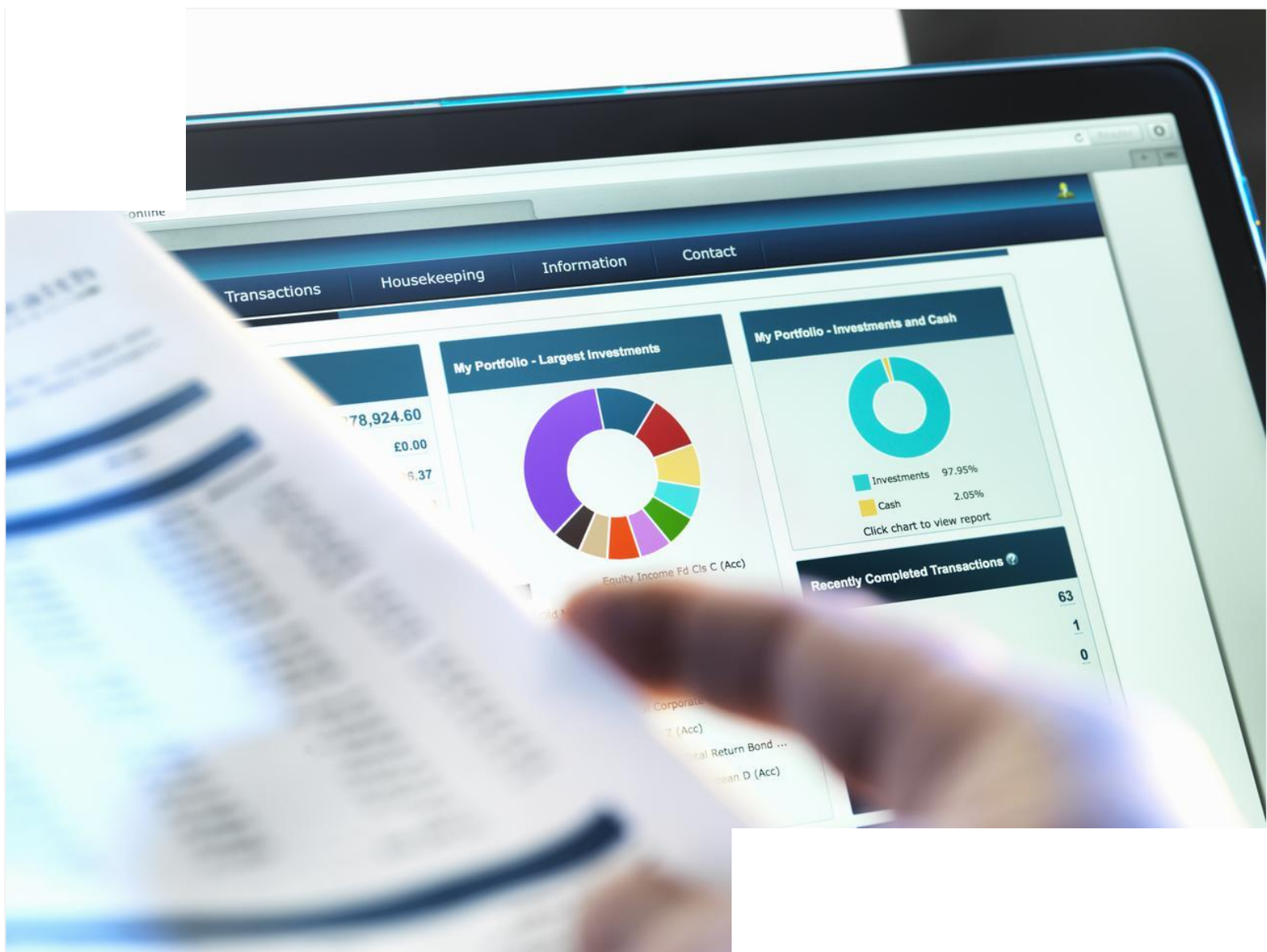


Anlagekonzept «Immobilien Schweiz»



Management Summary

Der Immobilienmarkt Schweiz hat gemäss einer Schätzung von Wüest Partner AG aus dem Jahre 2019 einen Marktwert von CHF 4'000 Mia. Abzüglich der Werte von selbstgenutztem Wohneigentum verbleibt ein theoretisch investierbares Anlagevolumen von CHF 1'800 Mia. Investoren können über direkte Anlagen (Investor ist als Eigentümer im Grundbuch eingetragen) oder indirekte Anlagen (Investor ist Eigentümer von Anteilen einer Immobilien AG, eines Immobilienfonds oder einer Immobilienanlagestiftung) am Schweizer Immobilienmarkt partizipieren. Im Schweizer Immobilienmarkt sind die Nutzungsarten Wohnen, Büro und Verkauf für Investitionen etabliert. In den letzten Jahren haben sich einige Nischenprodukte, die sich auf Investitionen in Hotellerie, Logistik und Gewerbe spezialisiert haben, entwickelt. Investitionen in solche Spezialnutzungen sind sehr stark vom Geschäftsgang resp. des Businessplans des Mieters / der Mieterin abhängig und erfordern oft eine massgeschneiderte Grundrissgestaltung, welche für einen/eine Dritte nur einen geringen Wert darstellt.

Der Schweizerische Immobilienmarkt ist sowohl für direkte als auch für indirekte Anlagen illiquid. Schnelle taktische Veränderungen, ohne Beeinflussung der Preise, sind nicht möglich. In der Steuerung der Anlageklasse ist das Investment Committee in den periodischen ALM-Prozess involviert und liefert den Input zur Erarbeitung der SAA der illiquiden Anlagesubkategorien («Real Estate CH» als Konsolidierung von «Private Real Estate CH» und «Listed Real Estate CH») mit den entsprechenden Bandbreiten. Nach Freigabe des Stiftungsrates wird die Quote der Anlagesubkategorien inkl. Bandbreite in die AAIC übernommen und die weitere Umsetzung an den/die CIO übertragen.

Die Pensionskasse investiert bereits seit mehreren Jahrzehnten in Immobilienanlagen. Seit dem Jahr 2007 beschäftigt sie auch ein eigenes Team, welches sich um das direkte Immobilienportfolio kümmert. Im Jahre 2016 wurde dieser Bereich um die indirekten Immobilienanlagen erweitert, so dass diese Anlagekategorie gesamtheitlich geführt werden kann. Sämtliche Immobilienportfolios bestehen seit über 10 Jahren und werden sehr erfolgreich vom Bereich Real Estate betreut.

Inhaltsverzeichnis

| | |
|--|----|
| Management Summary | 2 |
| 1 Einleitung..... | 4 |
| 2 Rahmenbedingungen..... | 4 |
| 2.1 Regulation | 4 |
| 2.2 ALM-Strategie | 4 |
| 2.3 Strategische Asset Allocation (SAA) | 5 |
| 2.4 Aktuelle Portfoliosituation..... | 5 |
| 3 Anlageuniversum Real Estate | 7 |
| 3.1 Immobilien Schweiz indirekt kotiert und nicht-kotiert..... | 7 |
| 3.2 Immobilien Schweiz direkt | 8 |
| 4 Abgrenzung Anlageuniversum Real Estate Schweiz..... | 9 |
| 5 Steuerung der Strategie Real Estate | 9 |
| 5.1 Top Down | 9 |
| 5.2 Bottom Up | 10 |
| 5.3 Beispiel Portfolio-Tree: | 10 |
| 6 Private Real Estate CH | 11 |
| 6.1 Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt | 11 |
| 6.2 Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – nicht kotiert..... | 19 |
| 7 Listed Real Estate CH | 25 |
| 7.1 Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – kotiert | 25 |

1 Einleitung

Das Anlagekonzept betrachtet die konsolidierte Anlagesubkategorie «Real Estate CH» aus einer «top down»-Perspektive. Es werden die Rahmenbedingungen aufgezeigt, ein Überblick zum Anlageuniversum gegeben und eine Abgrenzung innerhalb der Anlageklasse «Immobilien Schweiz» für die PK CSG (CH) vorgenommen. Abschliessend werden die Anlageeigenschaften des abgegrenzten Universums analysiert und die Umsetzungsstrategie beschrieben.

2 Rahmenbedingungen

2.1 Regulation

Die PK CSG (CH) ist eine Vorsorgeeinrichtung, die der beruflichen Vorsorge dient (inkl. professioneller Tresorerie, Reg.-Nr. Sicherheitsfonds BVG: ZH 1290). Das Massgebende Gesetz ist das BVG sowie deren Verordnung BVV2 ([Link](#) zur aktuell gültigen Verordnung). In Art. 53c BVV2 werden «Immobilien im Allein- oder Miteigentum [...]» als Anlagen für das Vermögen einer Vorsorgeeinrichtung erlaubt. Art. 53 Abs. 2 regelt zudem, dass diese «als direkte Anlagen oder mittels kollektiver Anlagen [...] vorgenommen werden [können]», wobei bei kollektiven Anlagen die Belehnungsquote auf 50 Prozent des Verkehrswerts begrenzt ist (Art. 53 Abs. 5). Weiter begrenzt Art. 55 c die Anlagekategorie bezogen auf das Gesamtvermögen auf 30% (inkl. «Immobilien Ausland», welche auf 10% begrenzt sind. Die Begrenzung im BVV2 kann über eine Erweiterungsbegründung überschritten werden).

Unter Berücksichtigung des BVG sowie der BVV2-Verordnung wird gem. Punkt 2.2 ALM-Strategie eine Strategische Asset Allocation (SAA) inkl. Bandbreite definiert. Das strategische Gewicht und die mögliche Variation um dieses Gewicht (=Bandbreite) wird vorsichtshalber enger definiert als es das Gesetz vorsieht. Die Details werden in den internen Richtlinien festgehalten. Die internen Kompetenzen werden im Anlagereglement definiert. Darin wird weiter auf die einzelnen Mandatsrichtlinien verwiesen, welche unter anderem Vorgaben und Ziele definieren.

2.2 ALM-Strategie

Gemäss ALM-Prozess wird, unter Berücksichtigung der Risikofähigkeit der Kasse, die SAA ausgearbeitet und implementiert. In diesem Prozess werden unter der Führung des/der CFO der PK CSG (CH), zusammen mit einer externen Beratungsfirma, die Rendite-, Risiko- und Korrelationskennzahlen festgelegt, welche als Grundlage für die Erstellung einer SAA dienen. Die folgende Tabelle zeigt die Rendite- und Risikoannahmen per 31.12.2021. Die aktuellsten Annahmen sowie die daraus resultierenden SAA sind im «allgemeinen Anhang zu den Anlagekonzepten» einzusehen. Für genauere Angaben wird an dieser Stelle auf das ALM-Reglement verwiesen.

| PPCmetrics fundamental model (long-term) | Expected return | Volatility | Correlations | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
|--|-----------------|------------|--------------|-----------------|-----------|------------------------|-------------------|-----------------------------|-----------------------|-------------------------------|-------------------------|--------------------|--------------------------|-----------------------------------|--------------------|-------------------------|------------------------------|-----------------------|------------------------|-------------------------------------|----------------------------------|---|------------|--|
| | | | Liquidity | Rates CHF (1-5) | Rates CHF | Rates Non-CHF (hedged) | Listed Credit CHF | Listed Credit Dev. (hedged) | Listed Credit EM (LC) | Listed Credit EM (HC, hedged) | Private Credit (hedged) | Listed Equities CH | Listed Equities DM ex CH | Listed Equities DM ex CH (hedged) | Listed Equities EM | Private Equity (hedged) | Infrastructure Core (hedged) | Listed Real Estate CH | Private Real Estate CH | Private Real Estate Non-CH (hedged) | Uncorrelated Strategies (hedged) | Risk Mitigation Strategies (50% hedged) | Transition | |
| Liquidity | -0.15 | 0.50 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rates CHF (1-5) | 0.15 | 1.50 | 0.35 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rates CHF | 0.15 | 4.00 | 0.10 | 0.80 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Rates Non-CHF (hedged) | -0.05 | 4.00 | 0.15 | 0.65 | 0.75 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Listed Credit CHF | 0.35 | 3.50 | 0.05 | 0.60 | 0.70 | 0.50 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Listed Credit Dev. (hedged) | 0.75 | 5.00 | 0.05 | 0.35 | 0.50 | 0.55 | 0.75 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Listed Credit EM (LC) | 2.60 | 15.00 | 0.05 | 0.05 | 0.15 | 0.10 | 0.35 | 0.35 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | | |
| Listed Credit EM (HC, hedged) | 2.60 | 13.00 | 0.00 | 0.15 | 0.20 | 0.20 | 0.40 | 0.65 | 0.55 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | | |
| Private Credit (hedged) | 2.35 | 12.00 | -0.05 | 0.00 | 0.10 | -0.15 | 0.45 | 0.50 | 0.45 | 0.45 | 1.00 | | | | | | | | | | | | | |
| Listed Equities CH | 3.85 | 18.00 | -0.05 | -0.20 | -0.10 | -0.15 | 0.15 | 0.30 | 0.55 | 0.45 | 0.35 | 1.00 | | | | | | | | | | | | |
| Listed Equities DM ex CH | 3.85 | 18.50 | -0.10 | -0.20 | -0.15 | -0.25 | 0.15 | 0.35 | 0.65 | 0.50 | 0.50 | 0.85 | 1.00 | | | | | | | | | | | |
| Listed Equities DM ex CH (hedged) | 3.85 | 15.50 | -0.10 | -0.25 | -0.15 | -0.20 | 0.20 | 0.45 | 0.45 | 0.60 | 0.55 | 0.85 | 0.90 | 1.00 | | | | | | | | | | |
| Listed Equities EM | 5.25 | 26.00 | -0.10 | -0.20 | -0.10 | -0.25 | 0.20 | 0.35 | 0.75 | 0.70 | 0.45 | 0.65 | 0.85 | 0.80 | 1.00 | | | | | | | | | |
| Private Equity (hedged) | 5.35 | 24.50 | -0.15 | -0.15 | -0.05 | -0.20 | 0.25 | 0.35 | 0.45 | 0.50 | 0.55 | 0.65 | 0.80 | 0.85 | 0.70 | 1.00 | | | | | | | | |
| Infrastructure Core (hedged) | 2.90 | 12.50 | 0.00 | 0.00 | 0.15 | 0.15 | 0.50 | 0.65 | 0.50 | 0.75 | 0.65 | 0.65 | 0.85 | 0.80 | 0.65 | 0.75 | 1.00 | | | | | | | |
| Listed Real Estate CH | 1.45 | 8.00 | -0.05 | 0.20 | 0.25 | 0.15 | 0.30 | 0.35 | 0.25 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.35 | 0.30 | 0.30 | 0.35 | 1.00 | | | | | | |
| Private Real Estate CH | 3.05 | 7.00 | -0.05 | 0.20 | 0.25 | 0.15 | 0.30 | 0.35 | 0.25 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.35 | 0.30 | 0.30 | 0.35 | 1.00 | | | | | | |
| Private Real Estate Non-CH (hedged) | 2.90 | 13.50 | 0.00 | 0.10 | 0.15 | 0.15 | 0.45 | 0.60 | 0.50 | 0.70 | 0.60 | 0.55 | 0.60 | 0.75 | 0.60 | 0.70 | 0.85 | 0.40 | 0.40 | 1.00 | | | | |
| Uncorrelated Strategies (hedged) | 1.35 | 9.00 | -0.05 | -0.15 | -0.10 | -0.15 | 0.30 | 0.45 | 0.35 | 0.55 | 0.50 | 0.55 | 0.65 | 0.70 | 0.70 | 0.75 | 0.30 | 0.30 | 0.30 | 0.55 | 1.00 | | | |
| Risk Mitigation Strategies (50% hedged) | -0.10 | 11.00 | 0.05 | 0.35 | 0.55 | 0.65 | 0.40 | 0.40 | 0.30 | 0.30 | 0.05 | 0.05 | 0.10 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | 0.05 | 0.20 | 0.20 | 0.10 | 0.10 | 1.00 | | |
| Transition | 2.60 | 10.00 | 0.00 | -0.15 | -0.05 | -0.05 | 0.30 | 0.50 | 0.45 | 0.60 | 0.60 | 0.80 | 0.85 | 0.95 | 0.75 | 0.80 | 0.75 | 0.40 | 0.40 | 0.70 | 0.70 | 0.05 | 1.00 | |
| Return/risk assumptions as of 12/31/2021. The expected returns are net of management cost. | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |

1 - 2022 Return/Risk Assumptions Long-Term 10 Jahre, PPC Metrics, exemplarische Tabelle

