantesten Bedürfnisse angegeben. Auch der Wunsch nach mehr Transparenz auf den Zielmärkten wurde geäussert. Hierzu könne z.B. auch ein unabhängiges internationales Research Paper und ein jährlicher globaler Immobilienmonitor beitragen. Ein sehr konkreter Wunsch war zudem ein digitaler Marktplatz für Investoren und Produktanbieter.

Hypothese 4, dass die Erwartungen von Schweizer PKs an ausländische Immobilienanlageprodukte von diesen häufig nicht erfüllt werden können, konnte durch die Befragung nur teilweise falsifiziert werden. Gerade was Diversifikationseffekte betrifft, haben die Einrichtungen die Vorteilhaftigkeit von Auslandsinvestitionen erkannt. Ein bemerkenswertes Ergebnis ist die divergierende Motivation zwischen den erfahrenen und unerfahrenen Clustern. Während für Cluster 1 eher Push-Faktoren wie Anlagenotstand und Tiefzinsumfeld im Vordergrund stehen, nutzen Cluster 2 und 3 die Auslandsinvestition vor allem als Instrument der Risikodiversifizierung.

Die Anforderungen von Schweizer PKs in Bezug auf den Anlagenmarkt sind zweigeteilt. Zum einen scheint es an Anlageprodukten zu mangeln, die auf die spezifischen Anforderungen der PKs zugeschnitten sind. Zum anderen fehlen operative Tools und Plattformen die das Investieren im Ausland unterstützen könnten und zur Transparenz der Märkte beitragen. Zusammenfassend ist zu erkennen, dass ein Wunsch nach fortschreitender Professionalisierung und mehr Produktvielfalt vorhanden ist.

4.5 Einschätzung des Potentials von Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 5: *Aufgrund des aktuellen Marktumfelds in der Schweiz (Anlagenotstand; kleiner Immobilienmarkt; tiefe Zinsen; geringe Liquidität) werden Pensionskassen in den nächsten Jahren vermehrt in ausländische Immobilien investieren.*

Um das Wachstumspotential des Marktes für ausländische Immobilienanlageprodukte bei Schweizer PKs einschätzen zu können, wurden die Gesprächspartner gefragt, wie sie die Entwicklung ihres Immobilienvermögens in den nächsten zwei Jahren einschätzen. Zudem wurden die PKs nach dem Wachstumspotential sowohl für Schweizer Immobilienanlagen als auch für internationale Immobilienanlagen befragt. Die Nachfrage für Immobilien in der Schweiz ist in der Stichprobe derzeit nicht besonders hoch.¹¹⁸ Nur rund ein Viertel aller befragten gab an, die Immobilienquote Schweiz in den nächsten zwei Jahren erhöhen zu wollen. Dieses Ergebnis ist jedoch weniger auf eine gesunkene Attraktivität von Schweizer Immobilien als auf den Mangel an geeigneten Investitionsmöglichkeiten zurückzuführen.

Die Frage nach zukünftigen Auslandsinvestitionen ergab ein gegensätzliches Bild. Wie in Abbildung 13 ersichtlich, gaben rund 70% der Gesprächspartner an, die Immobilienquote Ausland in den nächsten zwei Jahren erhöhen zu wollen. Das Ergebnis war über alle Cluster hinweg relativ einheitlich, wobei Cluster 3 bedingt durch die bereits bestehende Auslandsallokation etwas zurückhaltender ist.

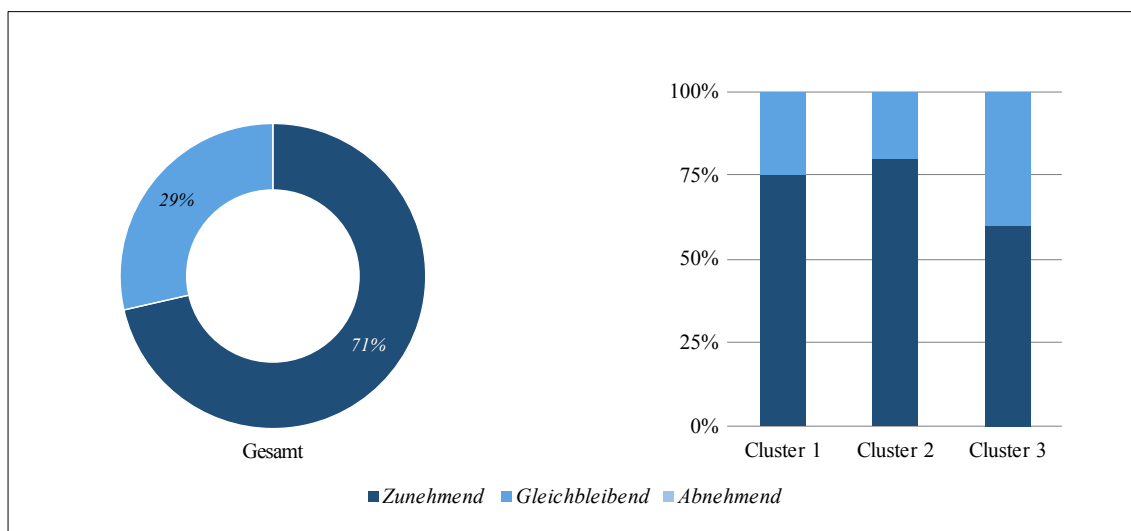


Abbildung 13: Geplante Veränderung der Immobilienquote Ausland

¹¹⁸ Vgl. Anhang 9: Veränderung der Immobilienquote im Inland

Die Interviewpartner wurden zusätzlich dazu befragt, wie sie die zukünftige Entwicklung des Marktes für Auslandsinvestitionen einschätzen. Alle Gesprächspartner waren sich einig, dass der Markt tendenziell wachsen wird. Es sei derzeit zu beobachten, dass sich viele PKs intensiv mit dem Thema befassen und sich trotz der teilweise übertriebenen Vertriebsanforderungen die Lancierung neuer Produkte durch nationale und ausländische Anbieter abzeichnet. Auch gaben bereits im Ausland investierte Pensionskassen an, vermehrt Anfragen von anderen Pensionskassen zu erhalten, die sich über Umsetzungsmöglichkeiten und Erfahrungen mit Produktanbietern informieren wollen. Da das Tiefzinsumfeld vermutlich anhalten werde, seien PKs gezwungen, aufwändigere und komplexere Investitionen zu tätigen. Die Reduzierung der Quoten bei Anlageklassen wie Obligationen und Aktien trage dazu bei, Auslandsimmobilien als Anlageklasse zukünftig bei strategischen Entscheidungen besser positionieren zu können und das Anlageuniversum zu öffnen. Dennoch wird im Immobilienbereich kein unbegrenztes, sondern eher ein moderates Wachstum der Auslandsinvestitionen erwartet. Die Frage nach der in Zukunft maximal denkbaren Immobilienquote im Ausland ergab, wie in Abbildung 14 ersichtlich, eine angestrebte Quote von durchschnittlich 9,3%, was immer noch unterhalb der im BVV 2 vorgegebenen Quote von 10% liegt. Im erfahrenen Cluster 3 können sich einige der Befragten sogar Investitionen von über 10% vorstellen. Auf Grundlage der Experteninterviews zeichnet sich für den Markt von Auslandsinvestitionen ein Wachstumspotential von 6,8% ab, was einem kumulierten Anlagevolumen von CHF 13,4 Mrd. vom gesamten Anlagevermögen der befragten PKs entspreche.

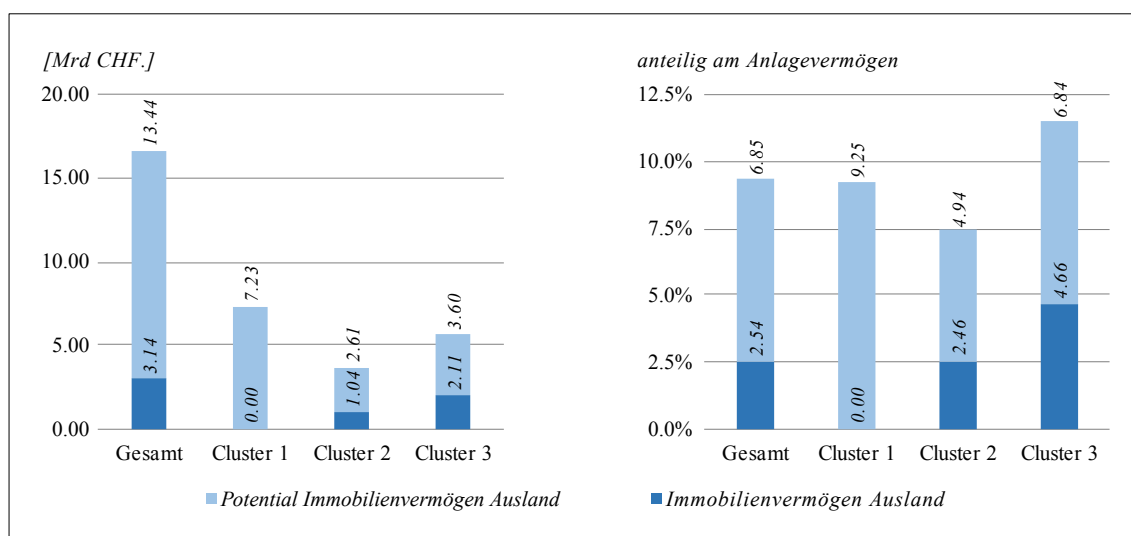


Abbildung 14: Potential der Auslandsimmobilienanlagen

Die Hypothese 5 kann folglich nicht verworfen werden. Für die meisten befragten PKs erscheint ein Schritt Richtung Auslandsimmobilien derzeit sinnvoll. Aufgrund des Anlagenotstands und des Negativzinsumfelds erfolgt der Schritt ins Ausland gerade in Cluster 1 jedoch eher aus der Notwendigkeit der Suche nach Investitionsalternativen heraus denn aus wirklicher Überzeugung.

