Universität Zürich[UZH]

Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Immobilien als Anlageklasse für institutionelle Investoren – ein Vergleich zwischen regulierten Investoren und Family Offices

Verfasserin: Manuela Heidi Zürcher-Kiener

Eingereicht bei: Dr. Stephan Kloess

Abgabedatum: 08.09.2025

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis VI

Abbildungsverzeichnis VII

Tabellenverzeichnis VIII

Executive Summary IX

1. Einleitung 1

1.1 Ausgangslage 1

1.2 Zielsetzung und Forschungsfragen 3

1.3 Relevanz 4

1.4 Einordnung und Abgrenzung 5

1.5 Aufbau der Arbeit 7

2. Theoretische Grundlagen 9

2.1 Neue Institutionenökonomik (NIÖ) 9

2.1.1 Ursprung 9

2.1.2 NIÖ als Weiterentwicklung der Neoklassik 10

2.1.3 Prinzipal-Agent Theorie 11

2.1.4 Transaktionskostentheorie 11

2.1.5 Property-Rights-Ansatz 12

2.1.6 Einbettung im Kontext der Immobilienbranche 12

2.2 Institutionelle Investoren 14

2.2.1 Definition und Zweck 14

2.2.2 Kategorisierung durch Merkmale 15

2.2.3 Rolle im Schweizer Immobilienmarkt 16

2.2.4 Forschungsfokus 18

2.3 Pensionskassen 19

2.3.1 Auftrag und Zielsetzung 19

2.3.2 Rechtliche Regulationen 20

2.3.3 Asset Allocation 20
2.3.4 Governance 21
2.4 Versicherungen 22
2.4.1 Auftrag und Zielsetzung 22
2.4.2 Rechtliche Regulationen 22
2.4.3 Asset Allocation 23
2.4.4 Governance 24
2.5 Family Office 25
2.5.1 Auftrag und Zielsetzung 25
2.5.2 Rechtliche Regulationen 26
2.5.3 Asset Allocation 26
2.5.4 Governance 27
2.6 Theoretische Interpretationen im Kontext der Forschungsfragen 28
3. Methodik und Datenerhebung 29
3.1 Untersuchungsdesgin 29
3.1.1 Vorgehen 29
3.1.2 Forschungsansatz – Quantitative Umfrage 30
3.2 Entwicklung des Online-Fragebogens 30
3.2.1 Inhaltliche Gestaltung 30
3.2.2 Durchführung des Pretests und Anpassungen 31
3.3 Definition der Stichprobe und Adressierung der Zielgruppen 32
3.3.1 Stichprobe und Auswahlkriterien 32
3.3.2 Erhebung der Kontaktdaten 32
3.4 Durchführung der Umfrage 33
3.4.1 Ablauf und Versand 33
3.4.2 Massnahmen zur Maximierung der Rücklaufquote 33
3.5 Qualitätssicherung und Repräsentativität 34
3.5.1 Prüfung der Rücklaufquote 34

3.5.2 Datenaufbereitung und statistische Auswertungsverfahren 35
3.5.3 Einschätzung der Repräsentativität 35
4. Ergebnisse der empirischen Erhebung 37
4.1 Forschungsfrage 1 37
4.1.1 Deskriptive Statistik 37
4.1.2 Inferenzstatistik 38
4.1.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung 39
4.2 Forschungsfrage 2a 40
4.2.1 Deskriptive Statistik 40
4.2.2 Inferenzstatistik 41
4.2.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung 42
4.3 Forschungsfrage 2b 43
4.3.1 Deskriptive Statistik 43
4.3.2 Inferenzstatistik 45
4.3.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung 47
4.4 Forschungsfrage 2c 48
4.4.1 Deskriptive Statistik 48
4.4.2 Interferenzstatistik 49
4.4.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung 49
4.5 Forschungsfrage 2d 50
4.5.1 Deskriptive Statistik 50
4.5.2 Interferenzstatistik 52
4.5.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung 52
5. Schlussbetrachtung 54
5.1 Synthese der Ergebnisse 54
5.2 Zusammenfassende Beantwortung der Forschungsfragen 55
5.3 Fazit 56
5.4 Diskussion 57