2.3 Strategische Asset Allocation (SAA)

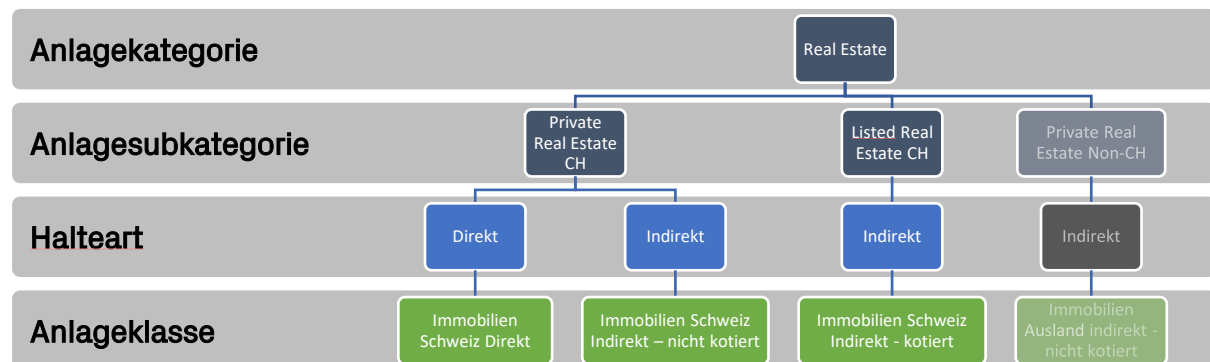
Die SAA wird basierend auf den Vorgaben des ALM Committees erstellt und vom Stiftungsrat gutgeheissen. Dabei wird je ein strategisches Gewicht für «Real Estate CH und «Real Estate Non-CH» definiert, welches gemäss ALM-Prozess regelmässig überprüft und gegebenenfalls angepasst wird. Die Verantwortlichen sind sich der Illiquidität der Anlageklasse bewusst und berücksichtigen diese bei der Gestaltung der SAA. Die untenstehende Tabelle zeigt die SAA inkl. Bandbreite per Ende 2021. Die aktuellsten Werte sind im «allgemeinen Anhang zu den Anlagekonzepten» einzusehen.

| | SSA | Min. | Max. |
|---------------------------|-----|------|------|
| Real Estate CH | x% | y% | z% |
| Real Estate non-CH | x% | y% | z% |

2 - SAA Bandbreiten per 31.12.2021

2.4 Aktuelle Portfoliosituation

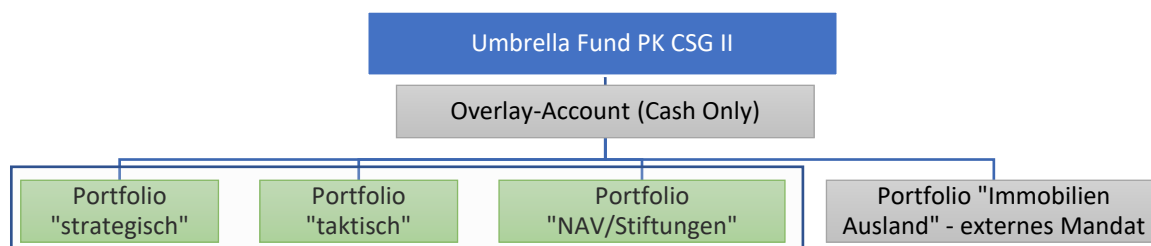
Die PK CSG (CH) unterscheidet zwischen Anlagesubkategorien und Anlageklassen. Die Anlagesubkategorien entsprechen der offiziellen Anlagestruktur der PK CSG (CH), folgen ökonomischen Regelmässigkeiten (z.B. Bewertungslogik, Handelbarkeit) und dienen vor allem der strategischen Steuerung sowie der Berichterstattung. Daneben definiert der Bereich Real Estate vier Anlageklassen, in welche die Anlagen zur operativen Umsetzung nach Halteart aufgeteilt werden. Für die Anlageklasse «Immobilien Ausland» wird ein separates Anlagekonzept erstellt und wird in diesem Konzept nicht bearbeitet.



3 - Anlagestruktur und Anlageklassen Immobilien

2.4.1 Immobilien Schweiz indirekt kotiert und nicht kotiert

Seit mehr als 10 Jahren werden indirekte Immobilien Schweiz erfolgreich innerhalb der PK CSG (CH) verwaltet («internes Mandat»). Aus steuerlichen Überlegungen (Befreiung von der Stempelsteuer und Mehrwertsteuer) wurde im November 2019 ein Einanlegerfonds nach schweizerischem Recht der Art «Übrige Fonds für traditionelle Anlagen» für qualifizierte Anleger/innen aufgelegt («Umbrella Fund PK CSG II»). Dieser hat den zusätzlichen Vorteil, dass die Anlagebuchhaltung an die CS Fundmanagement AG ausgelagert und Anlagerestriktionen in Form von «Internal Investment Guidelines» implementiert werden konnten, die unabhängig überwacht werden. In dieser Umbrella-Struktur werden vier verschiedene Sub-Portfolios und ein Overlay-Konto für das Cash-Management verwaltet, wobei die FINMA der Rückdelegation des Managements der Portfolios «Overlay», «Strategisch», «Taktisch» und «NAV» an den Bereich Real Estate der PK CSG (CH) zugestimmt hat. In den Anlageklassen Immobilien Schweiz indirekt (kотиert und nicht kотиert) werden per Ende 2021 rund CHF 1.6 Mia. verwaltet.

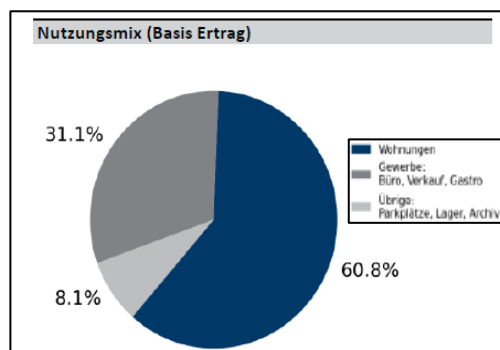


- Das Portfolio «strategisch» soll zu jeder Zeit am indirekten, kотиerten Schweizer Immobilienmarkt partizipieren und wird nach einem Benchmark-relativen Ansatz verwaltet.
- Das Portfolio «taktisch» soll grundsätzlich in indirekte, kотиerte Immobilien in der Schweiz investieren, aber einen aktiven, benchmark-unabhängigen Ansatz pflegen, mit dem Ziel, eine hohe risikoadjustierte absolute Rendite zu erreichen. Das Portfolio dient zusätzlich der Risikosteuerung sowie Nutzung von temporär auftretenden Opportunitäten innerhalb der Anlagesubkategorie «Listed Real Estate CH» und hat dementsprechend sehr weite Bandbreiten definiert wie z.B. eine mögliche Cash-Quote von 0-50%.
- Das Portfolio «NAV/Stiftungen» ist ein «buy and hold»-Portfolio, welches ausschliesslich in Anlageprodukte investiert, welchen eine Rapportierung zum Nettoinventarwert zugrunde liegt.

2.4.2 Immobilien Schweiz direkt

Die Basis für das heutige Portfolio wurde mit der Fusion der Pensionskassen der ehemaligen SKA, Bank Leu und Volksbank, bei welcher die direkten Immobilienbestände aller Banken vereinigt wurden, gelegt. Im Jahre 2007 kam es zu einer grossen Portfoliobereinigung, bei der die Sektorallokation zur Nutzungsart «Wohnen» mittels Verkäufe von Geschäftsimmobilien relativ erhöht wurde. Mit den direkten Immobilien wird das Ziel verfolgt, einen stetigen, positiven Renditebeitrag zum Anlageziel der Pensionskasse zu leisten.

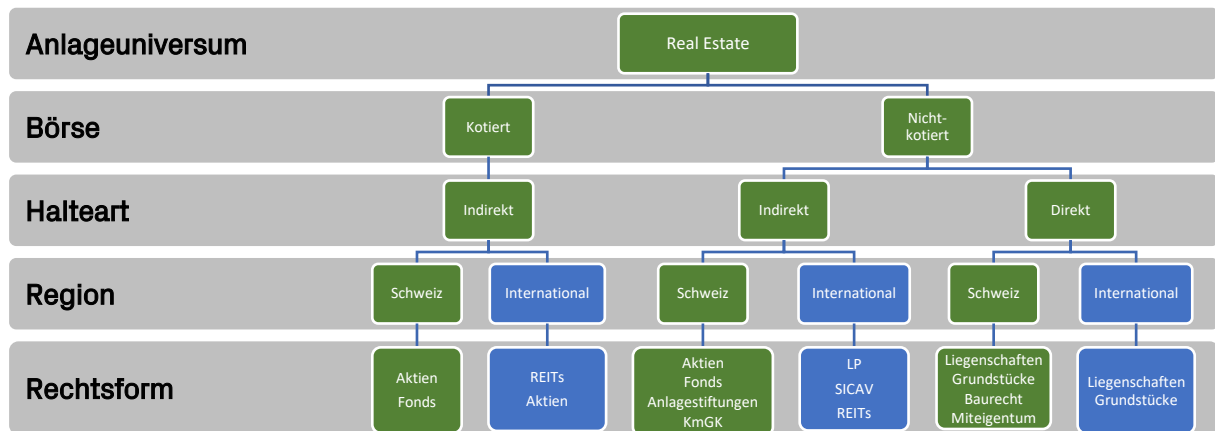
Dabei fokussiert sich die Strategie von «buy and manage» auf die zwei Fachgebieten – Betrieb und Investment. Per Ende 2021 beträgt der Verkehrswert der direkten Immobilienanlagen in der Schweiz CHF 1.51 Mia. Nutzungsmix gemäss Ertragsherkunft per Ende 2021 siehe Grafik.



4 PK CSG (CH), 31.12.2021

3 Anlageuniversum Real Estate

Grundsätzlich besteht das Anlageuniversum aus allen möglichen Arten von Immobilienanlagen weltweit, direkt und indirekt, kotiert und nicht kotiert, solange die regulatorischen Vorschriften eingehalten werden.



5 - PK CSG (CH), Rechtsformen nicht abschliessend

3.1 Immobilien Schweiz indirekt kotiert und nicht-kotiert

Der indirekte Markt für Schweizer Immobilien ist noch relativ jung, aber in den letzten zwei Jahrzehnten stark gewachsen. Insgesamt beläuft sich die Marktkapitalisierung auf > CHF 148 Mia., wobei kotierte Fonds mit > CHF 64 Mia., Anlagestiftungen mit > CHF 52 Mia. und kotierte Immobilienaktien mit > CHF 21 Mia. die grössten Anlagekategorien darstellen. Die Marktkapitalisierung von nicht kotierten Immobilienfonds schwankt, weil immer wieder einzelne Fonds an der Börse kotiert werden. Diese fristen mit einer Marktkapitalisierung von unter CHF 1 Mia. eher ein Nischendasein. Die Fonds, Anlagestiftungen und Aktiengesellschaften unterscheiden sich neben ihrer Rechtsform und Handelbarkeit weiter hinsichtlich der regionalen (Westschweiz, Deutschschweiz, Tessin) sowie sektoralen Ausrichtung (Wohnimmobilien, kommerziell genutzte Immobilien, Spezialimmobilien wie z.B. Logistikbauten). Mehrheitlich besteht ein klar definierter Fokus wie z.B. Wohnimmobilien in der Westschweiz mit einer opportunistischen Quote für z.B. kommerzielle Liegenschaften. Vereinzelte Gefässe investieren auch in der ganzen Schweiz in allen Sektoren und Regionen (z.B. der Immobilienfonds UBS SIMA). Die untenstehende Tabelle zeigt die wichtigsten Attribute der verschiedenen Anlagekategorien.

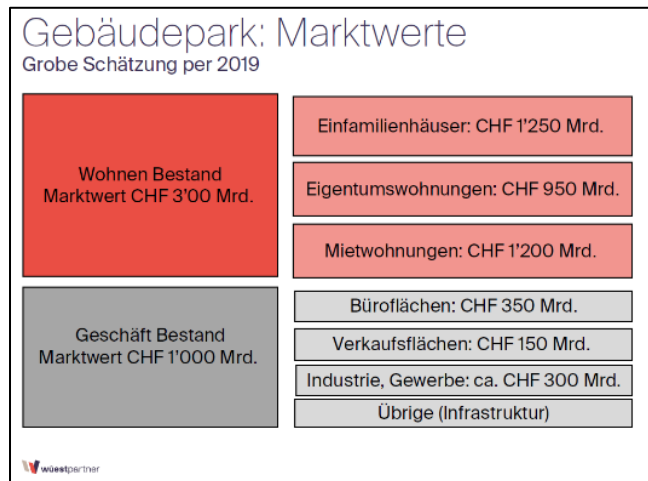
| Volatilität, Liquidität, Verfügbarkeit | + | | | | |
|--|--|---|--|-----------------------------------|--|
| | Kotierte Immobilienaktien (SIX & BX) | Kotierte Immobilienfonds (SIX & BX) | Nicht kotierte Immobilienaktien (BEKB OTC) | Nicht kotierte Immobilienfonds | Anlagestiftungen (KGAST) |
| Anzahl Titel | ca. 18 | ca. 40 | ca. 20 | ca. 18 | ca. 39 |
| Markt- kapitalisierung | > CHF 21 Mrd. | > CHF 64 Mrd. | > CHF 0.9 Mrd. | > CHF 10 Mrd. | > CHF 52 Mrd. |
| Ø Fremd- finanzierung | ca. 41% | ca. 21% | n/a | ca. 23% | ca. 10% |
| Sektorfokus | Tendenziell kommerziell | Tendenziell Wohnen | Gemischt | Gemischt | Tendenziell Wohnen |
| Regionenfokus | Ganze Schweiz | Ganze Schweiz | Deutschschweiz | Ganze Schweiz | Ganze Schweiz |
| Aufsicht / Regulierung | BEHG / OR | KAG / FINMA | OR | KAG / FINMA | BVV2 / ASV / OAK BV |
| Handel | Sekundärmarkt | Sekundärmarkt | Oft OTC | Oft OTC | Zeichnungen / Rücknahmen |
| Investorenkreis | Private / Institutionelle | Private / Institutionelle | Private / Institutionelle | Institutionelle | Steuerbefreite Vorsorge- einrichtungen |

6 - UBS AM, Schweizer indirekte Immobilienanlagen, Januar 2022

Die grössten Anbieter von Immobilienfonds sind die beiden Grossbanken UBS und CS mit gemeinsam über 50% der Marktkapitalisierung. Der restliche Markt ist fragmentierter. In den letzten Jahren sind insbesondere Versicherungen vermehrt in den Markt vorgedrungen und werden auch in den kommenden Jahren ein wichtiger Anbieter bleiben.

3.2 Immobilien Schweiz direkt

Der Markt für direkte Immobilien in der Schweiz ist durch den Wert des landesweiten Gebäudeparks definiert und beträgt geschätzt CHF 4'000 Mia. Werden von diesem Betrag die Werte von Einfamilienhäusern und die Eigentumswohnungen in Abzug gebracht (CHF 4'000 Mia. ./. CHF 1'250 Mia. ./. CHF 950 Mia., siehe Tabelle nebenan) verbleibt ein Restwert von CHF 1'800 Mia., was dem effektiven Markt der vermietbaren Flächen entspricht und grob das mögliche, investierbare Anlageuniversum reflektiert.



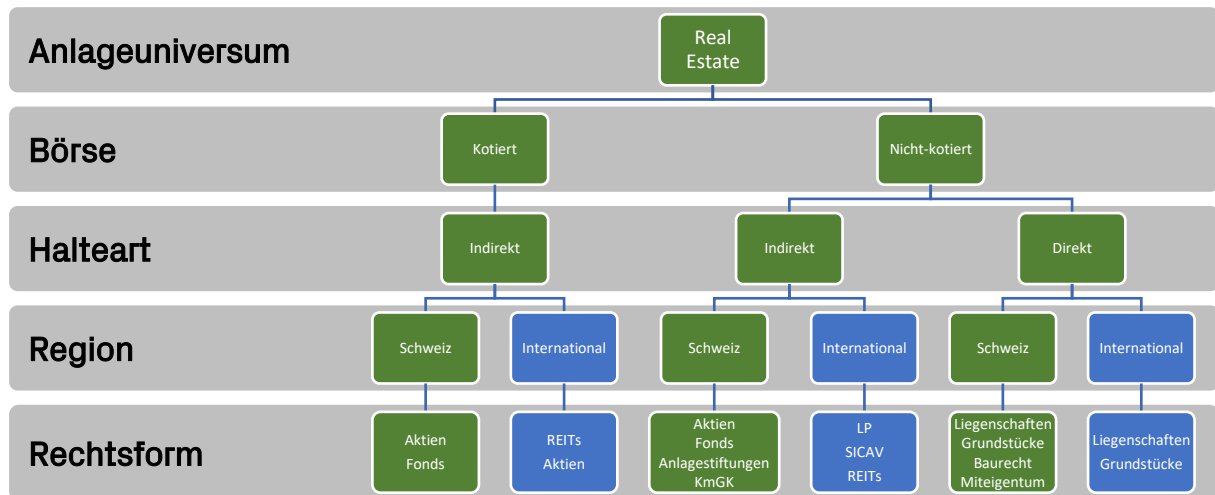
Gemäss Schätzung von Wüest Partner AG aus dem Jahr 2014 beträgt der Anteil der privaten Eigentümer an den Mietwohnungen 67%. Die restlichen 33% sind je zur Hälfte im Eigentum von institutionellen Investoren und bei juristischen Personen (Genossenschaften, Kirchen, Stiftungen) oder Staat. Die institutionellen Investoren teilen sich wie folgt auf: 41% Pensionskassen, 25% Versicherungen, 17% Anlagestiftung, 14% Immobilienfonds und 3% kotierte Liegenschaften.

Bei den vermieteten Geschäftsliegenschaften wird mit 67% der grösste Teil von Firmen und anderen gehalten. Gefolgt von Privat 14%, Staat 10% und alle institutionellen Investoren 9%. Die institutionellen Investoren teilen sich auf in 28% Pensionskassen, 18% Versicherungen, 12% Anlagestiftung, 24% Immobilienfonds und 18% kotierte Liegenschaften.