4.6 Konzepte für die Umsetzung von Immobilieninvestitionen im Ausland

Hypothese 6: Die Chancen innovativer oder alternativer Umsetzungsmöglichkeiten werden von Schweizer Pensionskassen bislang wenig genutzt und unterschätzt.

Befragt nach ihren bevorzugten Umsetzungsmöglichkeiten für Auslandsinvestitionen, setzen die PKs der Stichprobe, wie aus Abbildung 15 hervorgeht auf konservative Anlagevehikel wie direktinvestierende Anlagestiftungen oder Immobilienfonds (CH und Ausland). Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zur tatsächlichen Allokation in der Stichprobe, in der REITs die grösste Anlageform darstellen (siehe 4.2). Hierbei ist zu berücksichtigen, dass 48.6% der Allokation in REITs auf eine einzige PK entfallen. Mit zunehmender Auslandserfahrung steigt die Bereitschaft, auch ausländische Anlagevehikel in Erwägung zu ziehen. Offenbar spielen hier die gemachten Erfahrungen und das Vertrauen in ausländische Märkte eine erhebliche Rolle. Trotz grundsätzlicher Anerkennung ihres Potentials, stehen innovativere Anlageformen, wie Joint Ventures, Club Deals oder Separate Accounts aktuell nicht im Anlagefokus der Pensionskassen. Direktanlagen spielen ebenfalls keine Rolle in den Überlegungen der Pensionskassenmanager.

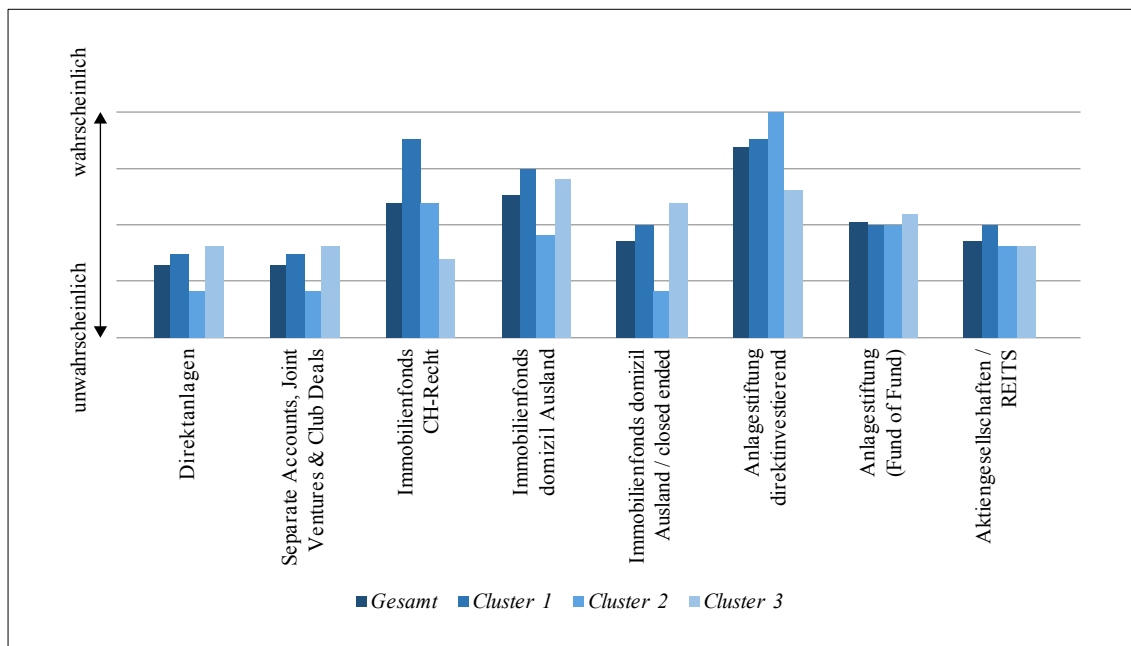


Abbildung 15: Umsetzungsformen von zukünftigen Investitionen im Ausland

Die wichtigsten Kriterien für die Auswahl einer Umsetzungsform sind in Abbildung 16 wiedergegeben. Clusterübergreifend ist die Erfahrung des Managers das relevanteste Kriterium. An zweiter Stelle wurde das Rendite-Risikoprofil und an dritter Stelle, der Track Record der Immobilienplattform genannt. Die Antworten der Cluster sind dabei relativ einheitlich. Die Kriterien „Thema /Story“ und „Liquidität“ scheinen keine grosse Rolle bei Anlageentscheidungen zu spielen, lediglich das „erfahrene“ Cluster 3 bewertet sowohl die Story des Produkts als auch die Liquidität des Produkts als „neutral“ bis „wichtig“. Grössere Divergenzen scheint es ebenfalls beim Thema Hedging zu geben, das beim unerfahrenen Cluster 1 als „wichtig“ bewertet wird. Das Domizil des Fonds scheint bei der Entscheidung für ein Produkt nur bei den PKs in Cluster 1 eine wichtige Rolle zu spielen. Für die beiden anderen Cluster ist das Domizil deutlich weniger relevant.

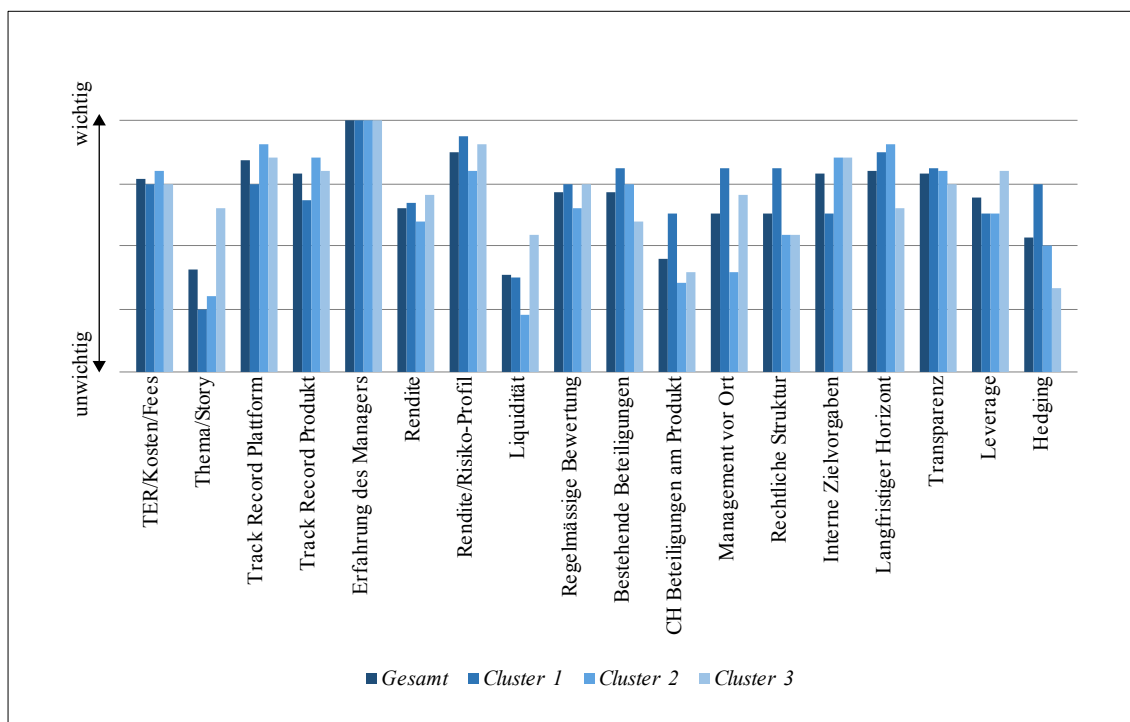


Abbildung 16: Kriterien bei der Auswahl eines neuen Produkts

Im Ergebnis kann Hypothese 6 also nicht widerlegt werden. Die PKs setzen vor allem auf konservative Produkte und setzen bei der Umsetzung auf die Erfahrung des Produktmanagers. Dabei bleiben die PKs auf Distanz zum Produkt und interessieren sich kaum für dessen Inhaltliche Ausgestaltung.