5.5 Ausblick 58

Literaturverzeichnis 60

Anhang 65

Ehrenwörtliche Erklärung 82

Abkürzungsverzeichnis

AVO	Aufsichtsverordnung
BIP	Bruttoinlandprodukt
bspw.	beispielsweise
BVV	Berufliche Vorsorge-Verordnung
ESG	Environmental, Social und Governance
et al.	et alii (und weitere)
etc.	et cetera (und so weiter)
FINMA	Finanzmarktaufsicht
KS-Test	Kruskal-Wallis-Test
MFO	Multi Family Office
NIÖ	Neue Institutionenökonomik
PPP	Private Public Partnership
SAA	Strategische Asset Allocation
SFO	Single Family Office
SFOA	Swiss Single Family Office Association
SIV	Schweizer Immobilienschätzer-Verband
STD	Standardabweichung
usw.	und so weiter
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
z. B.	zum Beispiel

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Immobilienwirtschaft und Verhaltensökonomie (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 68)..... 2

Abbildung 2: Formen der Immobilienanlage (in Anlehnung an Francke & Rehkugler, 2005, S. 5)..... 7

Abbildung 3: Weiterentwicklung NIÖ (in Anlehnung an Sotelo, 2025)..... 10

Abbildung 4: Immobilienmarkt Schweiz, Eigentümerstruktur Mietwohnungen (Fleury et al., 2024, S. 20)..... 16

Abbildung 5: Arten von Investoren (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 268)..... 17

Abbildung 6: Anteile institutioneller Anleger an vermieteten Wohnliegenschaften (in Anlehnung an Bundesamt für Umwelt, 2015, S. 4). 18

Abbildung 7: Funktionsweise einer Pensionskasse (Fusetti, 2025, S. 13). 19

Abbildung 8: Asset Allocation Gesamtkapitalmarkt 2023, Versicherungen (in Anlehnung an: FINMA, 2023, S. 9)..... 24

Abbildung 9: Asset Allocation 2023, Family Office (in Anlehnung an: Schmid & Winderl, 2024, S 46). 27

Abbildung 10: Phasen des methodischen Vorgehens (eigene Darstellung)..... 29

Abbildung 11: Rücklaufquote Online-Umfrage (eigene Darstellung). 34

Abbildung 12: Bedeutung des Standorts Schweiz für direkte Immobilienanlagen (eigene Darstellung). 37

Abbildung 13: Herausforderung steigende Baukosten (eigene Darstellung). 39

Abbildung 14: Auftrag von Institutionen von Investorentyp (eigene Darstellung)..... 41

Abbildung 15: Anlagestrategie für direkte Immobilienanlagen (eigene Darstellung). .. 44

Abbildung 16: Boxplot, Vereitelung direkte Immobilienanlage nach Investorentyp (eigene Darstellung). 46

Abbildung 17: Entscheidungsträger Anlageinvestitionen (eigene Darstellung). 48

Abbildung 18: Finanzierungsstruktur von direkten Immobilieninvestitionen (eigene Darstellung). 51

Abbildung 19: Verteilung «Inhouse» vs. «Outsourcing» bei Due Diligence-Prozessen (eigene Darstellung). 51

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Institutionenökonomik in der Immobilienwirtschaft (eigene Darstellung)... 13

Tabelle 2: Übersicht Typologien von institutionellen Investoren (eigene Darstellung). 55

Executive Summary

Institutionelle Investoren prägen zunehmend den Schweizer Immobilienmarkt – doch sie agieren keineswegs homogen. Diese Masterarbeit vergleicht drei zentrale Investorentypen: Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices. Das Ziel ist, deren strategische, strukturelle und operative Unterschiede herauszuarbeiten und die institutionellen Rahmenbedingungen zu analysieren, die ihr Verhalten formen.

Theoretisch fundiert sich die Untersuchung auf Konzepte der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere auf die Prinzipal-Agent-Theorie, die Transaktionskostentheorie sowie den Property-Rights-Ansatz. Diese Ansätze bieten ein differenziertes Analyseinstrumentarium zur Erklärung divergierender Entscheidungslogiken, Governance-Strukturen und Risikopräferenzen institutioneller Investoren.

Empirisch basiert die Analyse auf einer standardisierten quantitativen Onlinebefragung unter institutionellen Immobilieninvestoren in der Schweiz. Die Datenauswertung erfolgte mittels deskriptiver Verfahren sowie inferenzstatistischer Methoden, insbesondere durch Anwendung des Kruskal-Wallis-Tests, um signifikante Unterschiede zwischen den Investorengruppen zu identifizieren.