Die rund 1'400 Schweizer Pensionskassen bilden eine bedeutende Gruppe institutioneller Investoren, die sowohl direkte als auch indirekte Immobilienanlagen tätigen. Die Investitionsstrategie von Pensionskassen verfolgt langfristige und stabile Renditen, um die Leistungen der aktuellen und zukünftigen Bezüger zu decken.

4 Abgrenzung Anlageuniversum Real Estate Schweiz

Die PK CSG (CH) investiert in die grün markierten Anlagekategorien. Dabei kann in unterschiedliche Rechtsformen (untenstehende Darstellung nicht abschliessend) investiert werden, die aber in jedem Fall vorgängig einer detaillierten Due Diligence unterzogen werden müssen. Die Cashflows werden dabei vornehmlich über Objekte generiert, welche ihren Ertrag über Mieten (gemäss OR Art. 253ff) erzielen.



7 - PK CSG (CH), Rechtsformen nicht abschliessend

5 Steuerung der Strategie Real Estate

5.1 Top Down

Gemäss ALM-Prozess wird, unter Berücksichtigung der Risikofähigkeit der Pensionskasse, eine SAA ausgearbeitet. Das Investment Committee ist in den periodischen ALM-Prozess involviert und liefert den Input zur Erarbeitung der SAA der illiquiden Anlagesubkategorien («Real Estate CH» als Konsolidierung von «Private Real Estate CH» und «Listed Real Estate CH») mit den entsprechenden Bandbreiten. Nach Freigabe des Stiftungsrates wird die Quote der Anlagesubkategorien inkl. Bandbreite in die AAIC übernommen. Erfolgt eine Überarbeitung der SAA gem. ALM-Prozess, können zwei Szenarien eintreten:

Szenario 1- Die absolute Allokation der Immobilienquote Schweiz bleibt unverändert: Basierend auf der Quote und Bandbreite «Real Estate CH» bestimmt der/die CIO periodisch die Gewichte und Bandbreiten für «Listed Real Estate CH» und «Private Real Estate CH». Die Bandbreiten stellen aber nicht den Rahmen für kurzfristige, taktische Veränderungen dar, sondern definiert die Grenzen, in welchen sich die Portfolios bewegen dürfen, bevor ein allfälliges Rebalancing ausgelöst wird. Ebenso werden die strategischen Gewichte unterjährig, sprich zwischen den ALM-Prozessen, nicht angepasst. Ausnahmen bilden Extremsituationen oder «bottom up»-Entscheide. Basierend auf den definierten Quoten für «Listed Real Estate CH» sowie «Private Real Estate CH» erarbeitet das Real Estate Team der PK CSG (CH) einen Vorschlag für den/die CIO für die weitere Aufteilung auf die Sub-Portfolios «strategisch», «taktisch», «NAV/Stiftungen» sowie «direktes Immobilienportfolio».

Szenario 2 - Die absolute Allokation der Immobilienquote Schweiz wird angepasst: Aufgrund der eingeschränkten Liquidität sind die der «Real Estate CH» allozierten Vermögenswerte in der Regel «starr». Der Marktwert der Anlagen sowie das relative Gewicht im Gesamtportfolio schwankt zwar mit der Marktdynamik, was

aber noch keine nominalen Zu- oder Abflüsse auslöst. Eine Anpassung der absoluten Allokation kann aus zwei verschiedenen Gründen erfolgen. Entweder mit einem Portfolio Rebalancing oder einer strategischen Neuausrichtung. Bei einem Portfolio Rebalancing wird das ursprüngliche Portfoliogewicht, welches sich aufgrund der Marktdynamik vom strategischen Gewicht entfernt hat, wiederhergestellt. Bei einer strategischen Neuausrichtung handelt es sich um eine Veränderung der SAA auf Basis des ALM-Prozesses.

Bei solchen Umschichtungen ist die Illiquidität der Anlageklasse zu berücksichtigen. Kleinere Veränderungen bis ca. CHF 100 Mio. können in der Regel vom indirekten Immobilienmarkt absorbiert werden. Für substantiellere Veränderungen ist ein klarer strategischer Auftrag und ein Umsetzungsplan zu erstellen und vom Investment Committee zu genehmigen. Ein solcher Plan definiert z.B. die Dauer der Umsetzung, Parameter für Zu- resp. Verkäufe, Messung der Ausführung, Performance Holidays und weiteren Faktoren.

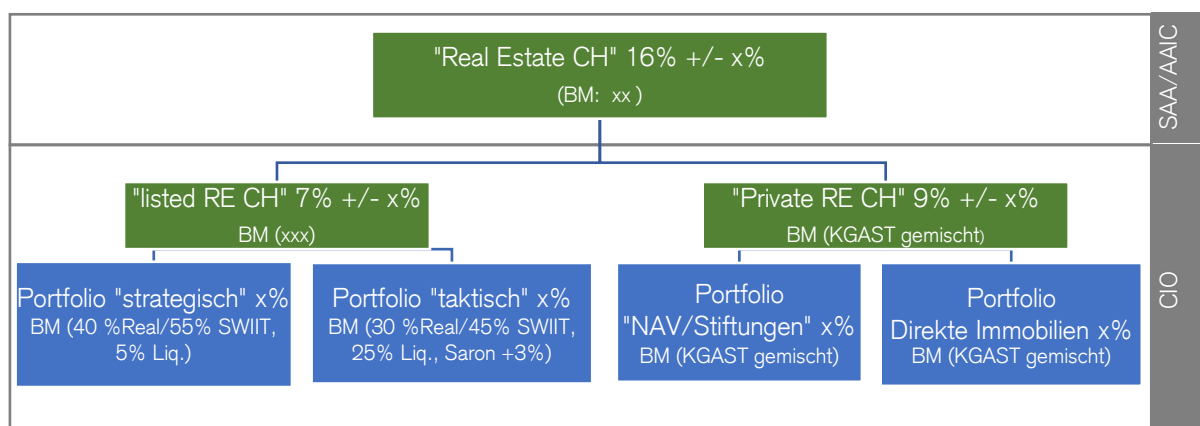
5.2 Bottom Up

Der bottom up-Ansatz kommt immer dann zum Zuge, wenn zusätzliche Mittel für Investitionen vom/von der CIO oder dem/der Head Real Estate beantragt werden oder wenn aufgrund von Verkäufen, ohne entsprechende attraktive Reinvestitionsmöglichkeiten, finanzielle Mittel an die Pensionskasse zurückgeführt werden sollen. Bottom Up-Entscheide werden durch Opportunitäten oder Risiken am Markt ausgelöst.

Für das «direkte Immobilienportfolio» wird an dieser Stelle auf die Kompetenzzuordnung für direkte Immobilienanlagen im Anhang des Anlagereglements verwiesen. Darin wird insbesondere geregelt, bis zu welcher Summe der/die Portfolio Manager/in, der/die Head REIM (Real Estate Investment Management), der/die Head RE (Real Estate) und der/die CIO über Neuinvestitionen entscheiden können. Dabei müssen immer die gem. «top down»-Prozess definierten Bandbreiten der AAIC (=SAA) eingehalten werden. Für alle indirekt investierenden Portfolios («strategisch», «taktisch» und «NAV/Stiftungen») besteht die Möglichkeit des Antragswesens. Bei Opportunitäten kann die Portfolio Managerin/der Portfolio Manager mit entsprechender Begründung einen Antrag an den/die CIO stellen. Dabei dient die gemäss «top down»-Prozess definierte Bandbreite «Real Estate CH» der SAA als Rahmen der eingehalten werden muss.

5.3 Beispiel Portfolio-Tree:

Für «Real Estate CH» (SAA=AAIC), «listed Real Estate CH» (CIO) und «Private Real Estate CH» (CIO) wird ein Gewicht inkl. Bandbreite definiert. Für die Portfolios wird lediglich ein Gewicht ohne Bandbreite definiert. In der Summe müssen die Portfolios aber innerhalb der Bandbreiten von «Real Estate CH» verbleiben.



6 Private Real Estate CH

6.1 Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt

6.1.1 Abgrenzung

Die PK CSG (CH) stehen verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung, um in den Bereich direkte Immobilien Schweiz zu investieren. Das Schweizerische ZGB fasst den Begriff Grundstücke – als Gegenstand des Grundeigentums – gem. Art. 655a zusammen. Grundstücke im Sinne dieses Gesetzes sind:

1. die Liegenschaften
2. die in das Grundbuch aufgenommenen selbständigen und dauernden Rechte
3. die Bergwerke
4. die Miteigentumsanteile an Grundstücken.

Die Begriffe «Liegenschaft», «Immobilie» bzw. «Landparzelle» werden nachfolgend gleichbedeutend wie «Grundstück» im Sinne des Gesetzes» gem. ZGB behandelt. Im Gegensatz zu den direkten Immobilien – hier ist die PK als Eigentümerin im Grundbuch eingetragen – sind Gesellschaften, z.B. AGs oder Immobilienfonds, die Eigentümer und die PK hält nur Anteile der Gesellschaft bzw. des Fonds.

6.1.2 Beschreibung der Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt

Die Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt umfasst Liegenschaften, bei welchen die Erzielung einer Anlagerendite (stetige Mieterträge und Wertänderungsrendite) im Fokus steht. Dies umfasst im Wesentlichen Mietwohnungs-, Büro-, Verkaufs- und Gewerbebauten, welche auf dem Flächenmarkt eine Nachfrage generieren. In den letzten Jahren sind aufgrund des Anlagenotstandes auch vermehrt Logistik-, Industrie- und Tourismusbauten in den Fokus der Investoren geraten. Diese unterscheiden sich dahingehend von den vorgenannten Bauten, als dass die Wertschöpfung bei den letztgenannten mehr beim Betreiber als bei der Liegenschaft selber liegt. Der Eigentümer trägt bei solchen Objekten neben den liegenschaftsspezifischen Risiken auch einen Teil der Unternehmensrisiken des Mieters mit.

Die PK CSG (CH) hat die Möglichkeit, Eigentümerin von Liegenschaften zu sein, Liegenschaften zu kaufen oder zu veräussern. Die Liegenschaften können im Alleineigentum oder im Miteigentum gehalten werden, was u.a. auch für Stockwerkeigentum, als eine besondere Form des Miteigentums, gilt. Eine weitere Halteform ist das Gesamteigentum (Gemeinschaft „zur gesamten Hand“), welche für aktive Investoren unvorteilhaft ist, weil sämtliche Entscheide einstimmig erfolgen müssen.

Die Liegenschaften können unterschiedlich ausgestaltet sein. Es können z.B. bestehende Liegenschaften (Gebäude verschiedener Nutzung auf Grundstücken) sein, aber auch Infrastrukturbauten der öffentlichen Hand, baureife oder baubewilligte Projekte oder entwicklungsfähiges Bauland sind möglich. Einen Sonderfall bilden selbständige Baurechte, welche in die Kategorie 2, die in das Grundbuch aufgenommenen selbständigen und dauernden Rechte, fallen. Dabei handelt es sich um Bauwerke und andere Vorrichtungen, die auf fremdem Boden eingegraben, aufgemauert oder sonst wie dauernd auf oder unter der Bodenfläche mit dem Grundstück verbunden sind und einen anderen Parzellen-Eigentümer haben. Diese Form des Eigentums ist in einigen Regionen der Schweiz (Bspw. Stadt Bern, Bezirk March Schwyz etc.) weit verbreitet. Bei Investitionen in solche dauernden

selbstständigen Rechte ist der Prüfung der Parameter des Baurechtsvertrages (Heimfall, Festsetzung und Anpassung der Verzinsung) besondere Aufmerksamkeit zu schenken.

6.1.2.1 Marktgrösse- und Teilnehmer

Der theoretische Wert, der auf dem Markt effektiv vermietbaren Fläche, beträgt ca. CHF 1'800 Mia. Obwohl die Flächen der Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen schon abgezogen sind, ist der Markt für institutionelle Investoren dennoch kleiner, weil die Flächen bzw. die Liegenschaften, in denen sich die Flächen befinden, entweder – für institutionelle Investoren – zu klein sind oder Liegenschaften sich an Lagen befinden, die für institutionelle Anleger uninteressant sind. Das kann z.B. an der Mikro- oder Makrolage liegen oder an der ungenügenden Erschliessung an den privaten oder öffentlichen Verkehr und führt letztlich zu einem erhöhten Anlagerisiko (erhöhter Sockelleerstand, tiefe Nachfrage etc.) Der Immobilienmarkt ist aufgeteilt nach Objektgrösse, bei welchen auch unterschiedliche Marktteilnehmer mitspielen.

| Objektgrösse | Marktteilnehmer |
|-----------------|---|
| < CHF 5 Mio. | Private |
| CHF 5-20 Mio. | Private, Firmen und andere, institutionelle Investoren, Staat |
| CHF 20-100 Mio. | Firmen und andere, institutionelle Investoren, Staat |
| > CHF 100 Mio. | Firmen und andere, institutionelle Investoren, Staat |

Quelle: Schätzung REIM

In der Schweiz kann man nicht von einem Immobilienmarkt sprechen, sondern es handelt sich um mehrere regionalen Märkte. Wüest Partner AG z. B. unterscheidet folgende Märkte:

- Zürich
- Nordwestschweiz
- Westschweiz
- Ostschweiz
- Bern
- Innerschweiz
- Südschweiz

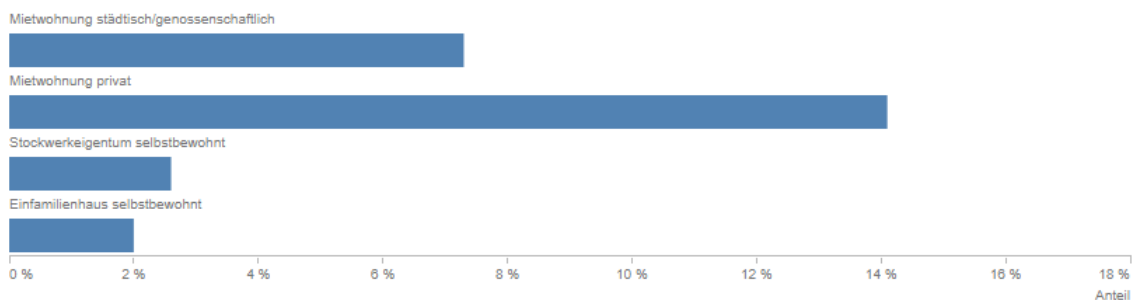
Innerhalb der Regionen werden noch die Gemeindetypen unterschieden:

- Grossstädte
- Reiche Gemeinden
- Ländliche Gemeinden
- Innerer Agglomerationsgürtel
- Äusserer Agglomerationsgürtel
- Tourismusgemeinden
- Grossstädte
- Grossstädte
- Mittelstädte
- Innerer Agglomerationsgürtel
- Kleinstädte
- Mittelstädte

6.1.2.2 Charakteristika und Portfoliokontext

| | |
|--------------------|---|
| Quantitativ | Erarbeitung in der nächsten Version (Workshop Anlagekassen Charakteristika R&S). |
| Qualitativ | <p>Generell gelten für Immobilien direkt Schweiz folgende Charakteristika:</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabile Cashflows ▪ Tiefe Volatilität ▪ Aufgrund der Bewertungsmodelle besteht eine gewisse Zinssensitivität ▪ Bieten einen gewissen Inflationsschutz ▪ Gute Diversifikation und tiefe Korrelation zu traditionellen Anlagen |

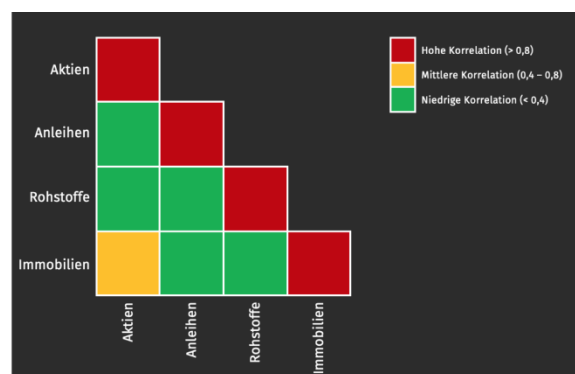
Die direkten Immobilienanlagen zeichnen sich durch nachhaltig stabile Cashflows und durch eine Wertänderungsrendite aus. Ersteres ist den Mietverträgen geschuldet. Bei Gewerbeverträgen, die meistens auf 5 oder 10 Jahre fix abgeschlossen werden, ist teilweise ein Mechanismus eingebaut, der die Teuerung automatisch ausgleicht (Inflationsschutz). Bei den Wohnungen sind es meistens unbefristete Mietverträge, die jederzeit gekündigt werden können. Faktisch bleiben die Wohnungsmieter aber sehr lange in Ihren Wohnräumen. Exemplarisch können hier die Erhebungen der Stadt Zürich für die Jahre 2015-2019 beigezogen werden, welche für den privaten Wohnungsmarkt eine durchschnittliche Wohnungs-Verweildauer von 7.1 Jahren ausweist.