4.7 Ergebnisse & Empfehlungen

Wenn diese Untersuchung etwas ganz deutlich zeigt, dann ist es die kleinteilige und unübersichtliche Struktur des Schweizerischen Pensionskassenwesens. Es ist durchaus nicht verkehrt, hier von einem systemspezifischen „Kantönligeist“ zu sprechen. Aus wissenschaftlicher Sicht ist es allerdings unbefriedigend wenn das Ergebnis lautet: alles muss von Fall zu Fall und individuell angeschaut werden. Dies gilt umso mehr, als die Struktur des Vorsorgebereichs angesichts der Herausforderungen einer globalisierten Welt möglicherweise ein wesentlicher Erfolgsfaktor ist. Die Frage lautet: können die Pensionskassen innerhalb der aktuellen Struktur dauerhaft ihren Leistungsverpflichtungen nachkommen? Die Untersuchung des Anlageverhaltens bei Auslandsinvestitionen in Immobilien kann diese Frage natürlich nicht abschliessend beantworten, aber Hinweise liefern.

Um es gleich vorwegzunehmen: Aus der Untersuchung geht kein allgemein gültiges Erfolgsmodell für die optimale Umsetzung von Auslandsinvestitionen hervor. Die einzige

verallgemeinerbare Empfehlung besteht darin, dass jede Pensionskasse ihre Bedürfnisse analysieren und darauf aufbauend Investitionsziele und eine klare Investitionsstrategie aufbauen sollte.

Bei den Zielen, die von den untersuchten PKs mit Investitionen in ausländische Immobilien verfolgt werden, werden Diversifikationseffekte und Renditeerwartungen besonders häufig genannt. Dabei werden indirekte Umsetzungsmöglichkeiten favorisiert, vor allem Anlagestiftungen und Immobilienfonds. Als bevorzugte Anlagestile werden Core oder Core+ Strategien in europäischen Nachbarländern gefahren. Hier deuten sich gleich mehrere Dilemmas an: Eine Investition in Länder mit hohen Korrelationen, wie im Fall der Schweiz z.B. Deutschland oder Österreich, trägt nach Einbezug verschiedener Risiken (Währung, Steuern, Fees, Transaktionskosten) zu keiner oder nur zu einer geringen Diversifikation bei.¹¹⁹ Von Risikoprämien einmal ganz abgesehen wäre es sinnvoller, in Märkte zu investieren, die wenig oder negativ mit der Schweiz korrelieren und positive Wachstumsfaktoren aufweisen.¹²⁰

Demgegenüber rückt ein anderer Vorteil in den Fokus: Die im Vergleich zur Schweiz höhere Liquidität ausländischer Märkte. Besteht also kein Performancevorteil, bieten dafür die im Vergleich zur Schweiz liquideren Märkte ein Motiv im Ausland zu investieren. Dieser Vorteil wird von Schweizer Pensionskassen oft unterschätzt. Zudem lässt sich von ihm mit einer Buy-and-hold Strategie, die von den untersuchten Einrichtungen mehrheitlich bevorzugt wird, nicht profitieren.

Eine gute und zudem sehr liquide Option, sind REITs. Allerdings erfordern diese in besonderer Weise eine Analysekapazität und die Bereitschaft, durch Käufe und Verkäufe aktiv am Marktgeschehen teilzunehmen. Sie erfordern Marktübersicht und eine interne Produkt- und Managementselektionskompetenz. Die PKs sollten sich näher am Markt positionieren, um die Produkte und Produktanbieter besser auswählen zu können.

Dies gilt umso mehr, wenn man die volle Bandbreite der möglichen Diversifikationseffekte ausnutzen und neben Länderdiversifikation auch sektorielle Diversifikation und zeitliche Diversifikation erzielen will. Die dafür notwendigen Investitionen in Nischenbereiche wie Hotels, Bildungsimmobilien, Shopping-Center oder Infrastruktur sind ohne externe Berater und erst recht nicht ohne eigene Experten

¹¹⁹ Vgl. Wüest & Partner AG 2015b, S. 66

¹²⁰ Vgl. Davidson 2015, S. 94

realisierbar. International werden entsprechende Deals zudem erfolgreich in Joint Ventures mit lokalen Partnern durchgeführt, was wiederum Kompetenzen im Deal Structuring erfordert.

Ein erster Schritt in diese Richtung wäre getan, wenn die Schweizer Consultant Branche sich intensiv mit dem Thema auseinandersetzen und die Vorbehalte gegenüber ausländischen Investmentstrukturen reduzieren würde. Die Untersuchung konnte zeigen, dass Schweizer Anleger auch deshalb nicht im Ausland investieren, weil die Berater sehr zurückhaltend sind. Ein weiterer Schritt könnte langfristig die Überarbeitung der BVV 2 in Richtung höherer Fremdkapitalsätze sein.

Die erhöhte Nachfrage nach Auslandsimmobilien dürfte eine Professionalisierung des Bereichs mit sich bringen und sowohl bei der Beratung als auch für Produktanbieter Veränderungen einleiten. Zum einen besteht für Anbieter das Potential neue Produkte zu entwickeln, die den in Kapitel 4.4 beschriebenen Bedürfnissen Schweizer Pensionskassen besser gerecht werden. Zum anderen öffnet sich auf dem Schweizer Markt ein ganz neues Feld an Möglichkeiten für neutrale Portale und Plattformen, die beispielsweise die Immobilienmärkte monitoren und den internationalen Austausch der Pensionskassen fördern. So wäre es denkbar, Plattformen zu schaffen, die es Pensionskassen ermöglichen, Co-Investoren für gemeinsame Anlagen zu finden, gemeinsame Due Diligences und Managerselektionen vorzunehmen und insgesamt die Lobby der Pensionskassen zu stärken.

Ein wesentliches Ergebnis dieser Arbeit ist, dass das Thema Auslandsinvestitionen nicht unbedingt mit der Grösse der PKs zusammenhängt. Es genügt eine klare Strategie und ein professionelles Management, um durchaus erfolgreich im Ausland unterwegs zu sein. Dennoch muss gesagt werden, dass gerade kleinere PKs mit hohem Engagement im Ausland Risiken eingehen, die langfristig dem Grundprinzip der Diversifikation widersprechen. Deshalb erscheint aus der Perspektive internationaler Investitionen im Immobilienbereich heraus die Konsolidierung des Pensionskassenwesens in der Schweiz wünschenswert und notwendig.

Dies belegen die Erfahrungen bei erfolgreichen Implementierungen globaler Immobiliendiversifikation.¹²¹ Als Erfolgsmodell können z.B. Niederländische und Kanadische Pensionskassen angesehen werden, die andere Strategische Ansätze verfolgen als Schweizer Pensionskassen.

¹²¹ Vgl. Davidson 2011, S. 221

5 Schlussbetrachtung

5.1 Fazit

Anhand der geführten Interviews und der Analyse der daraus gewonnenen Daten konnten in dieser Arbeit eine Reihe von Problemfeldern und Entwicklungschancen bei Auslandsinvestitionen im Immobilienbereich aufgedeckt werden.

Ein grundsätzliches Problem scheint die Fragmentierung der Schweizer Vorsorgelandschaft zu sein. Zwar konnte gezeigt werden, dass Grösse allein keine Vorbedingung ist, um erfolgreich Auslandsinvestitionen zu tätigen, jedoch erleichtert ein grösseres Anlagevolumen in Zukunft den Zugang zu profitableren Deals zu Gunsten der Versicherten. Zwar ist die Konsolidierung des Marktes ein langwieriger Prozess, und die Aufgabe der zweifelsohne vorhandenen Vorteile einer pluralistischen Struktur sollte – gerade im Kontext der Schweiz – nicht leichtfertig und mit dem notwendigen Augenmass erfolgen, aber langfristig zeigt der internationale Vergleich, dass es sich lohnt.

Die Untersuchung konnte zeigen, dass Schweizer Pensionskassen die Vorteile von internationalen Diversifikationsstrategien sehr wohl erkannt haben, aber nicht konsequent an der Umsetzung arbeiten. Stattdessen wird etwas halbherzig in konservative Produkte investiert, die oft weder auf Diversifikations- noch auf Renditeseite zufriedenstellende Ergebnisse vorweisen können. Als ein grosses Problemfeld hat sich das fehlende interne Know-how herausgestellt. Dabei geht es weniger um spezifisches Immobilienwissen als um Analyse- und Selektionskompetenz in der Produkt- und Managerauswahl. Diese Kompetenzen sind strukturbedingt nicht vorhanden und fehlen bei der Umsetzung von innovativen und komplexen internationalen Deals. Kaum eine Pensionskasse verfügt über eigene Experten für die Auswahl der Manager und Produkte oder über eine klar definierte Strategie für Auslandsinvestitionen. Die Probleme beginnen bereits bei der Zuordnung zu internen Anlageklassen. Hier ist dringend eine Anpassung der Reglemente und Strategiepapiere geboten. Schweizer PKs scheitern auf dem Weg zur Auslandsinvestition also häufig an internen organisatorischen und reglementarischen Hürden. Die Risiken, die die Investition im Ausland selbst mit sich bringt, werden von den befragten Experten dagegen als handhabbar angesehen.