Die Ergebnisse zeigen, dass institutionelle Investoren im Schweizer Immobilienmarkt hinsichtlich Strategie, Verhalten und Entscheidungslogik klar voneinander abzugrenzen sind. Family Offices weisen ein unternehmerisch geprägtes Profil auf, investieren flexibler, zeigen eine höhere Risikobereitschaft und setzen überdurchschnittlich stark auf Fremdkapital. Pensionskassen und Versicherungen verfolgen demgegenüber konservative Anlageansätze mit ähnlichen Allokationsmustern. Die Unterschiede resultieren weniger aus marktbedingten Faktoren, sondern wesentlich aus institutionellen Rahmenbedingungen – etwa regulatorischen Vorgaben, der Organisationsform oder internen Entscheidungsprozessen. Eine systematische Typologisierung entlang zentraler Kriterien macht diese unterschiedlichen Ausprägungen sichtbar.

Die Arbeit liefert damit neue Einblicke in die Heterogenität institutioneller Investoren im Schweizer Immobilienmarkt. Hervorzuheben ist die zunehmende Bedeutung von Family Offices, die bislang wissenschaftlich lediglich randständig beleuchtet wurden, sich jedoch als zunehmend relevante Akteure etablieren. Abschliessend werden theoretische sowie praktische Implikationen diskutiert und ein Ausblick auf weiterführende Forschungsfragen gegeben.

1. Einleitung

Im einleitenden Kapitel wird zunächst die Ausgangslage der Arbeit erläutert, in der die Bedeutung und Komplexität des untersuchten Themas aufgezeigt wird. Darauf aufbauend werden die Zielsetzung und die Forschungsfragen vorgestellt sowie deren Relevanz hervorgehoben. Im Anschluss erfolgen eine klare Einordnung und Abgrenzung der Untersuchung, mit dem Zweck, ein einheitliches Verständnis des Rahmens zu erlangen. Abschliessend wird der Aufbau der Arbeit beschrieben, um die Struktur und das Vorgehen für die nachfolgenden Kapitel nachvollziehbar darzulegen.

1.1 Ausgangslage

Immobilien gehören zu den bedeutendsten Gütern der Schweizer Gesellschaft – sie sind für jede Person als Wohnraum unersetzlich, haben für Unternehmen als Raum- und Flächenressource eine zentrale und für die Öffentlichkeit eine kulturelle Bedeutung. Der hohe Stellenwert der Immobilienwirtschaft spiegelt sich zudem in der Volkswirtschaft wider – mit einer Wertschöpfung von 78 Milliarden Schweizer Franken trägt sie 11 % zur Schweizer Wirtschaftsleistung bei. Werden die Mieteinnahmen und die Eigenmieten der privaten Haushalte ebenfalls hinzugezählt, beläuft sich der Anteil sogar auf 16 % des Schweizer Bruttoinlandsprodukts (BIP). Keine andere Einzelbranche erreicht dieses Gewicht am BIP (Baldegger et al., 2024, S. V).

Die Immobilienökonomie zeichnet sich nicht nur durch ihren Stellenwert, sondern ebenso durch ihre hohe Fragmentierung innerhalb der Branche aus. Sie umfasst eine Vielzahl unterschiedlicher Akteure, darunter Vermarkter, Investoren, Rechtsanwälte, Architekten und Entwickler, die jeweils eigenständigen Tätigkeitsfeldern zuzuordnen sind. Das Zentrum aller immobilienwirtschaftlichen Aktivitäten ist das unternehmerische Handeln, das die verschiedenen Akteure auf unterschiedliche Weise miteinander verbindet. Dabei ist die Initiative von unternehmerischen Aktivitäten nicht auf einen einzelnen Akteur beschränkt, sondern kann von jedem Beteiligten eigenständig ausgehen (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 67).

Aufgrund der hohen Fragmentierung ist es herausfordernd, sich ein umfassendes und differenziertes Bild über die spezifischen Rollen und Leistungen der in der Immobilienwirtschaft tätigen Akteure zu machen. Darüber hinaus wir die Komplexität durch die intensiven Interaktionen der Akteure untereinander, in verschiedenen Konstellationen und

Beziehungen, weiter verschärft. Die nachfolgende Abbildung 1 von Fahrländer und Kloess (2024), die sich auf die Arbeiten von Rottke und Thomas (2011) stützt, versucht die komplexen Kommunikationswege und Wechselwirkungen zwischen den unterschiedlichen Akteuren zu veranschaulichen und einen Einblick in die strukturellen Zusammenhänge der Branche zu ermöglichen (S. 68).