8 - Fluktuationsrate nach Bewohnungsart (Jahresdurchschnitt 2015-19). Hohe Wohnungsfluktuation trotz tiefem Leerstand - Stadt Zürich (stadt-zuerich.ch)

Typisch für Mietverträge ist, dass sich der Mietzins – falls der Referenzzinssatz wechselt - während der Laufzeit ändern kann. Falls sich der Referenzzinssatz nach unten korrigiert, steht es dem Mieter offen, beim Vermieter eine Mietzinsreduktion gemäss Mietrecht zu verlangen. Umgekehrt kann der Vermieter – wenn sich der Referenzzinssatz nach oben bewegt - eine Mietzinserhöhung verlangen. Die Wertänderungsrendite ist durch den Markt getrieben, wobei die wichtigsten Treiber das Mietpreiswachstum, die Zinssätze und die Instandsetzungs-/Instandhaltungskosten sind. Gemäss BVV 2 ist die Fremdfinanzierung der Liegenschaften möglich und kann zu einer Erhöhung der Eigenkapitalrendite führen, sofern die Anlagerendite höher ist als die Fremdkapitalkosten.

Die Diversifikation ist das beste Mittel, um in einem Portfolio attraktive Renditen bei geringem Risiko zu erzielen. In der Praxis bedeutet Diversifikation, dass Portfolios auf verschiedene Anlagearten und -stile, Länder, Unternehmensgrössen und Branchen aufgeteilt werden sollten. Dabei spielen direkte Immobilienanlagen in der Schweiz eine wichtige Rolle, da sie eine tiefe Korrelation zu Wertschriftenanlagen und keine Währungsrisiken aufweisen. Entscheidend für diese positiven Gesamtportfolio-Eigenschaften sind wertrelevante Faktoren von Liegenschaften (Mietzinse, Kosten Betrieb/Unterhalt/Renovation und Diskontierung), die sich sehr langsam verändern und aufgrund der periodischen Bewertung zeitverzögert rapportiert werden. Ausserdem entwickeln sich die wertrelevanten Faktoren von Liegenschaften unterschiedlich und beeinflussen sich gegenseitig. Dies führt zu einer sehr hohen Stabilität der Anlageklasse, welche historisch nur in einem Szenario von steigenden Zinsen im Zusammenhang mit einer konjunkturellen Abschwächung einen negativen Einfluss auf die Wertentwicklungen der Anlageklasse hatte.

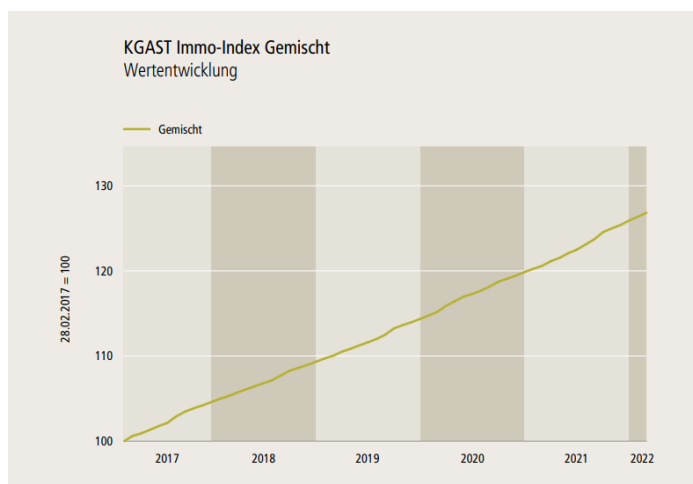


9 - Quelle: www.ginmon.de/wiki/anlageklasse/

6.1.2.3 Benchmark

Für direkte Immobilienanlagen in der Schweiz existieren nur wenige Vergleichsindizes. Der bekannteste Anbieter von solchen Marktvergleichen ist die **«Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen» (KGAST)**, welche einen Hauptindex und drei Subindizes publiziert und die Performance der direkt in der Schweiz investierenden Immobiliengruppen ihrer Mitglieder misst. Es werden nur Anlagegruppen mit Immobilieninvestments in der Schweiz berücksichtigt. Somit besteht kein Exposure in ausländischen Immobilien. Die Ansprüche der Anlagegruppen sind nicht kotiert. Ihr Wert richtet sich nach dem Nettoinventarwert. Ausschüttungen der Anlagegruppen werden berücksichtigt. Die Anlagegruppen sind Anlageprodukte, deren Ansprüche ausschliesslich von schweizerischen Vorsorgeeinrichtungen erworben werden dürfen. Zurzeit umfasst der KGAST Immo-Index Gemischt 15 Anlagegruppen mit einem Gesamtvermögen von CHF 28.4 Milliarden.

Die drei Subindizes „Wohnen“, „Geschäft“ und „Gemischt“ repräsentieren die Performance der Immobiliensegmente, welche dem KGAST Performancebericht 2. Säule entsprechen. Für die Zuordnung in die Segmente ist die Anlagestrategie der einzelnen Anlagegruppe ausschlaggebend. Wenn mindestens 80% in Wohnimmobilien investiert wird, erfolgt die Zuteilung zu „Wohnen“, wenn mind. 80% in kommerzielle Immobilien investiert wird, dann in „Geschäft“. Dazwischenliegende Strategien werden dem Index „Gemischt“ zugeordnet.



10 KGAST, 28.02.2022

Ein weiterer wichtiger Benchmark wird von der Firma IAZI/CIFI AG publiziert. Der **IAZI Swiss Property Benchmark®** ist mit über 12'000 Liegenschaften, einem Marktwert von über CHF 190 Mia. und Zeitreihen ab 1994 der repräsentativste Benchmark für Schweizer Immobilien-Direktanlagen.

6.1.2.4 Renditeerwartung

| Listed Real Estate CH | Illiquidity Premium | Management Fee | Expected Return |
|-----------------------|---------------------|----------------|-----------------|
| 3.04 % | 1.00% | -0.05% | 3.99% |

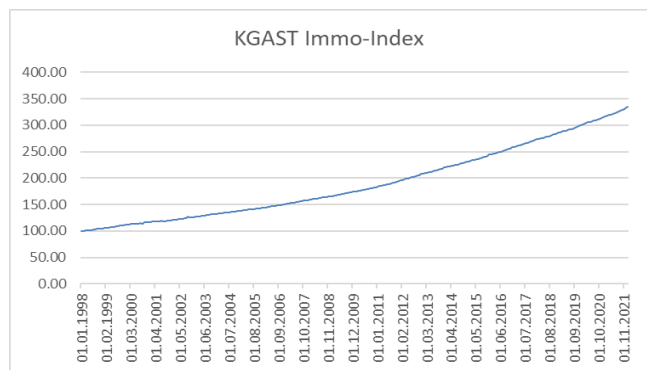
11 - Capital Market Assumptions - Private Real Estate CH, Research & Strategy

6.1.2.5 Risiko- und Renditeprofil

Der Immobilienmarkt in der Schweiz funktioniert, wie andere Anlagemärkte auch, zyklisch. Der Unterschied liegt aber in der Zeitspanne der Phase von Tief- zu Höchstständen. Diese Perioden dauern meist mehrere Jahrzehnte. Der letzte Einbruch im schweizerischen Immobilienmarkt fand Ende der 80er-Jahre statt, begleitet von einer Rezession und hoher Inflation.

Gemäss dem KGAST-Index hat sich der Markt von direkten Immobilien in den letzten 23 Jahren durchschnittlich mit 5.41% p.a. rentiert. Diese Zahlen widerspiegeln die positiven Eigenschaften von Direktanlagen (konstante Wertentwicklung, tiefe Volatilität).

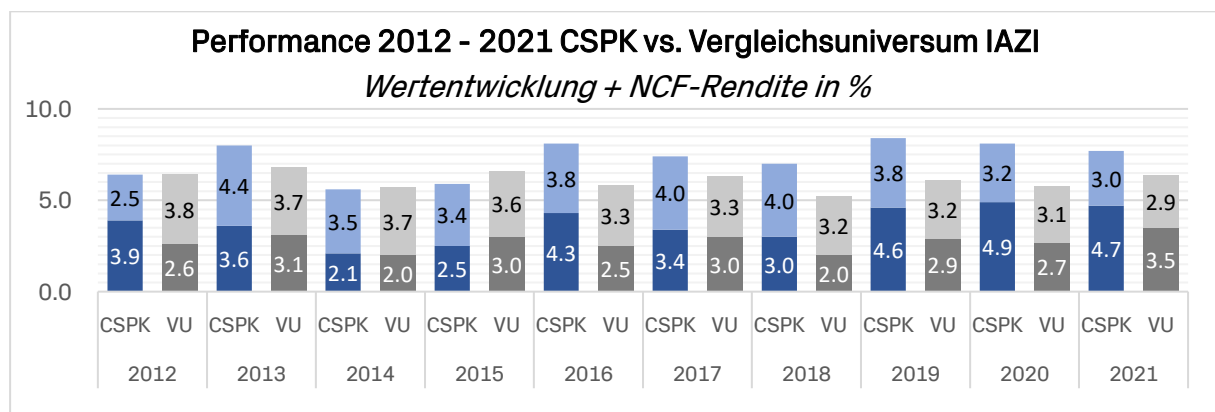
Die Nachfrage im Immobilienmarkt Schweiz ist primär durch die Nettozu-/Nettoabwanderung geprägt, welche wiederum von der konjunkturellen Lage im In-/und Ausland, abhängt. Die Demographie (inkl. Wanderungssaldi) ist zusammen mit der Einkommensentwicklung der wichtigste Treiber für die Bautätigkeit und beeinflusst Angebot und Nachfrage auf dem Markt und damit letztlich das Mietzinsniveau am jeweiligen Liegenschaftsstandort.



12 - KGAST

Die Werte von Liegenschaften in der Schweiz werden von institutionellen Anlegern zum Marktwert nach Swiss GAAP FER 26 oder nach einem nationalen/internationalen Rechnungslegungsstandard bilanziert, wobei sich die DCF-Methode als Standard für die Bewertung in den letzten Jahren durchgesetzt hat. Dabei werden vom Immobilienbewerter die Liegenschaftsrisiken (Mietpreislevel, Mietausfall, Kosten Betrieb und Unterhalt) in einem 75- bis 100-jährigen Businessplan modelliert und auf den Bewertungszeitpunkt abdiskontiert. Der Diskontierungszinssatz basiert auf einem risikogerechten, realen Zinssatz und setzt sich zusammen aus einem risikolosen Zins, erhöht um einen Zuschlag für das Immobilienrisiko (Immobilität des Kapitals), die Makrolage, die Mikrolage in Abhängigkeit der Nutzung und die Zuschläge für die Objektqualität und das Ertragsrisiko. Dabei soll der Marktwert - als Resultat der Schätzung - mit hoher Wahrscheinlichkeit dem Verkaufspreis entsprechen, der unter normalen Marktbedingungen zum Zeitpunkt der Bewertung zwischen wohl informierten Parteien erzielt werden könnte (IFRS/IAS 40). Dieses Verfahren wird auch in der Unternehmensbewertungen angewendet und wird vom Regulator im Sinne einer «best practice» anerkannt.

In der untenstehenden Grafik ist die Gesamtperformance über Jahre sowie wie sie sich zusammensetzt (als Summe von Wertentwicklung + NCF-Rendite) der PK sowie des Universums (VU).



6.1.2.6 Liquiditätsprofil

Direkte Immobilienanlagen sind sehr illiquide und deshalb ungeeignet, um kurz- bzw. mittelfristige Allokationsänderungen umzusetzen. Dies sollte mit liquideren Anlagen erfolgen. Die Dauer der Kauf-/ Verkaufs-Prozessen orientiert sich an den Entscheidungsprozessen der Marktteilnehmer (Beschlussfassung sowie Handlungsfähigkeit, Entscheidungsgremien/Zeichnungsberechtigte) und am Marktwert der Liegenschaften (im Regelfall gilt: je grösser desto komplexer -> intensivere Due Diligence). Zudem sinkt mit der Grösse des Kauf-

/Verkaufsobjektes die Anzahl an potenziellen Interessenten. Die Durchführung von Kauf- bzw. Verkaufsprozessen dauert im Regelfall mindestens 2-3 Monate, kann aber auch deutlich mehr Zeit in Anspruch nehmen. Transaktionsprozesse binden sehr viele personelle Ressourcen und verursachen Kosten für externe Berater (Steuern, Recht, technische DD) und sollten deshalb nur mit entsprechend gründlicher Planung ausgelöst werden.

6.1.2.7 Implementation

Die direkten Immobilien werden per definitionem im direkten Eigentum gehalten. Andere Halteformen können nicht umgesetzt werden, da sonst die Eigenschaften von direkten Immobilienanlagen verloren gehen. Ein direktes Immobilienportfolio zu halten ist erst ab einer Grösse von ca. CHF 1 Mia. sinnvoll, da erst ab diesem Volumen ein Portfoliomanagement mit stetig positiven Cashflows möglich ist und sich der Aufwand für ein Immobilienteam rechtfertigen lässt. In den letzten Jahren versuchen grosse Immobilienvermögensverwalter vermehrt, Dienstleistungen als Assetmanager für Drittkunden anzubieten. Auf dem Markt wird dieses Angebot nicht gross nachgefragt, da solche Mandate immer ein Potenzial für Interessenskonflikte haben.

6.1.3 Strategie Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt

Die Anlageklasse Immobilien Schweiz direkt ist ein fixer Bestandteil im gesamten Anlageportfolio der PK CSG (CH). Diese Anlageklasse bildet zusammen mit den Immobilien Schweiz indirekt (kотиert und nicht-kотиert) die Kernallokation zu Schweizer Immobilien.

6.1.3.1 Ziele

Das Ziel ist es an der Wertentwicklung des Schweizer Immobilienmarkts zu partizipieren und darüber hinaus stetige Erträge zu generieren. Die Umsetzung soll dabei kosteneffizient, frei von Interessenskonflikten und mit einem guten Aufwand-Ertrags-Verhältnis erfolgen. Die Liegenschaften der PK CSG (CH) werden im direkten Eigentum gehalten. Diese Halteform verursacht keine Kosten, ist für ein Vorsorgeeinrichtung steuerlich am vorteilhaftesten und garantiert eine vollumfängliche Handlungsfreiheit. Das direkte Immobilienportfolio mit einem eigenen Management zu führen, bringt sehr viele Vorteile (direkte Einflussnahme, tiefe Kosten, Wahrnehmung Interessen Versicherte, Vermeidung von Interessenskonflikten).

Mit den direkten Immobilien wird das Ziel verfolgt, einen nachhaltigen Mehrwert in Form von stetigen Cashflows zu generieren. Dabei kommt die Strategie von «buy and manage» zur Anwendung, die derzeit in zwei Bereichen – Betrieb und Investment – unterteilt ist. Im Betrieb der Liegenschaften verfolgt das Immobilienteam die Strategie einer marktkonformen Umsetzung des ordentlichen Unterhalts, einer orts- und quartierüblichen Vermietung und einem Einkauf von Dienstleistungen unter Konkurrenzbedingungen, wobei die Interessen der bestehenden und zukünftigen Mieter stets berücksichtigt werden. Im Bereich Investment sind Prozesse für eine langfristige Investitionsplanung implementiert, welche zwei Ziele verfolgt:

1. Zusammenführung von Sanierungsmassnahmen zu grosszyklischen Sanierungen, so dass ein grösstmöglicher Anteil der Investition auf die Mieten überwält werden kann.
2. Glättung der Investitionen über den Lebenszyklus des Immobilienportfolios

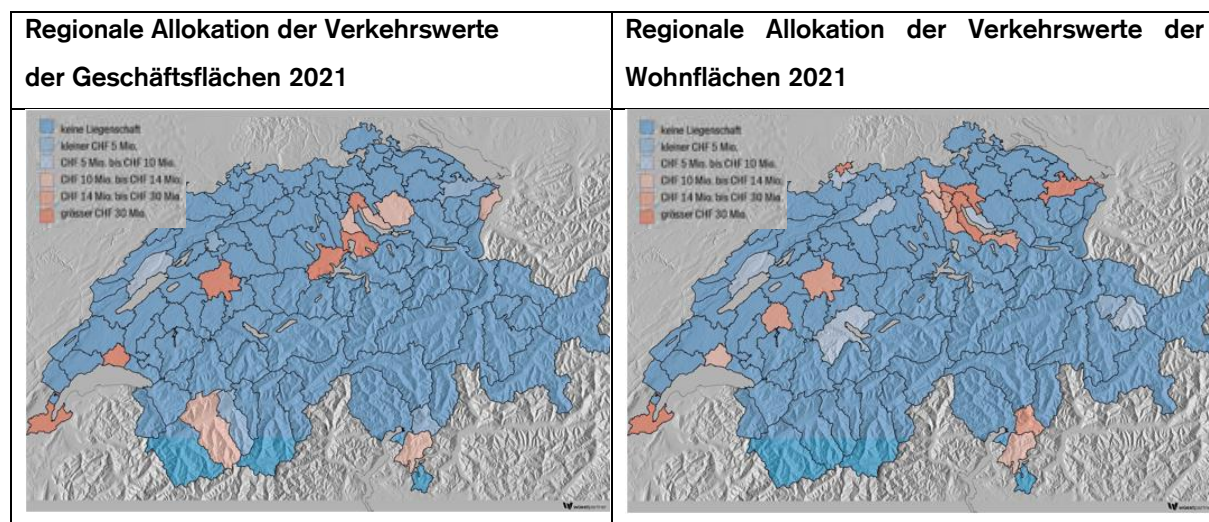
Das Immobilienteam direkte Immobilienanlagen hat dazu in den letzten Jahren ein standardisiertes Vorgehen implementiert, das das Liegenschaftsportfolio bezüglich der Lebenszyklen der einzelnen Liegenschaften strukturiert. Dabei kommt der Investitionsplanung über den gesamten Lebenszyklus einer Liegenschaft

(Erstellung, Betrieb und Instandhaltung, Rückbau) mittels des 30-jährigen Sanierungsplans eine hohe Bedeutung zu. Dieser stellt sicher, dass die Verantwortlichen einen Gesamtüberblick über die künftig anfallenden Sanierungen haben und in Bezug auf Liegenschaftsgrösse und Baujahr eine ausgewogene Investitionsplanung über die kommenden Jahre vornehmen können.