Bei der Professionalisierung des Marktes besteht sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene grosser Nachholbedarf. Um Vernetzung und Austausch der Schweizer Pensionskassen zu fördern, fehlen Anreize und Tools, wie z.B. unabhängige, nicht sponsorengetriebene Events.

Die durchschnittliche sehr tiefe Auslandsquote (2,5%) der Stichprobe bestätigt, dass die Anlagekategorie Immobilien Ausland immer noch ein hohes Wachstumspotential besitzt. Die bevorzugten Investitionsformen sind vor allem REITS und Anlagestiftungen. Innovative Produkte spielen auf dem Markt keine grosse Rolle. Hier mangelt es an Mut, aber auch an Angebot. Anbieter und Berater sind gefragt, um zur Innovation und Entwicklung des Marktes beizutragen.

Das Thema Auslandsinvestitionen rückt bei Schweizer Pensionskassen im derzeitigen Umfeld aus unterschiedlichen Gründen in den Fokus. Die Ergebnisse der Arbeit legen jedoch nahe, dass die Einrichtungen vor grossen strukturellen Herausforderungen stehen, wollen sie zukünftig mehr von ihren Investitionen profitieren. Vor allem müssen sie professioneller, effizienter und näher am Markt operieren. Eine fortschreitende Konsolidierung des Marktes könnte in Zukunft sogar den Weg für Direktinvestitionen im Ausland ebnen und damit ganz neue Anlagehorizonte eröffnen.

5.2 Diskussion

Durch die Wahl der qualitativen Erhebungsmethode des Experteninterviews, ist die Auswertung der erhobenen Daten mit prinzipiellen Unschärfen behaftet. Die Experteninterviews liefern Teilresultate, aus denen keine verbindlichen Schlussfolgerungen abgeleitet werden dürfen – auch wenn einige Tendenzen deutlich zu Tage getreten sind. Um eine bessere Vergleichbarkeit zu erhalten, war es hilfreich, vorgegebene Antworten mit Stichworten und einer Bewertung der Wichtigkeit mit Hilfe einer Skala einzusetzen. Mit dieser Massnahme konnten Themen präziser abgefragt und ausgewertet werden. Als Ergänzung dazu ermöglichten Anschlussfragen zusätzliche Informationen und unerwartete Ergebnisse.

Mit der Eingrenzung auf mittlere und grosse PKs sind die vielen kleinen PKs in der Schweizer Vorsorgelandschaft aus dem Raster gefallen. Da bei den kleineren Pensionskassen mit einem Anlagevermögen von unter CHF 1.0 Mrd. von einer weniger hohen Professionalität ausgegangen werden kann, würde sich eine vertiefte oder vergleichende Untersuchung lohnen. Die Ergebnisse wären noch aussagekräftiger und präziser.

Tatsächliche Handlungsempfehlungen lassen sich aus der Arbeit nicht ableiten. Hierzu wäre es notwendig den Einzelfall genauer zu betrachten. Allerdings liefern die Ergebnisse Ansatzpunkte für genau diesen nächsten Schritt.

5.3 Ausblick

Die Ergebnisse dieser Arbeit bieten eine Reihe von Anknüpfungspunkten für zukünftige Forschung. Als ein offensichtliches Defizit in der Organisation der PKs, ist das Fehlen von detailliert ausgearbeiteten Strategien für Auslandsaktivitäten und deren Verankerung in den jeweiligen Reglementen deutlich zu Tage getreten. Eine sehr praxisrelevante Forschung könnte sich daher mit der Ausarbeitung von wichtigen Grundelementen für Anlagestrategien im Ausland im Sinne einer Wegleitung befassen. In diesem Zusammenhang genauer zu untersuchen wären auch Fragestellungen wie: Immobilienwissen vs. Produktwissen. Notwendigkeit vs. mangelnde Fähigkeiten. Ursachen unterschiedlicher Umsetzungsstrategien.

Nachdem gezeigt werden konnte, dass die Kleinteiligkeit des Schweizer Pensionskassenwesens ein Hindernis für effektive Diversifikationsstrategien und die erfolgreiche Durchführung komplexer Dealstrukturen darstellt, wäre eine Klärung der Frage sinnvoll, welche Grösse die Einrichtungen nach einer allfälligen Konsolidierung haben sollten. Dabei gilt es, die Vor- und Nachteile von grösseren gegenüber kleineren Strukturen genau abzuwägen und im Schweizer Kontext die richtige Balance zu finden. In diesem Zusammenhang wäre ein Vergleich mit erfolgreichen ausländischen Vorsorgesystemen wie in den Niederlanden oder Kanada aufschlussreich.

Da PKs bei Auslandsinvestitionen allzu oft das «Rundum-Sorglos-Paket» wählen und in gebührenintensive Kollektivanlagen investieren, steht die Frage nach möglichen Alternativen im Raum. Diese konnte im Rahmen dieser Arbeit nur ansatzweise beantwortet werden. Hier bleibt ein weites Feld für Fallstudien, die sich nur unter den Bedingungen des jeweiligen Einzelfalls sinnvoll durchführen lassen.

Lohnenswert wäre auch ein Blick auf die aktuelle Dealstrukturierung bei derzeit laufenden komplexen Investitionen. Dies könnte anhand von Fallbeispielen wie z.B. dem Thames Tideway Tunnel Project in London erfolgen. Solche Joint Ventures setzen letztlich eine Kultur der Kooperation voraus, die bisher in der Schweiz nicht vorhanden ist. Die Untersuchung von Vor- und Nachteilen partizipativer Strukturen im Vorsorgebereich stellt deshalb ein weiteres drängendes Forschungsdesiderat dar.

In Bezug auf Auslandsinvestitionen musste in dieser Arbeit die Frage unbeantwortet bleiben, ob und inwiefern die rechtliche Struktur der Vorsorgeeinrichtungen einen Einfluss auf das Investitionsverhalten hat. Hier wäre eine vergleichende und interdisziplinär angelegte Studie aufschlussreich.

Zum Schluss sei noch eine Frage mit politischer Dimension erlaubt. Das Vorsorgesystem stellt ohne Zweifel eine der grössten sozialpolitischen Errungenschaften in der Geschichte der Schweiz dar. Es dient der Existenzsicherung des Einzelnen und damit der ganzen Gesellschaft. In der derzeitigen Situation wäre zu untersuchen, ob die Pensionskassen durch ihre Investitionen im Heimmarkt in Verbindung mit einer Buy and Hold Strategie zur Erhöhung der Immobilienpreise in der Schweiz beigetragen haben und wie sich dieser Sachverhalt allenfalls mit dem öffentlich-rechtlichen Auftrag der Einrichtungen vereinbaren lässt. Umgekehrt wäre zu klären, welche Risiken den Versicherten durch eine überproportionale Investitionstätigkeit und ein Überangebot im Schweizerischen Wohnimmobilienmarkt entstanden sind. In beiden Fällen scheinen Auslandsinvestitionen eine gute Option zu sein, um Druck aus dem Markt zu nehmen – oder diesen gar nicht erst entstehen zu lassen. Damit ergeben Auslandsinvestitionen nicht nur einen betriebswirtschaftlichen, sondern auch ein volkswirtschaftlichen und letztlich einen moralischen Sinn.

Literaturverzeichnis

Aussant, J.-M., et al. (2014): The erosion of the real estate home bias, London 2014

Blüml, A. (2014): Immobilienwirtschaftliche Investmentstile - Eine theoretische und empirische Untersuchung am Beispiel der Präferenzstrukturen institutioneller Immobilieninvestoren, Regensburg 2014

Boppart, S., et al. (2016): Schweizer Immobilienmarkt 2016: Vertreibung aus dem Paradies, Zürich 2016

Coeurdacier, N./Guibaud, S. (2009): International Portfolio Diversification Is Better Than You Think, in: Journal of International Money and Finance 30 (2009), S. 289-308

Coval, J. D./Moskowitz, T. J. (1999): Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, in: The Journal of Finance 6 (1999) 12, S. 2045-2071

Credit Suisse AG, (Hrsg.) (2014): Schweizer Pensionskassen 2014 - Perspektiven in der Demografie und im Anlagemanagement, Zürich 2014

Credit Suisse AG, (Hrsg.) (2016): Credit Suisse Schweizer Pensionskassen Index 2. Quartal 2016, Zürich 2016

Davidson, J. (2011): Internationale Immobilieninvestition - Potenzial für Schweizer Pensionskassen, in: Lengwiler, C./Nadig, L./Pederghana, M. (Hrsg.): Management in der Finanzbranche - Finanzmanagement im Unternehmen, Jubiläumsbuch - 15 Jahre IFZ Zug, Luzern 2011, S. 215-230

Davidson, J. (Hrsg.) (2014): Indirect Real Estate Investments, Zug 2014

Davidson, J. (2015): Vorteile und Schwierigkeiten einer internationalen Immobilienstrategie, in: Trübestein, M. (Hrsg.): Real Estate Asset Management Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015, S. 89-102