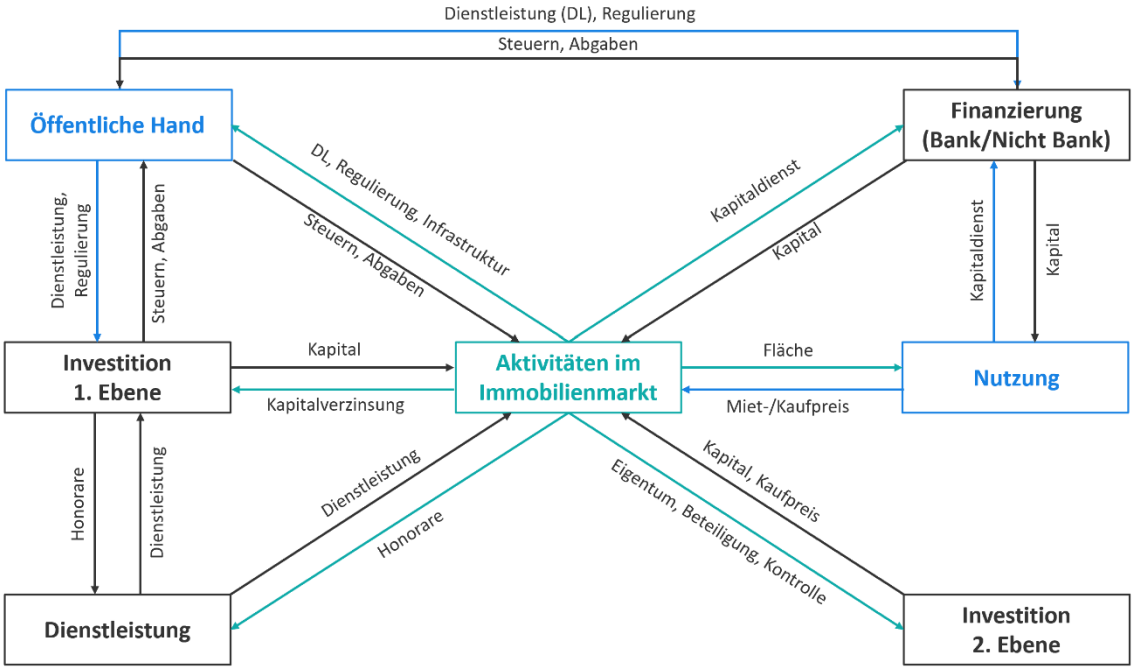


Abbildung 1: Immobilienwirtschaft und Verhaltensökonomie (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 68).

Es stellt sich nun die Frage, auf welcher Informationsbasis Entscheidungen gefällt werden und wer auf dem Immobilienmarktplatz welche Interessen besitzt.

Die Informationsverteilung spielt eine zentrale Rolle, der Entscheidungsprozess wird jedoch von vielen weiteren Elementen, z. B. psychologische, soziale und kognitive Faktoren, beeinflusst. Die Entscheidungen der Akteure werden folglich nicht rein vernunftorientiert und rational getroffen, was die Marktkomplexität weiter erhöht (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 67).

Die Heterogenität beschränkt sich nicht nur auf die umfassende Anzahl der Akteure im Immobilienmarkt, sondern spiegelt sich weiter zugleich eine Ebene tiefer und somit innerhalb der unterschiedlichen Akteursgruppen wider. Werden beispielsweise Typen von Investoren – private Investoren, institutionelle Investoren, die öffentliche Hand, die Kirche usw. – betrachtet, lassen diese sich wiederum in Unterkategorien aufteilen (Schulte, 1998, S. 39). Somit zeichnen sich auch innerhalb der Investorentypen, bzw. in den Unterkategorien, Unterschiede in den Verhaltensmustern ab, da sie individuelle und persönliche Ziele sowie Lebensstile verfolgen, sich in unterschiedlichen Phasen ihres

Anlagezyklus befinden und nicht die gleichen Vermögenswerte besitzen. Die eine ideale Anlage für einen Investor wird nicht dieselbe sein, wie die ideale Anlage für einen anderen Investor (Geltner et al., 2023, S. 127).