Zusätzlich prüft das Immobilienteam laufend Kaufangebote (Bestandesobjekte, baureife und baubewilligte Projekte sowie in entwicklungsfähiges Bauland), welche das bestehende Portfolio sinnvoll ergänzen. Präferiert wird dabei das Alleineigentum, aber auch Miteigentum und Stockwerkeigentum sind möglich. Dabei achtet das Immobilienteam bei Neuakquisitionen genau auf den Standort der Kaufangebote (Immobilien in grossen Agglomerationen werden bevorzugt) und die Qualität des Rohbaus einer Liegenschaft (Umnutzungsmöglichkeiten). Massgebend bei der Beurteilung des Standorts sind die regionalen, wirtschaftlichen Verhältnisse (Arbeitsplatzangebot), die Bevölkerungsentwicklung, die Lage am Wohnungsmarkt sowie die Lebensraumqualität (unter anderem Erschliessung durch öffentliche Verkehrsmittel, Nähe zu Schulen und Einkaufsmöglichkeiten). Im Rahmen der jährlichen Prozesse überprüft das Immobilienteam die bestehende Objektstrategie jeder einzelnen Liegenschaft (halten, entwickeln, verkaufen) und leitet bei einer Strategieänderung die entsprechenden Massnahmen (Sanierung, Umnutzung, Neupositionierung, Ersatzneubau, Anbau, Aufstockung, Verkauf etc.) ein.

6.1.3.2 Allokation

Ist Situation: Der Verkehrswert der direkten Immobilienanlagen beträgt per Ende 2021 CHF 1.51 Mia. Das Portfolio beinhaltet Wohn- und Gewerbeliegenschaften (Büro, Verkauf) mit den entsprechenden Nebenobjekten (Parkplätze, Lager, Archiv, Technik) in der ganzen Schweiz. Die Erträge der Immobilien stammen zu 60% aus Wohnflächen. Mit knapp 30% folgen die Gewerbeliegenschaften (Gewerbe, Büro, Verkauf und Gastronomie).



Der direkte Immobilienmarkt Schweiz ist sehr illiquid und allfällige Akquisitionen sind vom jeweiligen Angebot abhängig. Das bestehende Liegenschaftsportfolio ist historisch gewachsen und eine substanzielle Veränderung der Sektorallokation ist nur über massive Zu-/Verkäufe erreichbar. Dabei ist zu beachten, dass der Markt für verschiedene Sektoren Zyklen unterworfen ist und deshalb im Rahmen des Portfoliomanagement laufend die jeweiligen Liegenschaftsstrategien überprüft und allfällige Massnahmen (Verkauf, Umnutzung) eingeleitet werden. Damit ist sichergestellt, dass sich das Portfolio laufend dem aktuellen Marktumfeld anpasst.

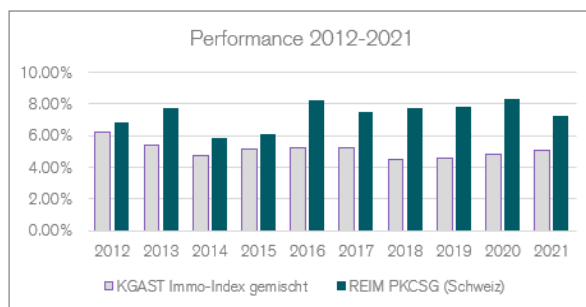
6.1.3.3 Operative Implementation

Seit 2007 führt die PK CSG (CH) die direkten Immobilien mit einem internen Management-Team. Das Team besteht aus dem/der Portfoliomanager/in direkte Immobilien und dem/der Head Real Estate Investment Management (= Leiter/in direkte Immobilien). Die Kompetenzen werden in der Kompetenzordnung im Anhang des Anlagereglements festgehalten. Die Resultate der letzten 15 Jahre haben gezeigt, dass durch ein aktives Management ein grosser Mehrwert erwirtschaftet werden kann. Direkte Immobilien sind langfristige Anlagen, welchen man nur durch erfahrene und langjährige Mitarbeiter gerecht wird, die sich das spezifische Knowhow einer jeden Portfolio-Liegenschaft angeeignet haben. Nur so ist sichergestellt, dass das Wissen optimal in die verschiedenen Zyklen der Immobilie (Betriebs-, Sanierungs-, Umbau- und Abbruchphase) eingebracht werden kann. Das Management der direkten Immobilien ist bestrebt, durch Optimierung in allen Phasen der Lebenszyklen der Immobilien eine stabile und nachhaltige Performance zu generieren. Durch die interne Führung der direkten Immobilien sowie die klare Kompetenzordnung ist es der Pensionskasse möglich, schnell und wirkungsvoll in das Portfolio einzugreifen. Die Kosten sind weiter um einiges geringer als die einer Drittverwaltung und es ist sichergestellt, dass die eigenen Interessen im Fokus stehen und auch durchgesetzt werden können.

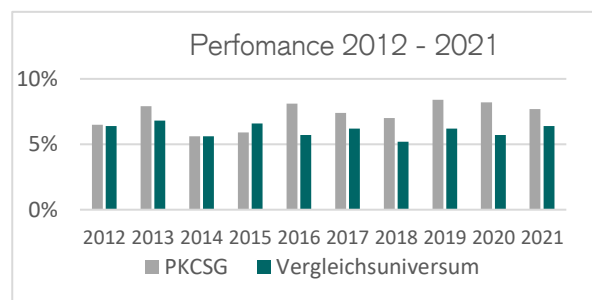
6.1.3.4 Erfolgskontrolle

Für das direkte Immobilienportfolio ist der KGAST-gemischt – für die relative Messung - als Benchmark definiert, da die Nutzungsallokation des PK CSG (CH) Portfolios am besten mit dieser Anlagegruppe korrespondiert. Zudem nimmt das Portfolio jährlich am IAZI Benchmark teil.

Die Performance des Portfolios wird monatlich gerechnet und quartalsweise dem/der CIO PK CSG (CH) rapportiert. Die Tabelle zeigt den Vergleich der Performance-Zahlen des Vergleichsuniversums, Gesamtuniversum IAZI-Benchmark ohne Liegenschaften der PK CSG (CH), und der PK CSG (CH) in den Jahren 2012 bis 2020.



13 - KGAST, Grafik von PK CSG (CH)



14 - IAZI CIFI AG, Grafik von PK CSG (CH)

6.1.4 Risk Management Vorgaben

Die Überwachung von Immobilientransaktionen (Kauf und Verkauf von Liegenschaften) wird durch einen unabhängigen Leistungserbringer (Credit Suisse AG) sichergestellt.

6.1.5 Reporting Vorgaben

Die externen Immobiliendienstleister liefern dem Bereich der direkten Immobilienanlagen periodische Standardreportings (Vertragsabläufe, Leerstände, Rechtsfälle, Sanierungsplan, Compliance-Report) auf Stufe Liegenschaft und quartalsweise Erfolgsrechnung und Bilanz sämtlicher Liegenschaften. Aus diesen Daten erstellt das Investment Operations der PK für den CIO einen Quartalsbericht mit den wichtigsten Key Figures des Liegenschaftsportfolios. Zusätzlich werden die Performancezahlen monatlich auf Stufe Anlageklasse rapportiert.

6.1.6 Implementationszeitplan

Das Portfolio besteht seit der Fusion der Pensionskassen der SKA, Bank Leu und Volksbank. Es braucht keinen Implementationszeitplan. Die Anlageklasse ist bereits intern mandatiert und wird vom Real Estate Team verwaltet.

6.2 Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – nicht kotiert

6.2.1 Abgrenzung

Die PK CSG (CH) investiert im indirekten nicht kotierten Immobilienmarkt Schweiz mehrheitlich in Anlagestiftungen, da diese den Grossteil dieses Marktes ausmachen. Das hat vor allem einen steuerlichen Hintergrund, da sich die Rechtsform der Stiftung für steuerbefreite Investoren und Investorinnen in der Vergangenheit als besonders vorteilhaft erwiesen hat. Seit einiger Zeit kommen auch vereinzelt Fondsprodukte und Aktiengesellschaften auf den Markt, wobei letztere vor allem für die Realisierung von grossen Entwicklungsprojekten (Investitionsvolumen > CHF 1 Mia.) als Rechtsform verwendet werden (Bspw. Klybeck-Areal in Basel, First District in Kloten-Balsberg oder Bredella in Pratteln). Solche Anlageopportunitäten stehen derzeit nicht im Hauptfokus der Anlagetätigkeit, da für solche Investitionen in nicht kotierte Aktien eine deutlich umfangreichere Due Diligence durchgeführt werden muss und oft auch ein aktives Engagement in einem Verwaltungsrat resp. Anlageausschuss vorausgesetzt wird, um die Interessen der Investierenden wahrzunehmen. Mögliche Investitionen in diesen Markt sollen aber nicht generell ausgeschlossen werden, da solche Entwicklungsprojekte unter Umständen ein überdurchschnittlich hohes Ertragspotenzial aufweisen können. Solche Investitionen werden durch den Bereich PM Real Estate situativ geprüft und müssen über den CIO dem Investment Committee zur Genehmigung vorgelegt werden.

Die PK CSG (CH) investiert in Anlagestiftungen und potenziell auch in nicht-kotierte Immobilienfonds, welche zum Nettoinventarwert herausgegeben werden. Letztere sind durch dieselben Anlagecharakteristiken gekennzeichnet. Sie sind aber nicht frei handelbar bzw. die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen erfolgt immer über die jeweilige Immobilienanlagegruppe und nicht über den freien Markt, sie sind also äusserst illiquid.

Die Möglichkeit eines Börsengangs ist in der Regel ausgeschlossen, was den Aufbau eines Agios verhindert. Das Anlageuniversum von nicht-kotierten Immobilienfonds zu NAV ist sehr klein und es existieren bis dato nur einzelne Produkte auf dem Markt (z.B. «Akara Swiss Diversitly Property Fund PK»).

6.2.2 Beschreibung der Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – nicht kotiert

Anlagestiftungen sind zum NAV bewertete, kollektive Anlagen für Investoren der zweiten und teilweise auch der dritten Säule. Anlagestiftungen unterliegen den gleichen ökonomischen Risiken wie alle Immobilienanlagen, verfügen aber aufgrund ihrer nicht vorhandenen mark-to-market Bewertung über keine realisierte Volatilität. Zeichnungen und Rücknahmen können nur über die jeweilige Stiftung erfolgen. Anlagestiftungen können in der ganzen Schweiz und in alle Sektoren investieren. Über alle Anlagestiftungen hinweg wird tendenziell öfters in den Sektor Wohnen investiert. Da der Investorenkreis auf steuerbefreite Vorsorgeeinrichtungen beschränkt ist, werden Anlagestiftungen von der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV), dem Amt für Sozialversicherungen (ASV) sowie über die Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge (BVV2) reguliert.

6.2.2.1 Marktgrösse- und Teilnehmer

Die KGAST – die Konferenz für Geschäftsführer von Anlagestiftungen – hat sich über die letzten Jahre als erste Adresse für Kollektivanlagen von Pensionskassen etabliert. Per März 2022 zählt die KGAST 39 Anlagestiftungen mit Schweizer Fokus mit einem Gesamtvermögen von CHF 54.3 Mia. Marktgewichtet (Zahl in Klammern: Anzahl Anlagegruppen) bewirtschaften 52.5% (15) der Anlagestiftungen ein gemischtes Immobilienportfolio, 31.6% (13) fokussiert auf Wohnimmobilien und 15.9% (11) auf Geschäftsimmobilien. KGAST-Anlagestiftungen richten sich ausschliesslich an Schweizer Vorsorgeeinrichtungen und müssen BVG-konform sein. Link: [KGAST Website](#)

6.2.2.2 Charakteristika und Portfoliokontext

| | |
|--------------------|---|
| Quantitativ | Erarbeitung in der nächsten Version (Workshop Anlagekassen Charakteristika R&S). |
| Qualitativ | <p>Da kein Handel besteht, haben Anlagestiftungen Ähnlichkeiten mit dem direkten Immobilienmarkt, dazu gehören unter anderem das Folgende:</p> <ul style="list-style-type: none">▪ Stabile Cashflows▪ Tiefe Volatilität▪ Aufgrund der Fremdfinanzierung und der Bewertungsmodelle besteht eine gewisse Zinssensitivität▪ Bieten einen gewissen Inflationsschutz▪ Gute Diversifikation und tiefe Korrelation zu traditionellen Anlagen |

Der grösste Unterschied zu den direkten Immobilienanlagen besteht darin, dass die investierende Partei praktisch keine Einflussnahme auf strategische Entscheide (Kapitalerhöhungen, Nutzungsallokation, Akquisition/Devestition etc.) und ebenfalls nicht auf Stufe Objekt hat.

6.2.2.3 Benchmark

Die KGAST Immo-Index-Familie umfasst einen Hauptindex und drei Subindizes. Sie werden monatlich berechnet und bis zum 10. Kalendertag des Folgemonats publiziert. Der KGAST Immo-Index misst die Performance der direkt investierenden Immobilienanlagegruppen von Mitgliedern der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST). Es werden nur Anlagegruppen mit Immobilieninvestments in der Schweiz berücksichtigt (kein Exposure in ausländischen Immobilien). Die drei Subindizes „Wohnen“, „Geschäft“ und „Gemischt“ repräsentieren die Performance der Immobiliensegmente, welche dem KGAST Performancebericht 2. Säule entsprechen. Für die Zuordnung in die Segmente ist die Anlagestrategie der einzelnen Anlagegruppe ausschlaggebend. Wenn mind. 80% in Wohnimmobilien investiert werden soll, erfolgt die Zuteilung zu „Wohnen“, wenn mind. 80% in kommerzielle Immobilien investiert werden soll, in „Geschäft“. Dazwischenliegende Strategien werden „Gemischt“ zugeordnet. Eine einzelne Anlagegruppe kann kurzfristig von den Prozentangaben abweichen, resp. die Limiten unterschreiten. Die Limiten sollten aber mittel-/langfristig eingehalten werden.»

Der Hauptindex, welche alle Immobilienanlagegruppen umfasst, wird seit 1998 berechnet. Die drei Subindizes seit 2011. Die PK CSG (CH) hat historisch eine hohe Allokation zur «Credit Suisse Anlagestiftung -Real Estate Switzerland» – kurz: CSA Switzerland, welche dem Subindex «Gemischt» zugeordnet ist. Der Subindex «Gemischt» (Bloomberg: KGAST Immo-Index Mixed Use Daily 2011=100, Ticker: WUPIIMU Index) ist für die PK CSG (CH) für die relative Performancemessung relevant. Der Subindex «Gemischt» widerspiegelt auch das hohe, historisch gewachsene, Exposure der PK CSG (CH) zur CSA RE Switzerland, welches mehr als 55% der Allokation in dieser Anlageklasse ausmacht. Eine bessere Diversifikation wäre wünschenswert, lässt sich aber aufgrund der Bestimmungen von Zeichnungen und Rückgaben der CS Anlagestiftung nicht realisieren, da diese die Zession von Ansprüchen nicht zulässt.

6.2.2.4 Renditeerwartung

| Listed Real Estate CH | Illiquidity Premium | Management Fee | Expected Return |
|-----------------------|---------------------|----------------|-----------------|
| 3.04 % | 1.00% | -0.05% | 3.99 % |

15 - Capital Market Assumptions, Research and Strategy

6.2.2.5 Risiko- und Renditeprofil

Der KGAST-Index gilt als repräsentativer Index für Anlagestiftungen. Der Hauptindex legt eine Rendite von 5.14% pro Jahr vor, was vergleichbar ist mit der Rendite kotierter Immobilienfonds (5.12%). Die jährliche Volatilität hingegen ist (wie im rechten Chart ersichtlich) mit 1% gegenüber den kotierten Immobilienfonds mit 7.12% deutlich tiefer. Allerdings ist die Volatilität basierend auf diesen Daten nicht sehr aussagekräftig, da die Titel nicht frei handelbar sind.



Bei den drei Subindizes zeigt sich, dass Anlagestiftungen mit einem Fokus auf Wohnimmobilien diejenigen mit einem Fokus «Geschäft» oder «Gemischt» mit 1.39% respektive 1.23% pro Jahr übertroffen haben.

Die Volatilität ist wie erwähnt ein Risikomass, welches das Risiko in diesem Fall unterschätzen würde. Die unterliegenden Risiken sind vergleichbar mit denen direkter Immobilienanlagen mit dem Vorteil besserer Diversifikation aber wohl leicht schlechterer Liquidität. Die schlechtere Liquidität ist mit den Rücknahmebedingungen begründet, welche jede Stiftung



individuell definieren kann. In einem «worst-case»-Szenario könnte eine direkt gehaltene Immobilie vermutlich schneller liquidiert werden. Zudem ist bei Investitionen in Anlagestiftungen der Einfluss aufs Management und die strategische Ausrichtung des Produkts beschränkt. Über die Anlagerversammlung besteht zwar ein gewisses Mitbestimmungsrecht, vergleichbar mit dem bei Aktiengesellschaften, bleibt aber gegenüber Direktanlagen bescheiden.