De Santis, G./Gerard, B. (1997): International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk, in: The Journal of Finance 52 (1997) 5, S. 1881-1912

De Wit, I. (2009): International Diversification Strategies for Direct Real Estate, in: The Journal of Real Estate Finance and Economics 41 (2009) 4, S. 433-457

Deplazes, I. (2016): Pensionskassen fahren Obligationen zurück: Vernünftige Reaktionen auf extrem niedrige Zinsen, in: Swisscanto Vorsorge AG (Hrsg.): Schweizer Pensionskassenstudie 2016, Zürich 2016, S. 9-10

Döhnert, C. (2015): Struktur und Funktionsweise von Pensionskassen in der Schweiz, in: Trübestein, M. (Hrsg.): Real Estate Asset Management Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015, S. 49-56

Eichholtz, P., et al. (1995): Real estate portfolio diversification by property type and region, in: Journal of Property Finance 6 (1995) 3, S. 39-59

Eichholtz, P./Koedijk, K./Schweitzer, M. (2001): Global property investment and the costs of international diversification, in: Journal of International Money and Finance 20 (2001), S. 349-366

Eldor, R./Pines, D./Schwartz, A. (1986): Home Asset Preference and Productivity Shocks, in: Journal of International Economics 25 (1986), S. 165-176

Fäs, U./von Felten, D. (2015): Vorteile und Schwierigkeiten einer internationalen Immobilienstrategie, in: Trübestein, M. (Hrsg.): Real Estate Asset Management Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015, S. 71-88

French, K./Poterba, J. (1991): Investor Diversification and International Equity Markets, in: American Economic Review 81 (1991) 5, S. 222-226

Gantenbein, P. (2010): Diversifikation: Wertschöpfung oder Wertvernichtung, in: (Hrsg.): 25 Jahre Unternehmertum - Festschrift für Giorgio Behr, Zürich 2010, S. 69-78

Gilgen, F. (2015): Attraktiver Gang über die Grenze, in: Handelszeitung Nr. 10. Dezember 2015, S. 26

Gläser, J./Laudel, G. (2010): Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse als Instrumente rekonstruierender Untersuchungen, Wiesbaden 2010

Gordon, J. (1991): The Diversification Potential of International Property Investments, in: Real Estate Finance Journal 7 (1991) 2, S. 42-48

Hamelink, F./Hoesli, M. (2004): What Factors Determine International Real Estate Security Returns?, in: Real Estate Economics 32 (2004) 3, S. 437-462

Hoesli, M./Lekander, J./Witkiewicz, W. (2003): Real Estate in the Institutional Portfolio: A Comparison of Suggested and Actual Weights, in: The Journal of Alternative Investments (2003), S. 53-59

Imazeki, T./Gallimore, P. (2009): Domestic and foreign bias in real estate mutual funds, in: Journal of Property Research 26 (2009) 4, S. 367-389

INREV (Hrsg.) (2016): INREV Investment Intentions Survey 2016: Research, Amsterdam 2016

Kloess, S. (2014): Due Diligence Process, in: Davidson, J. (Hrsg.): Indirect real estate investments, Zug 2014, S. 70-82

Konrad, H. (2015): Bedeutung der Immobilienanlagen für Schweizer Pensionskassen, in: Trübestein, M. (Hrsg.): Real Estate Asset Management Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich Wiesbaden, 2015, S. 23-25

Lieser, K./Groh, A. P. (2011): The Determinants of international Commercial Real Estate, Barcelona 2011

Mieg, H. A./Näf, M. (2005): Experteninterviews, 2. Aufl., Zürich 2005

Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (Hrsg.) (2016): Bericht finanzielle Lage der Vorsorgeeinrichtungen 2015, Bern 2016

Solnik, B. (1974): Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?, in: Financial Analysts Journal 30 (1974) 4, S. 48-54

Swisscanto Vorsorge AG (Hrsg.) (2016): Schweizer Pensionskassenstudie 2016: Kapitalanlagen und Asset Allocation, Zürich 2016

Szelyes, Z., et al. (2014): Real Estate as an Asset Class, Zürich 2014

Tesar, L. L./Werner, I. M. (1995): Home bias and high turnover, in: Journal of International Money and Finance 14 (1995) 4, S. 467-492

Trübestein, M. (2014): Indirect Real Estate Investments - An Overview, in: Davidson, J. (Hrsg.): Indirect Real Estate Investments, Zug 2014, S. 16-29

Trübestein, M. (2015): Studienergebnisse zum Real Estate Asset Management in der Schweiz: Investitions- und Managementstrategien Schweizer Investoren bei der direkten Immobilienanlage, in: Trübestein, M. (Hrsg.): Real Estate Asset Management Studienergebnisse zu direkten und indirekten Immobilieninvestitionen in der Schweiz, Deutschland und Österreich, Wiesbaden 2015, S. 103-225

Valentine, M. (2015): Asset Allocation Rethink, in: IPE Magazine (2015) 12, S. 1-3

Wüest & Partner AG (2015a): Institutionelle Investoren Schweiz: Customer Journey, Zürich 2015a

Wüest & Partner AG, (Hrsg.) (2015b): Internationale Immobilienanlagen: Auf der Suche nach Rendite und Diversifikation, in: Immo-Monitoring 2016 Herbstausgabe, Zürich 2015b, S. 62-71

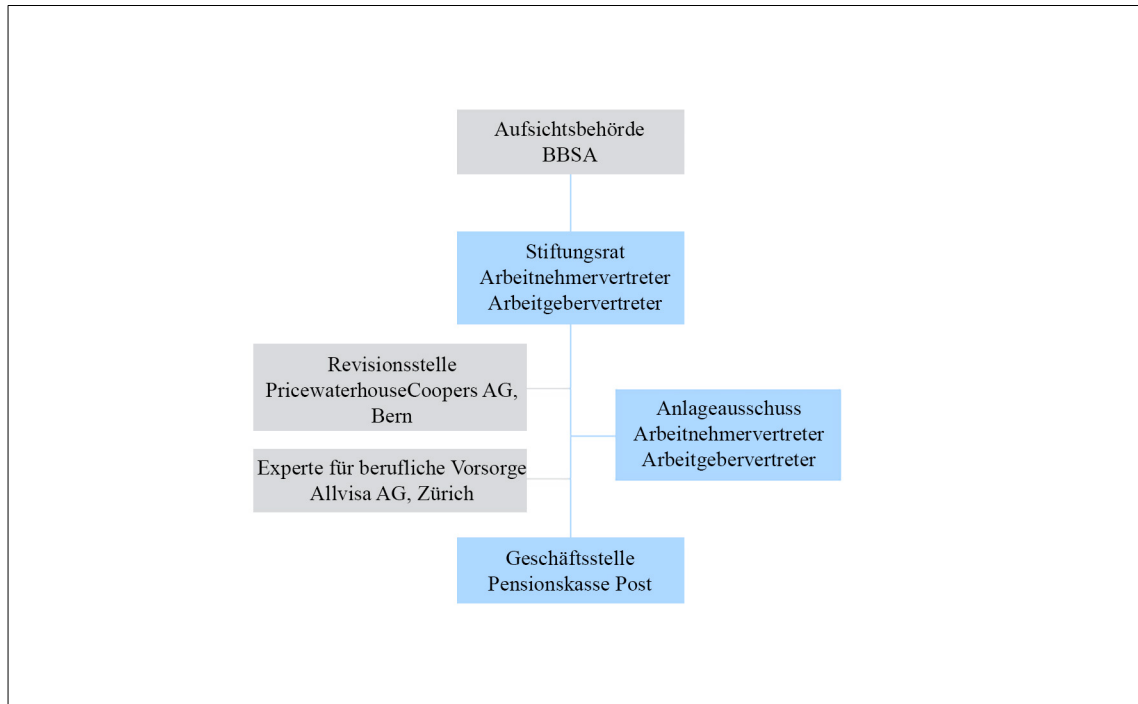
Wüest & Partner AG, (Hrsg.) (2016): Immobilienmarkt Schweiz 2016 in: Immomonitoring 2016 Frühlingsausgabe, Zürich 2016, S. 1-4

Internetquellen

Bundesamt für Statistik (Hrsg.) (2016): Pensionskassenstatistik, Online verfügbar unter: www.bfs.admin.ch, <http://www.bfs.admin.ch/bfs/portal/de/index/themen/13/02/03/data/01.html> [zuletzt abgerufen am 20.07.2016], Stand 31.12.2014

Schweizerische Nationalbank (Hrsg.): Aktuelle Zinssätze und Devisenkurse, Online verfügbar unter: www.snb.ch, http://www.snb.ch/de/iabout/stat/statpub/zidea/id/current_interest_exchange_rates; [zuletzt abgerufen am 25.08.2016]

Pensionskasse Post: Organe, Online verfügbar unter: www.pkpost.ch, <https://www.pkpost.ch>; [zuletzt abgerufen am 17.07.2016]