1.2 Zielsetzung und Forschungsfragen

Die vorliegende Arbeit verfolgt das Ziel, ein vertieftes Verständnis für verschiedene Typen institutioneller Immobilieninvestoren zu entwickeln und damit einen Beitrag zur Entschlüsselung der strukturellen Komplexität des Schweizer Immobilienmarktes zu leisten.

Im Zentrum steht ein Vergleich zwischen regulierten institutionellen Investoren – insbesondere Pensionskassen und Versicherungen – und nicht regulierten institutionellen Investoren, namentlich Family Offices (vgl. Kapitel 1.4). Zur systematischen Analyse dieser Gruppen und ihrer jeweiligen Besonderheiten wurden zentrale Fragestellungen formuliert, die den inhaltlichen Fokus der Untersuchung bestimmen. Sie dienen als analytischer Leitfaden für die theoretische Fundierung sowie für die empirische Auswertung.

Nachfolgende Forschungsfragen bilden demnach die Grundlage:

1. Welche Bedeutung hat der Schweizer Immobilienmarkt für unterschiedliche institutionelle Investorentypen?
2. Wie können institutionelle Investoren in der Tiefe bezüglich der nachfolgenden Kriterien-Gruppen unterschieden werden:
    a. ihres Auftrags und ihrer Zielsetzung?
    b. ihrer Anlagestrategie und ihres Anlagehorizonts?
    c. ihrer Entscheidungsprozesse?
    d. sowie ihren operativen Umsetzungen?

Die gezielte Strukturierung der Forschungsfragen ermöglicht ein schrittweises Vorgehen: Zunächst werden die fundamentalen Unterschiede zwischen den Investorentypen herausgearbeitet, bevor spezifische Aspekte wie strategische Ansätze und operative Handlungsweisen vertieft analysiert werden.

Die Arbeit leistet damit einen Beitrag zur differenzierten Betrachtung institutioneller Akteure im Schweizer Immobilienmarkt und adressiert eine bislang wenig beleuchtete Forschungslücke hinsichtlich der vergleichenden Analyse regulierter und nicht regulierter Anlagepraktiken.

1.3 Relevanz

Die Schweizer Immobilienwirtschaft ist – wie in Kapitel 1.1 erläutert – durch eine hohe Fragmentierung, eine Vielzahl institutioneller und privater Akteure sowie komplexe Entscheidungsprozesse geprägt. Diese strukturelle Vielfalt erschwert nicht nur die Marktbeobachtung, sondern stellt erhebliche Anforderungen an Steuerung, Koordination und Risikoabschätzung. Ein fundiertes Verständnis der beteiligten Akteursgruppen – insbesondere der institutionellen Investoren – ist daher unerlässlich, um deren Einfluss auf Angebot, Nachfrage und Preisbildung systematisch analysieren zu können.

Institutionelle Investoren zeichnen sich durch langfristige Anlagestrategien, professionelle Verwaltungsstrukturen und substanzielle Kapitalvolumina aus. In den letzten Jahren haben sie weiter an Bedeutung gewonnen – auch deshalb, weil sich private Bauherren zunehmend aus der Bautätigkeit zurückziehen. Dieser Rückzug ist insbesondere auf die steigende Komplexität von Bauprojekten und die zunehmende Professionalisierung institutioneller Akteure zurückzuführen (Fleury et al., 2024, S. 19–25).

Für eine erste Einordnung ist insbesondere ihre quantitative Marktbedeutung relevant: Institutionelle Anleger halten in der Schweiz rund 13 % des gesamten Immobilienvermögens, was einem geschätzten Volumen von über 600 Milliarden Franken entspricht (Davidson et al., 2023). Zusammen setzt sich dieses Segment im Wesentlichen aus drei dominierenden Gruppen: Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices. Deren Anlageverhalten und strategische Ausrichtung unterscheiden sich jedoch erheblich – sowohl im Hinblick auf regulatorische Rahmenbedingungen als auch in Bezug auf Risikobereitschaft, Zeithorizont und Anlagestruktur (Geltner et al., 2023, S. 127).

Die wissenschaftliche Relevanz dieser Arbeit liegt somit in der differenzierten Analyse dieser heterogenen Akteursgruppe. Im Fokus steht eine systematische, vergleichende Untersuchung der verschiedenen Investorentypen im direkten Immobilienmarkt. Das Ziel ist, durch empirisch fundierte Erkenntnisse einen Beitrag zur Schärfung des Akteursverständnisses sowie zur Verbesserung der Markttransparenz für Forschung, Praxis und Regulierung zu leisten.