6.2.2.6 Liquiditätsprofil

Die Liquidität dieser Anlagegruppe ist eingeschränkt. Anteile an Anlagestiftungen können nur über die jeweilige Anlagestiftung in Rücknahme gegeben werden. Die Rücknahmebedingungen sind für jede Stiftung individuell definiert und können sich auf 30 Tage bis mehrere Monate belaufen. So können z.B. Anteile der CSA Switzerland auf jedes Monatsende unter Einhaltung einer 3-monatigen Kündigungsfrist zurückgegeben werden, lassen eine Übertragung von Ansprüchen mittels Zession nicht zu. Bei einer Rücknahme fallen zudem individuelle Gebühren an, welche sich in der Regel auf 0-2.5% belaufen. Die CSA belastet z.B. eine Rücknahmegebühr von 0.4% zu Gunsten des Anlagevermögens. Zudem ist zu beachten, dass es unter ausserordentlichen Umständen wie z.B. bei Liquiditätsengpässen die Möglichkeit gibt, die Rückgabe auch nur zeitlich gestaffelt zu bedienen. Der Markt für solche Transaktionen ist jedoch sehr eingeschränkt, da die Übertragung von Ansprüchen zum NAV, also ohne Agio, erfolgt. Möchte man solche Transaktionen durchführen, braucht es eine Gegenpartei, welche einem im Gegenzug ein Anlageprodukt anbieten kann, welches ebenfalls zum NAV bewertet ist, da man ansonsten auf ein mögliches Aufgeld verzichtet.

Die Zeichnung von neuen Anteilen ist ebenfalls beschränkt. So sind die meisten Anlagegruppen für Neuzeichnungen geschlossen. Zeichnungen sind dann nur bei allfälligen Kapitalerhöhungen möglich. Es gibt aber auch jüngere, oft noch kleinere Anlagestiftungen, welche laufend für Zeichnungen offen sind. Die von der PK CSG (CH) gehaltenen Anlagegruppen sind zurzeit (Januar 2022) alle geschlossen.

Diese eingeschränkten Zeichnungs- und Rücknahmebedingungen sind vor allem im Interesse von der jeweiligen Anlagegruppe. Seitens Investoren und Investorinnen steigt aber das Bedürfnis nach mehr Flexibilität. So haben erste Anlagestiftungen, wie z.B. die Stiftungen der CS und UBS, die Möglichkeit der Zession in ihr Reglement aufgenommen. Interessensbekundungen zur Übernahme oder Rückgabe von Ansprüchen muss über die Anlagestiftung erfolgen.

6.2.2.7 Implementation

Die PK CSG (CH) kann Mandate intern oder extern, sowie aktiv oder passiv verwaltet, vergeben. Die meisten Anlagevehikel öffnen sich nur für Kapitalerhöhungen und bleiben den Rest der Zeit für Zeichnungen geschlossen. Dadurch ist eine passive Verwaltung im Sinne einer Replikation eines Benchmarks nicht möglich. Der Zeitaufwand, welcher für das Management eines solchen Portfolios aufgewendet werden muss, ist überschaubar bzw. es bestehen durchaus Synergien mit dem Management eines Immobilienportfolios kotierter Anlagen.

6.2.3 Strategie Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – nicht kotiert

Die PK CSG (CH) versteht die Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – nicht kotiert als fixen Bestandteil im Portfolio. Sie bildet aber nicht die Kernallokation im Bereich Schweizer Immobilien. In den folgenden Abschnitten wird die Strategie genauer erläutert.

6.2.3.1 Ziele

Die PK CSG (CH) will zu jeder Zeit am indirekten, nicht-kotierten Schweizer Immobilienmarkt partizipieren. Dabei soll ausschliesslich in Anlageprodukte investiert werden, welchen eine Rapportierung zum Nettoinventarwert zugrunde liegt. Mit nicht-kotierten Immobilienanlagen soll ein nachhaltiger Mehrwert mittels einer Kombination von stetigen Cashflows und Wertsteigerungen bei tiefer Volatilität generiert werden. Die Anlageklasse soll für mehr

Stabilität und Diversifikation im Gesamtportfolio sorgen. Sie gilt als Ergänzung zu den direkt gehaltenen Immobilien und es wird ein «buy and hold»-Ansatz verfolgt. Zurzeit besteht keine konkrete Absicht in dieser Anlageklasse zu wachsen. Langfristig soll aber eine breitere Diversifikation innerhalb des Portfolios angestrebt werden. In der Anlagesubkategorie «Privat Real Estate CH» wird die Form von direkten Immobilienanlagen präferiert. Insbesondere Kapitalerhöhungen und Dividenden Reinvestitionen bestehender Anlagen sollen aber geprüft werden.

6.2.3.2 Allokation

Die PK CSG (CH) verfolgt für diese Anlageklasse aktuell keine Wachstumsstrategie, da direkte und kotierte Immobilienanlagen präferiert werden. Das Portfolio ist historisch gewachsen und es besteht eine hohe Allokation zur CSA Switzerland und somit eine entsprechende Abweichung zum Benchmark. In Kombination mit der aufgezeigten Illiquidität der Anlageklasse wird diese Abweichung zum Benchmark weiterhin bestehen bleiben. Die aktive Steuerung ist aufgrund der Illiquidität schwierig respektive nur über einen langen Zeitraum möglich. Aktuell soll der «buy and hold»-Ansatz fortgesetzt werden.

6.2.3.3 Implementation

Der Zeitaufwand fürs Management dieser Anlageklasse ist insbesondere aufgrund der «buy and hold»-Strategie überschaubar. Für die Analyse der Anlagestiftungen werden dieselben Grundkenntnisse wie für das Management der kotierten Immobilienanlagen benötigt. Zudem bestehen Synergien mit dem Management eines Immobilienportfolios direkter Anlagen. Die interne Mandatierung ist daher sinnvoll und kosteneffizient.

Langfristig wird eine breitere Diversifikation angestrebt, welche ohne zusätzliche Allokation zur Anlageklasse aber nur langsam fortschreiten wird. Bis auf weiteres soll die Weiterentwicklung des Portfolios durch Kapitalerhöhungen und Reinvestitionen erfolgen, selektiv durch neue Anlagemöglichkeiten. Die PK CSG (CH) unterhält historisch ein starkes Immobilienteam, welches für die Verwaltung dieser Anlageklasse bestens geeignet ist. Eine angemessene Diversifikation nach Produkt, Regionen und Nutzungsart liegt im Ermessen der Portfoliomanagerin/des Portfoliomanagers, welche/r sich laufend über das Anlageuniversum informiert. Der Portfoliomanager/die Portfoliomanagerin entscheidet über die Verwendung der Ausschüttung der Anlageprodukte (Reinvestition oder Übertrag der Liquidität in die Portfolios «strategisch» oder «taktisch»). Der Entscheid wird jeweils schriftlich festgehalten und dem/der Head Real Estate zur Information zugestellt. Für die Akquisition von neuen Anlageprodukten oder Kapitalerhöhungen von bestehenden Produkten besteht ein Antragswesen.

6.2.3.4 Erfolgskontrolle

Für die Anlageklasse wird ein Performanceziel relativ zu einem Benchmark definiert. Als Referenz wird der Subindex KGAST Immo-Index Gemischt (Bloomberg Ticker WUPIIMU Index, ISIN CH0340954954) verwendet.

6.2.4 Risk Management Vorgaben

Für Kapitalerhöhungen und Dividenden Reinvestitionen bestehender Anlagen muss eine aktive Entscheidung gefällt werden. Es soll ein regelmässiger Austausch mit den Portfolio Manager/innen der Anlagestiftungen erfolgen – dafür eignen sich jeweils die Jahresabschlüsse der Anlagestiftungen. Es besteht ein regelmässiger Austausch mit den Portfolio Manager des direkten Portfolios.

6.2.5 Reporting Vorgaben

Die Performance wird monatlich gerechnet und quartalsweise dem/der CIO PK CSG (CH) rapportiert.

6.2.6 Implementationszeitplan

Für diese Anlageklasse wird kein Implementationszeitplan benötigt. Die Anlageklasse ist bereits intern mandatiert und wird vom Real Estate Team verwaltet.

7 Listed Real Estate CH

7.1 Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – kotiert

7.1.1 Abgrenzung

Als Investor/in in kotierte Immobilienanlagen in der Schweiz stehen Immobilienaktien sowie Immobilienfonds zur Auswahl. Titel dieser Kategorien sind an der Schweizer Börse (SIX Exchange) oder an der BX Swiss AG («Berner Börse») handelbar und bieten im Vergleich zu nicht-kotierten Anlagen eine gewisse Liquidität. Zur Kategorie «Immobilien Schweiz indirekt - kotiert» zählt die PK CSG (CH) auch nicht-kotierte Immobilienfonds, für welche aber ein OTC-Handel/Market Making besteht. Diese Fonds handeln OTC auch zu einem Agio/Disagio und haben meistens das Ziel der Börsenkotierung. Die Anzahl der nicht-kotierten Immobilienfonds mit OTC-Handel ist in den letzten Jahren gestiegen und hat entsprechend an Wichtigkeit zugenommen. Dies hängt vor allem mit der Abkehr der grossen Versicherungsgesellschaften vom Vollversicherungsgeschäft zusammen, wodurch grosse Immobilienbestände nicht mehr im Sicherungsfonds hinterlegt werden müssen. Die Versicherungen verbriefen diese Immobilienbestände, um sie als Immobilienfonds Drittkunden anbieten zu können. Derzeit sind drei solcher Produkte (ZIF Immobilien Schweiz, Helvetia Swiss Property Fund, 1a Immo PK) mit einem Fondsvermögen von etwas über CHF 7.0 Mrd. am Markt verfügbar. In den letzten 3 Jahren wurden zwei Fonds kotiert und in den SWIT-Index aufgenommen.

7.1.2 Beschreibung der Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – kotiert

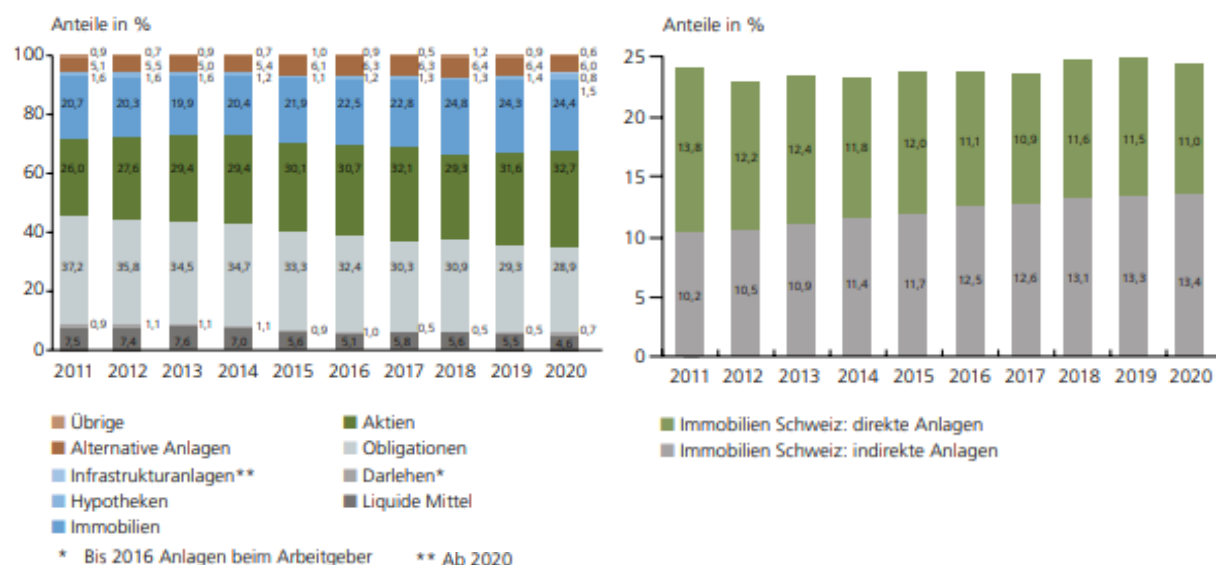
Marktgewichtet besteht dieser Markt zu rund $\frac{1}{4}$ aus Immobilienaktien und $\frac{3}{4}$ Immobilienfonds, welche an der SIX Exchange) oder der BX Exchange kotiert sind. Immobilienaktien haben tendenziell einen höheren Fokus auf kommerzielle Immobilien, während Immobilienfonds mehr im Sektor Wohnen investiert sind.

7.1.2.1 Marktgrösse- und Teilnehmer

Die wichtigsten Marktteilnehmer sind institutionelle Investoren und Investorinnen, insbesondere Schweizer Pensionskassen und Schweizer Multi Asset Anlagefonds der Säule 3a. Immobilien Schweiz als Anlageklasse ist seit Jahren fester Bestandteil in den Portfolios von Schweizer Pensionskassen. So zeigt die letzte Swisscanto Pensionskassenstudie, dass die Allokation zu Schweizer Immobilien über die letzten 10 Jahre von 20.7% auf 24.4% zugenommen hat, wobei insbesondere die Allokation zu indirekten kotierten Immobilien stetig anstieg.

Einige Immobilienaktien sind Teil des europäischen Immobilienindex EPRA und somit auch für ausländische Investoren und Investorinnen relevant. Manche Titel sind auch Teil des breiter gefassten Schweizer Aktienindex SPI und sind somit auch im Anlageuniversum von Investierenden, welche den Aktienmarkt Schweiz generell abdecken und nicht nur Immobilien (mehr dazu unter Punkt 7.1.2.3 Benchmark). Da alle Titel kotiert sind, können diese auch von Retail-Investoren und Investorinnen erworben werden. Es besteht allerdings kein Retail-Produkt, welches ausschliesslich kotierte Schweizer Immobilienaktien abdeckt.

Abbildung B-1: Asset Allocation 2011–2020



16 – Pensionskassenstudie 2021, Swisscanto Vorsorge AG

Immobilienaktien: «Kotierte Immobilienaktien» sind insgesamt klein- bis mittelkapitalisiert, aber insbesondere die grössten Titel im Index (SPS, PSP, Allreal, Mobimo und Intershop) bieten relativ zu den anderen Immobilienanlagen eine höhere Liquidität. Der gesamte Markt besteht aktuell (Dezember 2021) aus 22 Titeln mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt knapp über CHF 21 Mia.

Immobilienfonds: Kotierte Immobilienfonds verfügen über eine insgesamt grössere Marktkapitalisierung als Immobilienaktien bei einer tieferen Liquidität. Der gesamte Markt besteht aktuell (Dezember 2021) aus total 40 Titeln mit einer Total-Marktkapitalisierung von über CHF 64 Mia.

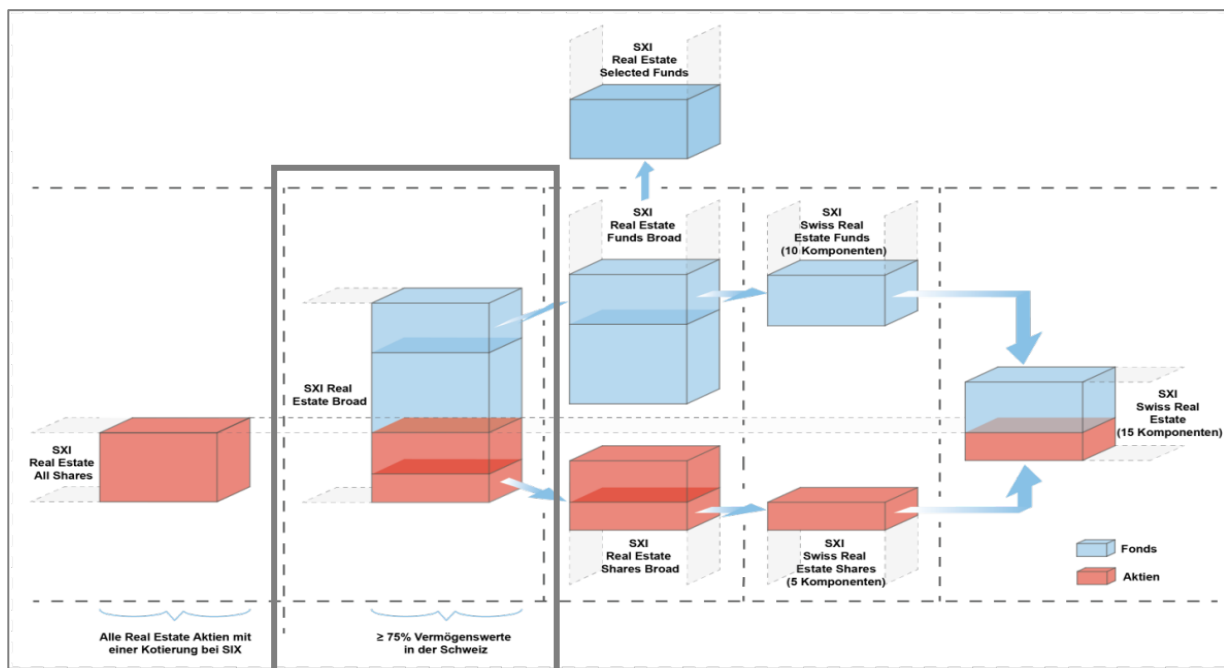
7.1.2.2 Charakteristika und Portfoliokontext

| | |
|--------------------|---|
| Quantitativ | Erarbeitung in der nächsten Version (Workshop Anlagekassen Charakteristika R&S). |
| Qualitativ | Fundamental gelten für den kotierten Markt dieselben Charakteristika wie für den nicht-kotierten oder den direkten Markt: <ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabile Cashflows ▪ Aufgrund der Fremdfinanzierung und der Bewertungsmodelle besteht eine gewisse Zinssensitivität ▪ Bieten einen gewissen Inflationsschutz ▪ Gute Diversifikation und tiefe Korrelation zu traditionellen Anlagen |

Neben der Bond-Komponente (Zinssensitivität) haben kotierte Immobilienanlagen zusätzlich eine Aktien-Komponente und die oben erwähnten immobilienpezifischen Komponenten, welche zu einer attraktiven Korrelation zu kotierten Wertschriftenanlagen führt. Durch den Handel an der Börse entstehen Auf- und Abschlüsse zum Nettoinventarwert, was bedeutet, dass gewisse Erwartungen über die Zukunft im Preis widerspiegelt werden. Dies führt allerdings auch zu höheren Schwankungen als im nicht-kotierten Bereich. Im Vergleich zu Schweizer Aktien ist aber die Liquidität von kotierten Immobilien immer noch stark eingeschränkt und die realisierte Volatilität ist mit Vorsicht zu interpretieren.