Anhang**Anhang 1 Organigramm der PK Post**

Anhang 2 Übersicht der Gesprächspartner

Pensionskassen	Name	Funktion	Datum	Interview
PK CS	Guido Bächli	Anlageverantwortlicher	16.06.16	Telefoninterview
PK H.–La Roche	Beat Gerber	Head of Pension Fund Asset Management	24.06.16	Telefoninterview
PK Nat. Suisse	Benno Flury	Leiter des Bereichs Investment	24.06.16	persönliches Gespräch
PUBLICA	David Engel	Portfolio Manager	16.06.16	persönliches Gespräch
PKBS	Max-Eric Laubscher	Leiter Vermögensanlagen	17.06.16	persönliches Gespräch
PK Post	Andres Haueter	Bereichsleiter Vermögensverwaltung	14.06.16	persönliches Gespräch
PK SBB	Roger Kunz	Leiter Asset Management	15.06.16	Telefoninterview
PK Swiss Re	Michael Gubser	Leiter Vermögensanlagen Pensionskasse	19.07.16	Telefoninterview
PVK	Fabio Strinati	Leiter Anlagen	14.06.16	persönliches Gespräch
ASGA PK	Lars Bollhalder	Vermögensverwaltung	04.07.16	persönliches Gespräch
BLVK	Martin Willi	Portfolio Manager	20.06.16	persönliches Gespräch
MPK	Christian Stark	Portfolio Manager	12.07.16	persönliches Gespräch
PK Manor	Martin Roth	Direktion Financial Services	24.06.16	persönliches Gespräch
PKZH	Jürg Tobler	Leitung Geschäftsbereich Vermögensanlagen	28.06.16	persönliches Gespräch
Institutionen	Name	Funktion	Datum	Interview
JLL	Jan Eckert	CEO Schweiz	08.07.16	persönliches Interview
Adimmo	Georg Meier	Leiter Portfolio Management	03.05.16	persönliches Interview

Anhang 3 Leitfragen des Experteninterviews

Themenbereich 1: „Einordnung der Pensionskasse“:

Frage 1: Wie hoch war der Wert der gesamten Kapitalanlagen Ihrer Pensionskasse zum Ende des Jahres 2015?

[CHF]

Frage 2: Wie hoch waren der effektive Anteil und der Zielwert an Immobilienanlagen zum Ende des Jahres 2015 bezogen auf das gesamte Anlagevermögen in % (Ist- und Zielwert)?

Ist [%] Ziel [%]

Immobilien direkt CH

Immobilien indirekt CH

Immobilien Ausland direkt

Immobilien Ausland indirekt

Frage 3: Zählen bei Ihrer Allokation die Immobilienaktiengesellschaften / REITS zur Immobilienquote oder zur Aktienquote?

Frage 4: Wie oft wird Ihre Anlagestrategie überarbeitet und angepasst?

Themenbereich 2: „Auslandsimmobilien Status Quo“:

Frage 5: Seit wann beschäftigen Sie sich mit dem Thema Auslandsimmobilien? / Seit wann investieren Sie in Auslandsimmobilien?

--

Frage 6: Wie sah die Allokation innerhalb der Auslandsimmobilien zum Ende des Jahres 2015 aus (%) ?

[%]

Direkt

Internes Portfoliomanagement

Separate Accounts, Joint venture & Club Deals

Indirekt

Immobilienfonds CH-Recht

Immobilienfonds domizil ausserhalb der CH (z.B. LUX Fonds, US open ended)

Immobilienfonds domizil ausserhalb der CH closed ended / REPE (Real Estate Private Equity)

Anlagestiftung direktinvestierend

Anlagestiftung - Fund of Fund

Aktiengesellschaften / REITS

Frage 7: Wie haben Ihre Auslandsimmobilien performt?

[%]

--

Frage 8: Was waren die Motive Ihrer Pensionskasse in Auslandsimmobilien zu investieren? (Skala 1-5)

	<i>sehr unwichtig</i>	<i>unwichtig</i>	<i>neutral</i>	<i>wichtig</i>	<i>sehr wichtig</i>
Diversifikation					
Erhöhung der Rendite (Risikoprämie)					
Rendite/Risiko Profil					
Zugang zu Expertenwissen					
Zugang zu neuen Märkten					
Zugang zu speziellen Sektoren					
Situation auf dem Heimmarkt Schweiz					
Inflationshedging					
Positive Erfahrungen anderer Pensionskassen					
Anlagenotstand					
Negative Kapitalmarktzinsen					
Andere, externe Faktoren (z.B. Vorgaben Konzern)					

Frage 9: Was betrachten Sie als Hindernis bei einer Immobilieninvestition im Ausland? (Skala 1-5)

	<i>sehr unwichtig</i>	<i>unwichtig</i>	<i>neutral</i>	<i>wichtig</i>	<i>sehr wichtig</i>
Kosten (Transaktionskosten, Informationskosten, Management-und Risikokosten, Kosten Währungsabsicherung)					
Fehlende Expertise					
Fehlen geeigneter Produkte					
Interne Reglemente					
Mangel an Transparenz					
Politische, rechtliche Risiken					
Erhöhtes Marktrisiko (Zyklen)					
Mangel an Investitionsvolumen					
Fehlende Managementkapazität					
Gute Erfahrungen mit Immobilieninvestitionen in der Schweiz					
Andere					

Themenbereich 3: „Auslandsimmobilien Best Practice“:

Frage 10: Hat Ihre Pensionskasse eine interne Immobilienabteilung mit Experten für Auslandsimmobilien?

Frage 11: Existiert eine Anlagestrategie für Auslandsinvestitionen?

Frage 12: Für welche Dienstleistungen werden bei Immobilieninvestitionen im Ausland externe Partner hinzugezogen und wie werden diese ausgewählt? Bei welchen Dienstleistungen hat sich das Outsourcen bewährt?
Asset Allocation
Legal Due Diligence
Wirtschaftliche Due Diligence
Tax Due Diligence
Asset Management
Pensionskassenberater
Gesamtes Immobilienportfolio Ausland extern verwaltet
Andere

Frage 13: Von wem werden die Auslandsprodukte geprüft? (Schweizer Experten / Experten vor Ort?)
Legal Due Diligence
Wirtschaftliche Due Diligence
Tax Due Diligence

Frage 14: Werden gemeinsame Due Diligences mit anderen PKs oder institutionellen Investoren durchgeführt, um z.B. Kosten/Aufwand zu sparen? Hat sich dies bewährt?

Frage 15: Wird vor Anlageentscheidungen eine Zweitmeinung eingeholt? (Reference checks?) In welchem Umfang? Hat sich dies bewährt?

--

Frage 16: Findet ein aktiver Austausch mit Schweizer und ausländischen Pensionskassen statt?

--

Frage 17: Sind Sie Mitglied einer schweizerischen oder globalen Organisation institutioneller Investoren (z.B. INREV)?

INREV

ANREV

MSCI (ex IPD)

V I I (Verband der Immobilien Investoren)

ASIP

Andere

Frage 18: Nutzen Sie internationale Events um sich mit Pensionskassen weltweit auszutauschen?

--

Frage 19: Wie beschaffen Sie sich Informationen zu Produkten im Ausland? (Skala 1-5)

	<i>sehr unwichtig</i>	<i>unwichtig</i>	<i>neutral</i>	<i>wichtig</i>	<i>sehr wichtig</i>
Internetplattform Produktanbieter					
Broschüren					
Messen					
Externe Berater					
Research Banken					
Research Immobilienfirmen/broker					
Unabhängiger Immobilienresearch - Provider					
Investorennetzwerk					

Themenbereich 4: „Auslandsimmobilien Potential“:

Frage 20: Planen Sie die Immobilienquote bei der nächsten strategischen Asset Allokation zu verändern?

	<i>Erhöhung</i>	<i>K. Veränderung</i>	<i>Verringerung</i>
Immobilien direkt CH			
Immobilien indirekt CH			
Immobilien Ausland direkt			
Immobilien Ausland indirekt			

Frage 21: Wenn sie Zugang zu allen Märkten hätten und Ihnen eine breite Palette an Produkten zur Auswahl stünde, was wäre Ihre maximale Allokation in Auslandsimmobilien?

[%]

Frage 22: Welchen Investmentstil bevorzugen Sie bei Auslandsinvestitionen in Immobilien?

Core/core +

Value added

Opportunistic

Frage 23: Welchen Ansatz bevorzugen Sie bei der Länderallokation indirekter Investitionen in Auslandsimmobilien?

Regionaler approach

Global approach

Bevorzugte Länder/Region

Frage 24: Würden Sie in spezifische Sektoren / Spezialimmobilien im Ausland investieren?

Frage 25: Was sind Ihre Hauptkriterien bei der Auswahl eines neuen Auslandprodukts? (Skala 1-5)					
	<i>sehr unwichtig</i>	<i>unwichtig</i>	<i>neutral</i>	<i>wichtig</i>	<i>sehr wichtig</i>
TER (total expence ratio) / Gebühren (z.B. Construction Fee etc.)					
Thema / Story (zB. C02 neutrale Immobilien, Pflegeimmobilien)					
Track Record der Immobilienplattform					
Track Record des Produkts					
Erfahrung des Managers					
Rendite (Risikoprämie)					
Rendite/Risikoprofil					
Liquidität					
Regelmässige Bewertung des Produkts (NAV)					
Bestehendes Portfolio					
Bestehende Schweizer Beteiligungen am Produkt					
Ausländisches Management					
Rechtliche Struktur (Domizil innerhalb/ausserhalb CH)					
Vorhandene Anlagestrategie / Interne Zielvorgaben					
Langfristiger Horizont des Produktes					
Transparenz					
Andere (z.B. Hedging)					

Frage 26: Was sehen Sie als "Konkurrenzprodukte" von ausländischen Immobilienanlagen?
Infrastruktur
Private Equity
Andere

Frage 27: Welche Erwartungen bezüglich Auslandsimmobilien können derzeit noch nicht befriedigt werden?

Frage 28: Wo liegen die Schwierigkeiten bei der tatsächlichen Umsetzung der Investitionen im Ausland?

Frage 29: Wie könnten die Rahmenbedingungen für Auslandsinvestitionen verbessert werden?

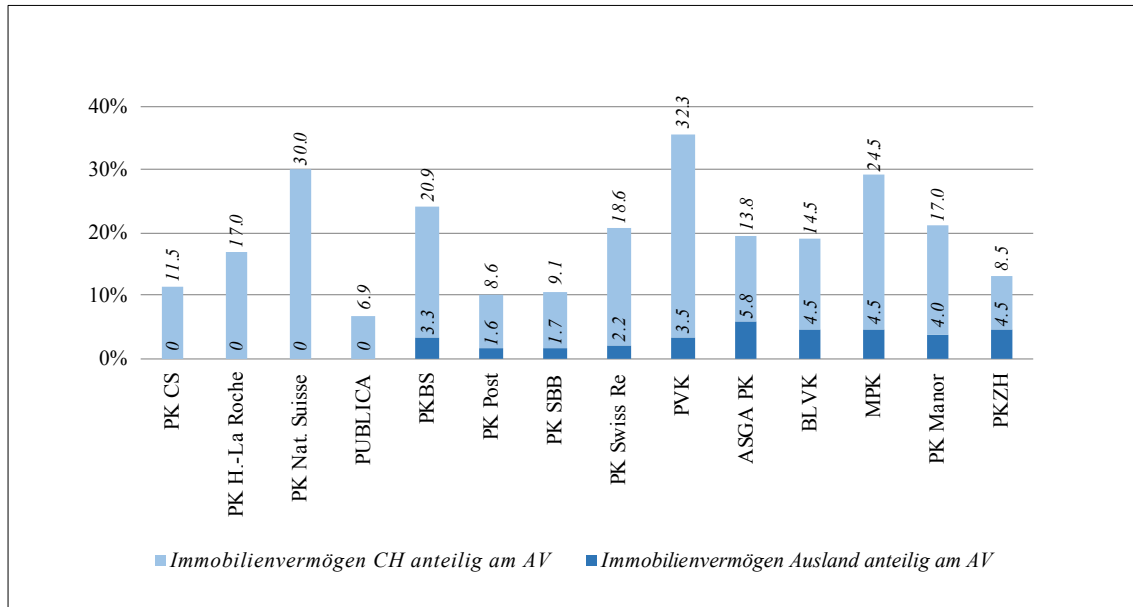
Frage 30: Gibt es Ihrer Meinung nach alternative Wege und Konzepte die erprobt werden müssten um Auslandsimmobilien für Pensionskassen attraktiver zu machen? (Innovation?)

Frage 31: Lessons learned? Welche Anlagevehikel kämen bei einer neuen Investition in Auslandsimmobilien in Frage? (Skala 1-5)

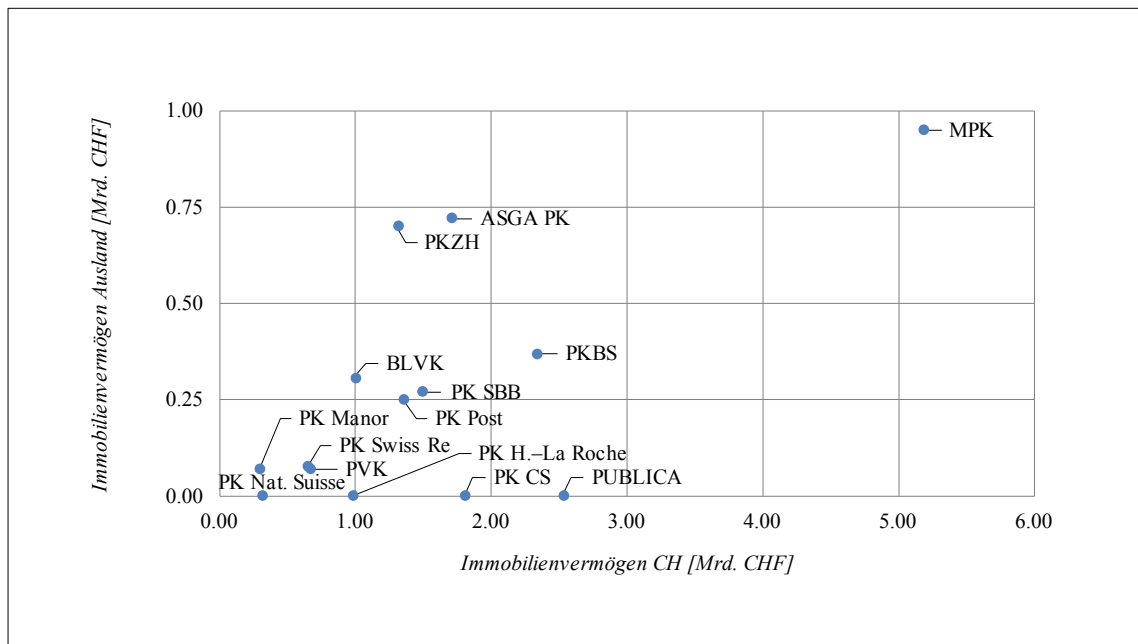
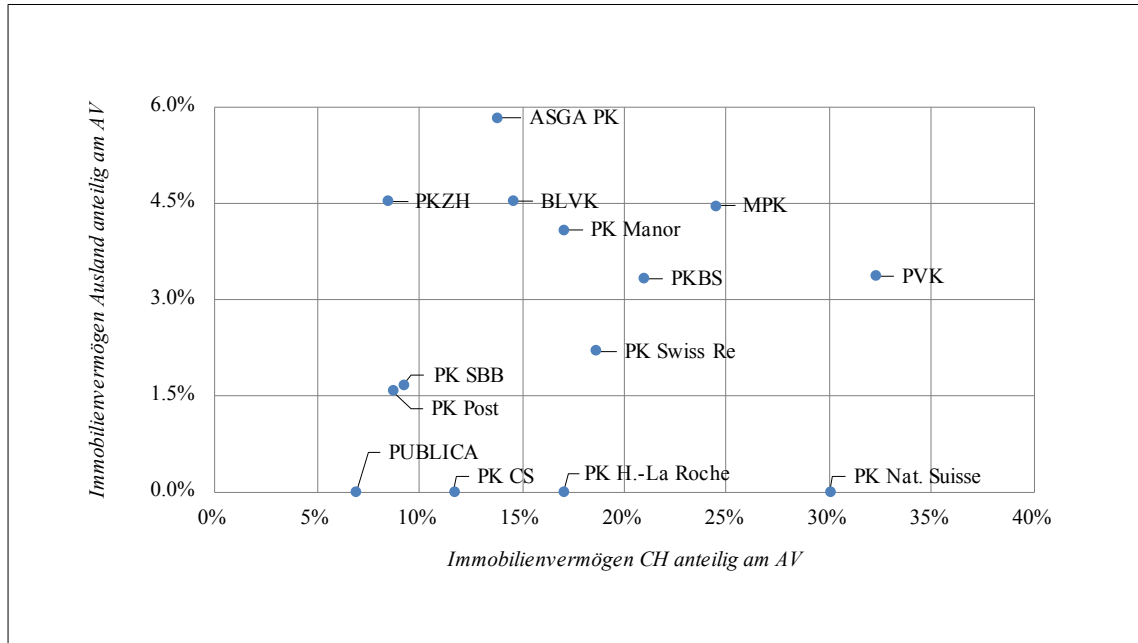
	<i>sehr unwichtig</i>	<i>unwichtig</i>	<i>neutral</i>	<i>wichtig</i>	<i>sehr wichtig</i>
Direkt					
Internes Portfoliomanagement					
Separate Accounts, Joint venture & Club Deals					
Indirekt					
Immobilienfonds CH-Recht					
Immobilienfonds domizil ausserhalb der CH (z.B. LUX Fonds, US open ended)					
Immobilienfonds domizil ausserhalb der CH closed ended / REPE (Real Estate Private Equity)					
Anlagestiftung direktinvestierend					
Anlagestiftung - Fund of Fund					
Aktiengesellschaften / REITS					
Andere					

Frage 32: Warum ist immer noch nicht im Ausland investiert worden?