7.1.2.3 Benchmark

Die SIX berechnet acht verschiedene Indizes für kotierte Schweizer Immobilienfonds und -aktien.



Der SXI Swiss Real Estate Shares, SXI Swiss Real Estate Funds, SXI Swiss Real Estate Selected Funds und SXI Swiss Real Estate sind Indizes mit fixer Komposition. Der SXI Real Estate All Shares, SXI Real Estate Broad, SXI Real Estate Funds Broad und SXI Real Estate Shares Broad sind Indizes mit variabler Komposition. Die SXI Real Estate Indizes werden nach dem Konzept von Laspeyres als Freefloat-Marktkapitalisierungsgewichtete Indizes berechnet. Der SXI Real Estate Selected Funds Index misst die Wertentwicklung der 10 grössten Schweizer Immobilienfonds. Im Gegensatz zu den anderen SXI Real Estate Indices verwendet der SXI Real Estate Selected Funds Index eine andere Berechnungsmethode und hat andere Selektionsregeln. Der SXI Real Estate Selected Funds Index ist ein Performance Attribution Index, der entweder mit dem Net Asset Value (NAV) der Indexkomponenten gewichtet oder mit der Anzahl an Indexkomponenten gleichgewichtet wird.

Quelle (sprachlich teilweise exakt übernommen): Reglement für Aktienindizes und Real Estate Indizes der SIX Group: <https://www.six-group.com/dam/download/market-data/indices/equity-indices/six-methodology-smi-equity-and-re-de.pdf>

Immobilienaktien

Die SIX Group berechnet für Immobilienaktien mehrere Indices. Von jedem wird ein Total Return (also inkl. reinvestierter Dividende) sowie ein Price Return (ohne Dividende) berechnet.

- **SXI Real Estate All Shares Index** - umfasst alle an SIX Swiss Exchange primärkotierten Immobilienaktien (TR: RESAL Index, PR: RESALX Index)
- **SXI Real Estate Shares Broad Index** - umfasst alle an SIX Swiss Exchange primärkotierten Immobilienaktien, mindestens 75% der Aktiva in der Schweiz (TR: REAL Index, PR: REALX Index)
- **SXI Swiss Real Estate Shares Index** – umfasst die fünf grössten und meist gehandelten Titel (TR: CHRES Index, PR: CHRESX Index)

Der RESAL Index unterscheidet sich vom REAL Index lediglich durch den Titel Varia US Properties N (ISIN CH0305285295). Dieses Unternehmen ist an der SIX kotiert, investiert aber ausschliesslich in den USA. Aus der Tabelle ist ersichtlich, dass der REAL Index mit 56.1% eine hohe Konzentration in den beiden Titel SPS und PSP aufweist. Die grössten fünf Titel zusammen machen 83.3% der Marktkapitalisierung aus. Die einzelnen Aktien sind aber auch Teil von anderen Indizes, wie z.B. (nicht abschliessend):

Top 10 SXI Real Estate® Shares Broad Total Return Komponenten

| | Mcap (Mio CHF) ¹ | Weight |
|-----------------------|-----------------------------|--------|
| SWISS PRIME SITE N | 6'810.74 | 31.77% |
| PSP N | 5'215.18 | 24.33% |
| ALLREAL N | 3'139.25 | 14.64% |
| MOBIMO N | 2'016.77 | 9.41% |
| INTERSHOP N | 668.03 | 3.12% |
| ZUG ESTATES HOLDIN... | 598.47 | 2.79% |
| Fundamenta Real Es... | 584.72 | 2.73% |
| PLAZZA N | 492.81 | 2.30% |
| HIAG IMMOBILIEN N | 456.07 | 2.13% |
| WARTECK N | 400.40 | 1.87% |
| Total | 20'382.44 | 95.07% |

17 - SIX Group AG, 30.12.2021

EPRA Index: Der EPRA Index enthält die am häufigsten gehandelten europäischen Immobilienaktien. Mit einem Indexgewicht von 2.32% (SPS) und 1.68% (PSP) hat dieser Index doch eine gewisse Relevanz. Weitere im Index enthaltene Titel sind Allreal, Mobimo, Intershop, Peach Property und Hiag. Die Korrelation des EPRA Index zum REAL Index ist mit 0.82 beachtlich hoch. Quelle: Bloomberg per 31.12.2021, wöchentliche Daten über die letzten 5 Jahre

SPI Index: Der SPI enthält nahezu alle an der SIX gehandelten Aktien mit Sitz in der Schweiz (oder dem Fürstentum Liechtenstein). Die beiden grössten Immobilienaktien, SPS und PSP, sind aber mit einem Indexgewicht per 30.12.2021 von 0.37% und 0.29% für Schweizer Aktieninvestoren und - Investorinnen nicht allzu relevant. (Quelle: Bloomberg per 31.12.2021)

Immobilienfonds

Die SIX Group berechnet für Immobilienfonds mehrere Indices. Von jedem wird ein Total Return (inkl. reinvestierter Dividende) sowie ein Price Return (ohne Dividende) berechnet.

- **SXI Real Estate Funds Broad Index** - umfasst alle an SIX Swiss Exchange primärkotierten Immobilienfonds, welche mindestens 75% ihres Fondsvermögens in der Schweiz investiert haben (TR: SWIIT Index, PR: SWIIP Index)
- **SXI Swiss Real Estate Funds Total Return Index** – umfasst die zehn grössten und meist gehandelten Titel (TR: CHREF Index, PR: CHREFX Index)
- **SXI Real Estate Selected Funds NAV/Equal Weighted Indices** (vormals DB Rüd Blass Immobilienfonds Schweiz Index) - repräsentieren die maximal 10 grössten Schweizer Immobilienfonds. Für diesen Index besteht eine andere Berechnungsmethode als die restlichen Indices (Alle TR. Equally weighed: DBCHREE Index, NAV weighted: DBCHREF Index, Capped: RUCAP Index)

Auch der SWIIT Index weist eine gewisse Konzentration auf. Knapp 56% der Marktkapitalisierung verteilt sich auf die grössten zehn Titel, der grösste (UBS CH Property Fund - Swiss Mixed Sima) alleine hat ein Gewicht von 16.5% (Stand per 30.12.2021).

Kombinierte Indices

Die SIX berechnet weiter auch Kombination von Immobilienfonds und Immobilienaktien.

- **SXI Real Estate® Broad Index** - umfasst alle an SIX Swiss Exchange primärkotierten Immobilienaktien und Immobilienfonds, welche mindestens 75% ihrer Aktiva bzw. ihres Fondsvermögens in der Schweiz investiert haben (TR: SREAL Index, PR: SREALX Index)
- **SXI Swiss Real Estate Index** – Zusammenfassung der Indexkompositionen SXI Swiss Real Estate Funds Index und des SXI Swiss Real Estate Shares Index und umfasst somit 15 Indexkomponenten.

7.1.2.4 Renditeerwartung

| Income | Earnings Growth | Valuation | Mgmt Fee | Expected Return |
|--------|-----------------|-----------|----------|-----------------|
| 2.84% | 1.30% | -1.00% | -0.10% | 3.04% |

18 - Capital Market Assumptions - Private Real Estate, Research & Strategy

7.1.2.5 Risiko- und Renditeprofil

Eine Betrachtung von >20 Jahren ist für den Immobilienmarkt nicht sinnvoll, da der Markt davor noch schlicht zu klein war. Über die letzten 20 Jahre haben Immobilienfonds pro Jahr 6.6% und Immobilienaktien 8.2% rentiert, dies im Vergleich zu 6.8% für Schweizer Aktien. Insbesondere im Vergleich zu Schweizer Aktien und Schweizer Obligationen weisen Immobilienanlagen eine sehr attraktive realisierte Rendite im Verhältnis zur realisierten Volatilität auf. Allerdings ist die realisierte Volatilität bei illiquiden Anlagen tendenziell ein unterschätzendes Risikomass. Zusätzlich gelten die fundamentalen Risiken des direkten Immobilienmarktes. Historische Rendite über die letzten 20 Jahre:



19 - Bloomberg per 30.12.2021

Historisches Rendite- /Risikoprofil

| (realisierte) Rendite / Risiko | | | | |
|--------------------------------|------------|-------------|------------|-----------|
| Zeithorizont | REAL INDEX | SWIIT INDEX | SMIC INDEX | SBI INDEX |
| 1 | 0.38 | 0.78 | 1.95 | -0.61 |
| 2 | -0.09 | 0.87 | 0.97 | -0.10 |
| 3 | 0.72 | 1.37 | 1.52 | 0.15 |
| 4 | 0.55 | 0.93 | 0.93 | 0.13 |
| 5 | 0.64 | 0.92 | 1.12 | 0.12 |
| 6 | 0.74 | 0.97 | 0.86 | 0.16 |
| 7 | 0.71 | 0.85 | 0.70 | 0.21 |
| 8 | 0.80 | 1.01 | 0.78 | 0.43 |
| 9 | 0.65 | 0.86 | 0.92 | 0.35 |
| 10 | 0.72 | 0.87 | 1.01 | 0.46 |
| 11 | 0.73 | 0.90 | 0.86 | 0.56 |
| 12 | 0.84 | 0.89 | 0.80 | 0.62 |
| 13 | 0.87 | 1.03 | 0.83 | 0.74 |
| 14 | 0.66 | 0.96 | 0.49 | 0.75 |
| 15 | 0.54 | 0.87 | 0.45 | n.a. |
| 16 | 0.63 | 0.85 | 0.52 | n.a. |
| 17 | 0.68 | 0.86 | 0.64 | n.a. |
| 18 | 0.77 | 0.87 | 0.64 | n.a. |
| 19 | 0.80 | 0.93 | 0.68 | n.a. |
| 20 | 0.73 | 0.95 | 0.49 | n.a. |

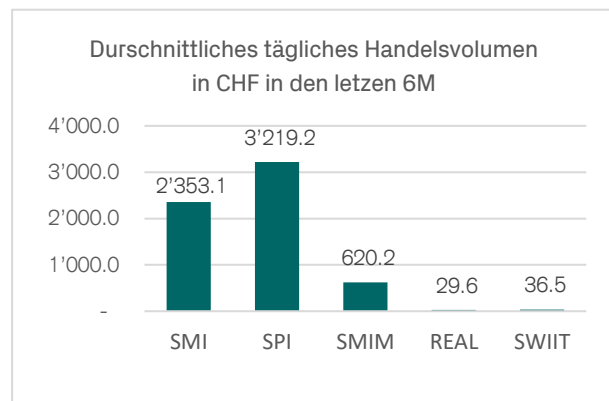
| Annualisierte Rendite und Volatilität über die letzten 10 Jahre | | | | |
|---|------------|-------------|------------|-----------|
| | REAL INDEX | SWIIT INDEX | SMIC INDEX | SBI INDEX |
| Rendite | 7.7% | 6.7% | 11.6% | 1.5% |
| Volatilität | 10.7% | 7.7% | 11.5% | 3.2% |

| Annualisierte Rendite und Volatilität über die letzten 20 Jahre | | | | |
|---|------------|-------------|------------|-----------|
| | REAL INDEX | SWIIT INDEX | SMIC INDEX | SBI INDEX |
| Rendite | 8.2% | 6.6% | 6.5% | n.a. |
| Volatilität | 11.2% | 6.9% | 13.4% | n.a. |

20 - Bloomberg per Ende 2021, monatliche Daten, eigene Berechnung

7.1.2.6 Liquiditätsprofil

Der kotierte indirekte Immobilienmarkt hat eine gewisse Liquidität, welche verglichen mit dem generellen Aktienmarkt aber doch sehr gering ausfällt (siehe Grafik nebenan). Im Durchschnitt über die letzten 6 Monate (per 29.12.2021) wurden im indirekten Immobilienmarkt CHF 66.1 Mio. pro Tag umgesetzt. Davon rund CHF 36.5 Mio. in Immobilienfonds und CHF 29.6 Mio. in Immobilienaktien. Die Liquidität ist aber asymmetrisch verteilt. So fielen bei den Immobilienaktien 93.6% des

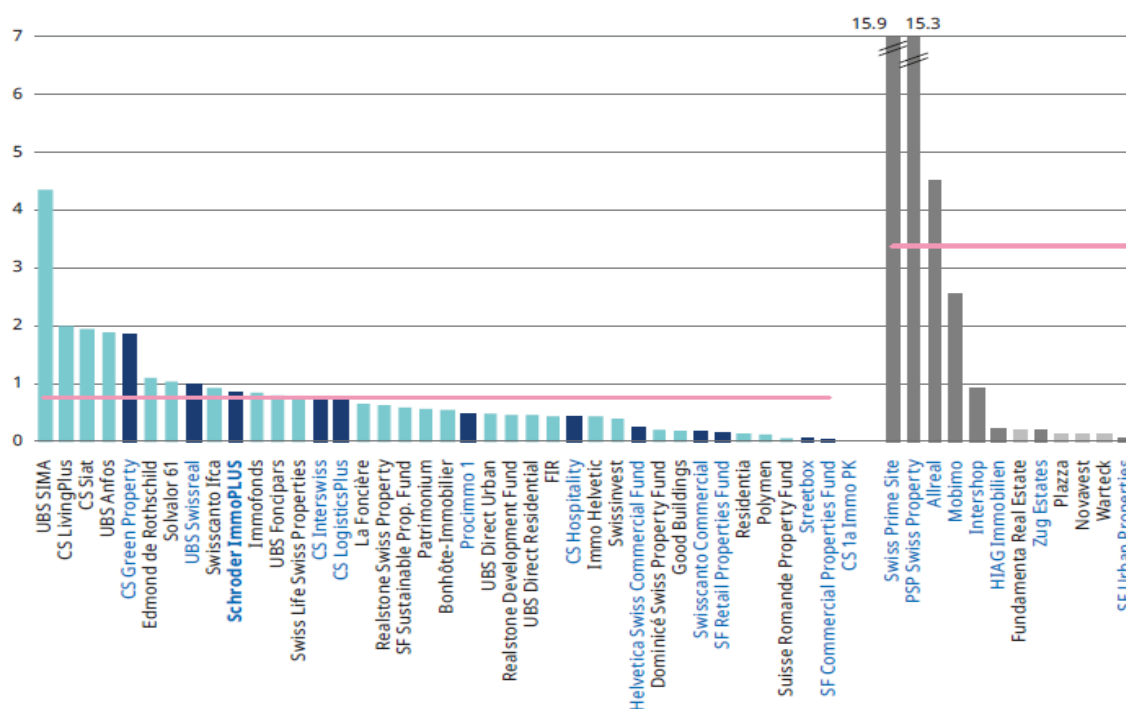


21 - Bloomberg und eigene Berechnung per 29.12.2021

Volumens auf die grössten fünf, respektive 65.5% auf die grössten zwei Titel. Bei den Immobilienfonds ist die Liquidität ein wenig breiter gestreut, aber auch hier fielen 77% respektive 52% auf die 20 respektive 10 grössten Titel. Der grösste Titel SIMA war für 14% des durchschnittlichen Tagesvolumens verantwortlich.

Dieses Volumen, obwohl im Millionenbereich, wirken auf eine Pensionskasse der Grösse der PK CSG (CH) limitierend. Der Bereich Real Estate der PK CSG (CH) hat zu diesem Zweck eine Analyse durchgeführt mit dem Ziel, die Frage zu beantworten, wie viele Tage nötig sind, um die Quote kotierter Immobilienanlagen der PK CSG (CH) um 1% zu verändern, ohne dabei den Marktpreis zu beeinflussen. Unter der Annahme eines 50/50 Portfolios, also je 50% Immobilienaktien und Immobilienfonds, würde dies rund 16 bis 17 Handelstage in Anspruch nehmen. Wird zusätzlich eine sinnvolle Titelselektion angestrebt, verlängert sich die Dauer einer solchen Portfolioveränderung noch einmal deutlich.

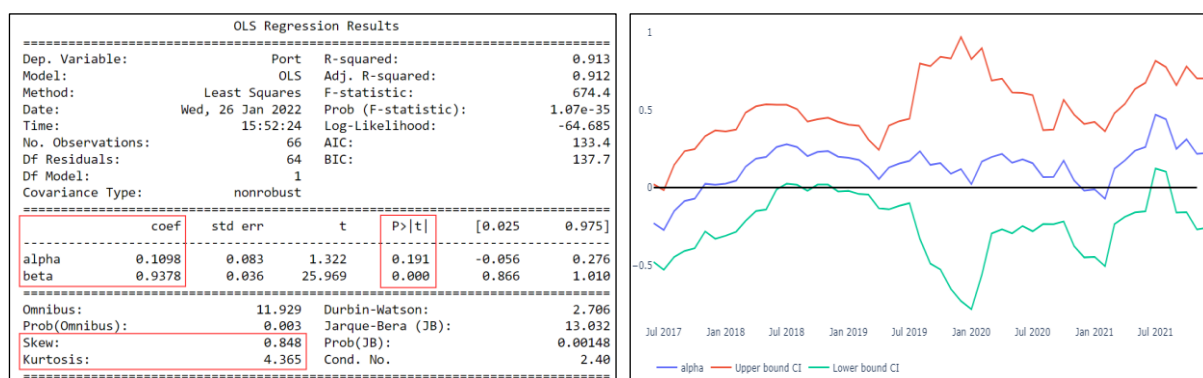
Marktgängigkeit in Mio. CHF (Ø Umsatz pro Börsentag über 6 Monate)



22 - Schroders, Monitoring indirekte Immobilienanlagen Schweiz 2021

7.1.2.7 Implementation

Die PK CSG (CH) kann Mandate intern oder extern, sowie aktiv oder passiv verwaltet, vergeben. Da die PK CSG (CH) historisch ein sehr gut qualifiziertes Immobilienteam beheimatet, führt eine interne Mandatierung zu Synergiegewinnen. Der Bereich PM Real Estate hat bewiesen, dass in diesem Markt durch ein aktives Management einen Mehrwert generiert werden kann. Basierend auf monatlichen Daten seit Juli 2016 (Beginn der Benchmark Rechnung) ergibt die OLS Regression ein auf dem 80% Konfidenzintervall signifikantes Alpha von 11bsp pro Monat. Zudem war das rollierende Alpha über 12 Monate praktisch durchgehend positiv. Siehe dazu Tabelle und Grafik. Die Tabelle zeigt einen Standard OLS Output, die t-Statistik basiert auf der Nullhypothese $H_0 \leq 0$, welche auf dem 80% Signifikanzlevel verworfen werden kann (p-Wert 0.19). Mit >80%iger Wahrscheinlichkeit war das Alpha pro Monat grösser als Null. Konkret beträgt das 80%-Intervall 0.1098 +/- 0.083 = {2.68bsp bis 19.28bsp}. Die Grafik unter der Tabelle zeigt das rollierende Alpha über 12 Monate (blaue) und sagt, dass das Alpha fast über den ganzen Beobachtungszeitraum über der Nulllinie lag / positiv war.



23 - Daten von CSPK Investment Operations per 31.12.2021, Regression von Research & Strategy. Portfolio "Strategisch" monatliche Daten seit Juli 2016.

Bei einer externen Verwaltung müssen insbesondere auch deren Kosten betrachtet werden. Der CSIMF Swiss Real Estate Securities EB verrechnet beispielsweise 0.5% effektive Management Fees per Jahr und das Pendant der UBS (UBS (CH) IF – Swiss Real Estate Selection) verrechnet in der günstigsten Anteilsklasse 0.21% PM-Gebühren. Die Gebühren der Peer-Gruppe reicht von 0.08% (passiver Fonds) bis 1.50%, im Mittel beträgt die Managementgebühr 0.54%. Im Peer-Vergleich mit total 19 Produkten hat das Portfolio «Strategisch» sehr gut abgeschlossen und zeigt die höchste annualisierte Überrendite über die vergangenen drei Jahren (siehe nachfolgende Tabelle mit dem Ranking).

| BM Calculation | SECURITY NAME | 2019 | 2020 | 2021 | 3y annualized |
|--------------------|--------------------------------|------|------|------|---------------|
| SWIIT INDEX | Swisscanto - CH REF Responsibl | 2 | 18 | 12 | 16 |
| SWIIT INDEX | IAM-Immo Securities Fund | 14 | 19 | 19 | 19 |
| SWIIT INDEX | SF Property Selection Fund | 16 | 16 | 5 | 14 |
| SWIIT INDEX | IST Immo Optima Schweiz | 13 | 14 | 6 | 10 |
| SWIIT INDEX | LO Institutional Strategies CH | 5 | 13 | 17 | 11 |
| SWIIT INDEX | CSIMF Swiss Real Estate Securi | 4 | 5 | 2 | 2 |
| SWIIT INDEX | Swiss Life Funds CH Real Estat | 8 | 2 | 16 | 3 |
| SWIIT INDEX | AKB Immobilien Werte CHF | 6 | 4 | 14 | 6 |
| SWIIT INDEX | Zurich Invest Institutional Fu | 1 | 17 | 15 | 12 |
| SWIIT INDEX | Pictet CH Institutional - Swis | 12 | 6 | 9 | 8 |
| SWIIT INDEX | Swisscanto - CH REF Responsibl | 7 | 3 | 10 | 5 |
| SWIIT INDEX | UBS CH Institutional Fund - Sw | 10 | 9 | 4 | 4 |
| SWIIT INDEX | CSIF CH I Real Estate Switzerl | 9 | 7 | 8 | 7 |
| SREAL INDEX | Migros Bank CH Fonds - Swisslm | 18 | 12 | 18 | 18 |
| CHRE INDEX | CS Select Fund CH Swiss Real E | 11 | 11 | 7 | 9 |
| SREAL INDEX | MV Immoextra Schweiz Fonds | 19 | 1 | 3 | 17 |
| 50/50 SWIIT / REAL | SF Property Securities Fund | 17 | 10 | 11 | 13 |
| SREAL INDEX | Synchrony Swiss Real Estate Ec | 15 | 15 | 13 | 15 |
| Customized | .STRAT | 3 | 8 | 1 | 1 |

24 - Bloomberg und FactSheets der Produkte per 31.12.2021. Eigene Berechnung

7.1.3 Strategie Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – kotiert

Die PK CSG (CH) versteht die Anlageklasse Immobilien Schweiz indirekt – kotiert als fixen Bestandteil im Portfolio. Diese Anlageklasse bildet zusammen mit den Immobilien Schweiz direkt die Kernallokation zu Schweizer Immobilien. In den folgenden Abschnitten wird die Strategie genauer erläutert.

Indirekte Schweizer Immobilien sind ein diversifizierender Faktor im Portfolio der Pensionskasse und liefern zudem eine positive reale Ausschüttungsrendite, welche über der Mindestverzinsung der Pensionskasse liegt. Daher will die PK CSG (CH) zu jeder Zeit am indirekten Schweizer Immobilienmarkt partizipieren. Es sollen Einkommen aus Ausschüttungen und Kapitalgewinne erzielt werden.

Die Vergangenheit hat zudem gezeigt, dass eine aktive Verwaltung dieser Anlageklasse einen signifikanten Mehrwert gegenüber einer passiven Verwaltung erzielen kann. Der vergleichsweise noch junge, wenig liquide Markt zeigte in der Vergangenheit immer wieder ineffizientes Verhalten. Dies hängt zu einem grossen Teil an den Marktteilnehmern, insbesondere an den passiven Index-Produkten, welche Mittelzuflüsse und -abflüsse unabhängig von der Marktliquidität und dem Marktumfeld mechanisch umsetzten. Die Pensionskasse will sich diesem Umstand zu nutzen machen und alloziert entsprechende Ressourcen, um ein sehr aktives Management sicherzustellen. Zudem soll dem Management entsprechende Freiräume gewährt werden, um diese Ineffizienzen gewinnbringend zu nutzen (z.B. weite Bandbreiten, flexible Cashquote, Abweichung vom Benchmark). Der langfristige Erfolg steht im Fokus. Wertschwankungen, auch gegenüber einem allfälligen Referenzindex, werden dabei bewusst in Kauf genommen.

7.1.3.1 Allokation

Die Anlageklasse soll in zwei verschiedenen Portfolios verwaltet werden, einem «strategischen» und einem «taktischen». Das «strategische» stellt dabei sicher, dass die PK CSG zu jeder Zeit am indirekten Markt partizipiert und verfolgt einen Benchmark-relativen Ansatz. Die Bandbreite für die Cash-Quote soll in diesem Portfolio entsprechend eng gehalten werden, aber so dass ein aktives Management nicht unnötig eingeschränkt wird. Die Risikosteuerung erfolgt auch über eine aktive Produkteallokation. Der Fokus liegt dabei auf Produkten, welche einen Core-Ansatz verfolgen. Dies sind in der Regel Anlagen mit qualitativ hochstehenden Immobilien und die Produkte selber sind langfristig gewachsen und weisen dementsprechend eine gewisse Marktkapitalisierung auf. Eine hohe Marktkapitalisierung korreliert oft mit einer relativ höheren Titelliquidität.

Im Gegensatz zum «strategischen» Portfolio soll im «taktischen» Portfolio ein Benchmark-unabhängiger Ansatz gepflegt werden. Das Portfolio soll zwar grundsätzlich ebenfalls am indirekten Schweizer Immobilienmarkt partizipieren, dem Portfoliomanagement werden aber weite Bandbreiten gewährt, insbesondere bezüglich der Cash-Allokation. Das Ziel dieses Portfolios ist somit zweiseitig: einerseits soll eine positive absolute Rendite erzielt werden und andererseits dient das Portfolio der Risikosteuerung der Quote von «listed Real Estate CH».

Um das Ziel einer absolut positiven Performance zu erreichen, soll eine sehr aktive Trading-Strategie verfolgt werden, welche auch davon profitiert, dass in Marktsituationen mit grossen Verwerfungen mit aktivem Timing über die Liquidität Opportunitäten wahrgenommen werden können, welche einen Mehrwert generieren. Das Portfolio kann einen signifikanten Teil in nicht-kotierte Anlagen investieren, für welche einen geregelten OTC-Markt

besteht. Zudem soll opportunistisch auch in non-Core Produkte investiert werden (Bspw. kurzfristige Kotierungen von Produkten mit sehr hoher Eintrittswahrscheinlichkeit).

Die Verteilung des strategischen Gewichts für Immobilien Schweiz indirekt – kotiert auf die beiden Portfolios «strategisch» und «taktisch» wird in Absprache mit dem Real Estate Team von der/vom CIO bestimmt. Dabei steht insbesondere die Funktion der Risikostreuung des taktischen Portfolios im Vordergrund. Die Grösse des taktischen Portfolios definiert gleichzeitig den taktischen Rahmen, in welchem das Portfoliomanagement die Immobilienquote für die Pensionskasse steuern kann.

Investitionen erfolgen ausschliesslich in Schweizer Franken und es existieren derzeit keine Derivate für Schweizer Immobilien. Absicherungsgeschäfte sind somit nicht möglich (long only).

7.1.3.2 Implementation

Die Anzahl Manager, welche sich auf den indirekten Immobilienmarkt fokussieren, ist gering. Zudem sind die Gebühren hoch. Der aktive verwaltete Immobilienfonds der Credit Suisse (CSIMF Swiss Real Estate Securities EB) verrechnet beispielsweise 0.5% effektive Management Fees per Jahr für die günstigste Anteilsklasse. Die PK CSG (CH) hat in der Vergangenheit bewiesen, erfolgreich in diesem Markt zu investieren. Zudem unterhält sie historisch ein starkes Immobilienteam für direkte Immobilien, mit welchem Synergien genutzt werden können. Eine interne Mandatierung ist also sinnvoll und kosteneffizient.

Das «strategisch» Portfolio misst sich mit einem massgeschneiderten Benchmark aus den Indexkompositionen SWIT Index, REAL Index und Cash. Das Gewicht des REAL Index ist dabei jeweils höher als es der Marktkapitalisierte Benchmark (SREAL Index) vorsehen würde, da sich die Interessen der Immobilienaktiengesellschaften besser mit den Interessen der Pensionskasse decken (langfristig Investieren, opportunistische Gewinne erzielen, Aktienkurs-getrieben nicht Gebühren-getrieben). Für das «taktische» Portfolio handelt es sich dabei lediglich um einen Schattenbenchmark, da das Portfolio nach einem Benchmark-unabhängigen Ansatz verwaltet wird und eine wichtige Funktion in der Risikosteuerung übernimmt.

7.1.3.3 Erfolgskontrolle

Für beide Mandate werden in den Mandatsrichtlinien generelle Performanceziele definiert. Für das strategische Portfolio sind diese relativ zu einem Benchmark definiert. Für das taktische Portfolio besteht ein absolutes Renditeziel. Die genauen Performanceziele werden im «My Performance» des verantwortlichen / der verantwortlichen PM definiert und werden an dieser Stelle nicht weiter erläutert.

7.1.4 Risk Management Vorgaben

Das Real Estate Team folgt einem Anlageprozess. Dieser sieht als ersten Schritt eine fundamentale Analyse der Anlageprodukte vor. Basierend auf diesen Due Diligence-Prozess wird das «Anlageuniversum PK CSG (CH)» definiert. Titel, welche nicht Teil des Anlageuniversum PK CSG (CH) sind, erhalten eine Allokation von 0%, werden also zu 100% untergewichtet. Das reduzierte Anlageuniversum fokussiert mehrheitlich auf historische gewachsene Titel. Dabei handelt es sich in der Regel um grosskapitalisierte und entsprechend liquidere Titel. Zudem haben solche Titel in der Regel noch ein erhebliches Mietzinspotenzial im Sektor Wohnen, da der Referenzzinssatz seit seiner Einführung im Jahre 2008 (3.5%) stetig gesunken ist und heute auf einem historischen Tiefstand (1.25%) verweilt. Bei Mieterwechsel können entsprechende Mietzinserhöhungen

durchgesetzt werden. Das Real Estate Team ist verantwortlich, die Vorgaben im Prospekt des Einanlegerfonds einzuhalten und nicht gegen regulatorische Vorschriften zu verstossen.

Zudem besteht ein regelmässiger Austausch innerhalb des Teams sowie mit den PMs der Anlagevehikel.

7.1.5 Reporting Vorgaben

Die Performance der beiden Portfolios wird monatlich gerechnet und quartalsweise mit dem / der CIO PK CSG (CH) besprochen.

Zusätzlich wird monatlich auch eine konsolidierte Performance der beiden Portfolios gerechnet. Diese wird gegenüber einem massgeschneiderten Index verglichen, welcher auch die durchschnittliche Allokation im «taktischen» Portfolio berücksichtigt.

7.1.6 Implementationszeitplan

Für diese Anlageklasse wird kein Implementationszeitplan benötigt. Die Anlageklasse ist bereits intern mandatiert und wird vom Real Estate Team verwaltet.

Abkürzungsverzeichnis

| | |
|-------------|---|
| SAA | Strategische Asset Allocation |
| AAIC | Asset Allocation Investment Committee |
| Ü-SAA | Übergangs-SAA |
| PK CSG (CH) | Pensionskasse der Credit Suisse Group (Schweiz) |
| BVG | Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge |
| BVV2 | Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge |
| PM | Portfolio Manager / Portfolio Managerin |

Abbildungs- und Quellenverzeichnis

| | |
|---|----|
| 1 - 2022 Return/Risk Assumptions Long-Term 10 Jahre, PPC Metrics, exemplarische Tabelle (keine Aktualisierung) | 5 |
| 2 - SAA Bandbreiten per 31.12.2021 | 5 |
| 3 - Anlagestruktur und Anlageklassen Immobilien | 5 |
| 4 PK CSG (CH), 31.12.2021 | 6 |
| 5 - PK CSG (CH), Rechtsformen nicht abschliessend | 7 |
| 6 - UBS AM, Schweizer indirekte Immobilienanlagen, Januar 2022 | 7 |
| 7 - PK CSG (CH), Rechtsformen nicht abschliessend | 9 |
| 8 - Quelle: www.ginmon.de/wiki/anlageklasse/ | 13 |
| 9 KGAST, 28.02.2022..... | 14 |
| 10 - Capital Market Assumptions - Private Real Estate CH, Research & Strategy | 14 |
| 10 - KGAST | 15 |
| 11 - KGAST, Grafik von PK CSG (CH)..... | 18 |
| 12 - IAZI CIFI AG, Grafik von PK CSG (CH) | 18 |
| 14 - Capital Market Assumptions, Research and Strategy | 21 |
| 15 - Pensionskassenstudie 2021, Swisscanto Vorsorge AG | 26 |
| 16 - SIX Group AG, 30.12.2021 | 28 |
| 17 - Capital Market Assumptions - Private Real Estate, Research & Strategy | 29 |
| 18 - Bloomberg per 30.12.2021..... | 29 |
| 19 - Bloomberg per Ende 2021, monatliche Daten, eigene Berechnung..... | 29 |
| 20 - Bloomberg und eigene Berechnung per 29.12.2021 | 30 |
| 21 - Schroders, Monitoring indirekte Immobilienanlagen Schweiz 2021 | 30 |
| 22 - Daten von CSPK Investment Operations per 31.12.2021, Regression von Research & Strategy. Portfolio "Strategisch" monatliche Daten seit Juli 2016. | 30 |
| 23 - Bloomberg und FactSheets der Produkte per 31.12.2021. Eigene Berechnung | 30 |