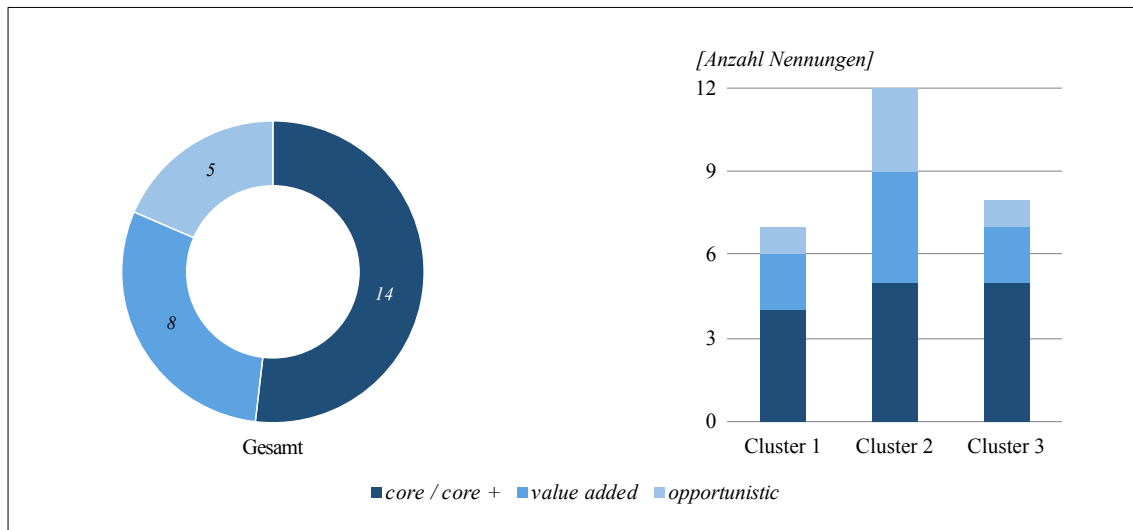
Anhang 4 Immobilienquoten der Stichprobe im In- und Ausland

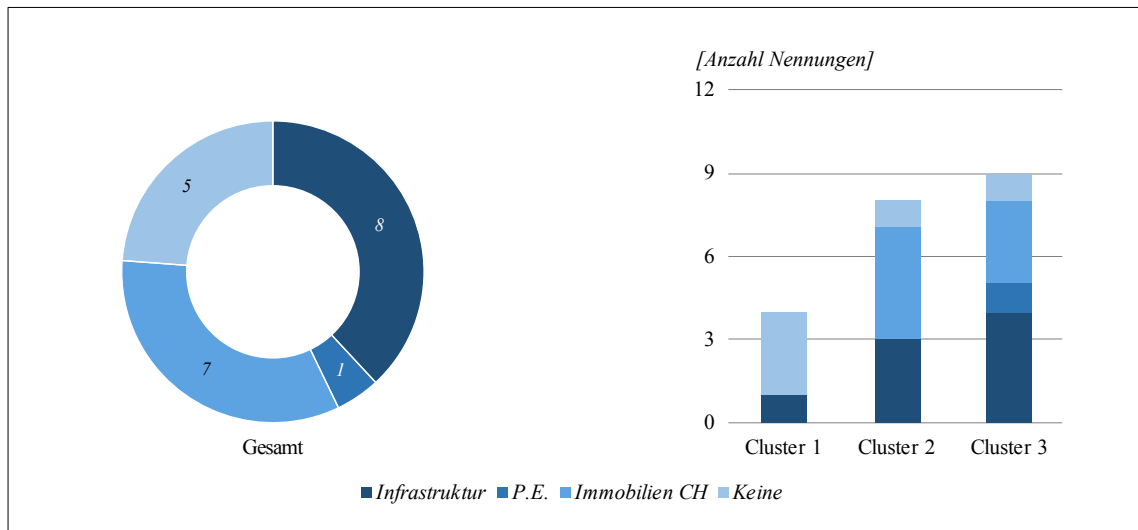


Anhang 5 Vergleich Immobilienvermögen CH und Immobilienvermögen Ausland

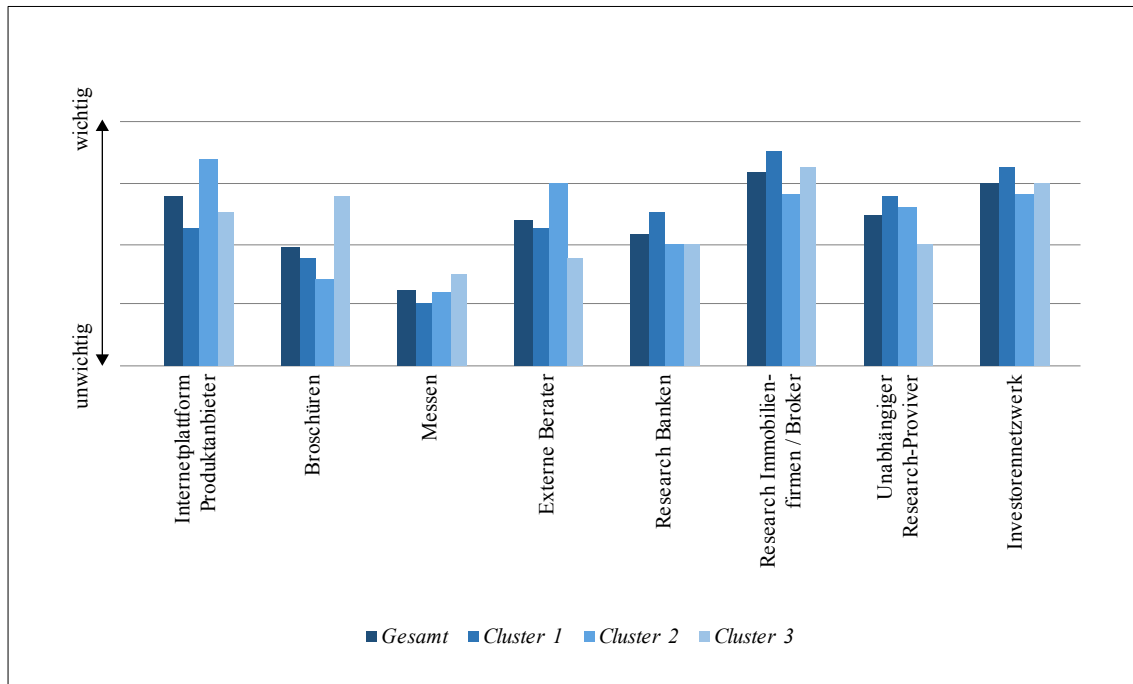


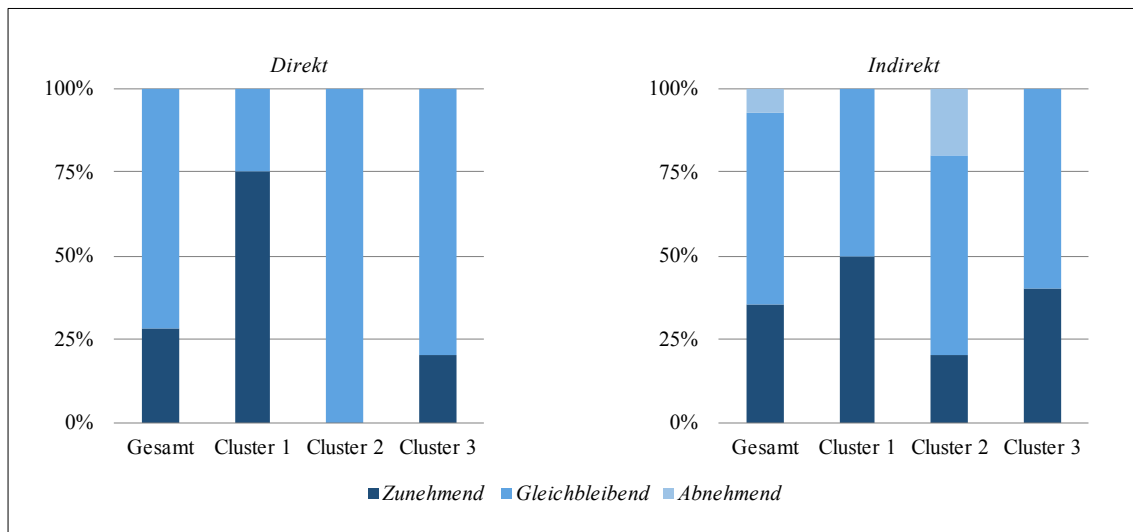
Anhang 6 Bevorzugte Investitionsstile im Ausland



Anhang 7 „Konkurrenzprodukte“ zu Immobilieninvestitionen im Ausland

Anhang 8 Informationsbeschaffung für Immobilieninvestitionen im Ausland



Anhang 9 Veränderung der Immobilienquote im Inland

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Neue Horizonte: Pensionskassen und der Weg zur Immobilieninvestition im Ausland“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

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

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

Zürich, den 29.08.2016

Irene Lo Iacono