1.4 Einordnung und Abgrenzung

Um ein einheitliches Verständnis und eine vergleichbare Analyse zu gewährleisten, ist eine eindeutige Abgrenzung des Untersuchungsfeldes unerlässlich – insbesondere angesichts der hohen Fragmentierung, die den Immobilienmarkt prägt. Im Folgenden werden die zentralen Themengebiete der Arbeit gezielt eingegrenzt.

Typen institutioneller Immobilieninvestoren

In der Fachliteratur existiert keine einheitliche Definition darüber, welche Akteure als institutionelle Investoren zu betrachten sind. Je nach Kontext und Marktstruktur werden neben klassischen Akteuren wie Pensionskassen und Versicherungen ebenfalls Banken, Vermögensverwalter, Stiftungen, kirchliche Organisationen oder Family Offices einbezogen (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 266).

Im Rahmen dieser Arbeit liegt der Fokus auf jenen Akteuren, die sowohl durch ihr Investitionsvolumen als auch durch ihre strukturelle Eigenheit einen signifikanten Einfluss auf den Immobilienmarkt ausüben. Pensionskassen investieren gemäss Swisscanto (2023) durchschnittlich 27 % ihres Vermögens in Immobilien, was einem Volumen von rund 230 Milliarden Franken entspricht (S. 36). Versicherungen halten etwa 9 % ihres Anlagevermögens in Immobilien, dementsprechend rund 48 Milliarden Franken (FINMA, 2023). Family Offices verwalten ein geschätztes Gesamtvermögen von 600 Milliarden Franken, wovon 15 % bis 20 % in Immobilien investiert sind. Daraus ergibt sich ein Volumen von rund 90 bis 120 Milliarden Franken (Schmid & Winderl, 2024, S. 45).

Trotz ihrer Gemeinsamkeit als langfristig orientierte Kapitalgeber unterscheiden sich diese Gruppen deutlich hinsichtlich ihrer Organisationsstruktur, Anreizsysteme und Entscheidungslogik. Während Pensionskassen und Versicherungen zumeist auf Sicherheit und Erfüllung regulatorischer Anforderungen ausgerichtet sind, verfolgen Family Offices stärker unternehmerisch geprägte, teils opportunistische Ansätze. Ihre Anlageentscheide basieren häufig auf individueller Expertise, familiären Interessen oder generationsübergreifender Vermögenssicherung (Gerbl, 2024).

Zur Gewährleistung einer fokussierten und vergleichbaren Analyse konzentriert sich diese Arbeit auf drei – sowohl regulierte als auch nicht regulierte – zentrale Typen institutioneller Investoren:

→ *Entscheid:* *Versicherungen, Pensionskassen, Family Offices* **Regionale Abgrenzung**

Immobilienmärkte unterliegen weltweit unterschiedlichen Dynamiken, geprägt durch politische, rechtliche und institutionelle Rahmenbedingungen. Die Schweiz weist hierbei spezifische Besonderheiten auf, etwa ihre föderalistische Struktur, ein dicht reguliertes Marktumfeld und eigenständige Akteurskonstellationen.

Um Verzerrungen durch international nicht vergleichbare Rahmenbedingungen zu vermeiden, konzentriert sich die Analyse ausschliesslich auf den Schweizer Immobilienmarkt.

→ *Entscheid:* *Schweizer Immobilienmarkt*

Direkte vs. indirekte Investition

Institutionelle Immobilienanlagen erfolgen entweder als direkte Investitionen – das heisst durch den Erwerb physischer Immobilien – oder als indirekte Beteiligungen über Anlagevehikel wie Immobilienfonds oder börsennotierte Immobiliengesellschaften. Beide Formen stellen grundlegende Bestandteile institutioneller Anlagestrategien dar und werden im Rahmen dieser Arbeit auf übergeordneter Ebene berücksichtigt.

Der analytische Schwerpunkt liegt jedoch auf den direkten Immobilienanlagen. Sie erlauben eine differenziertere Betrachtung der strategischen, operativen und strukturellen Besonderheiten der einzelnen Investorentypen und stehen daher im Zentrum der empirischen Untersuchung.

→ *Entscheid:* *Abfrage von direkten und indirekten Investitionen auf übergeordneter Ebene (SAA), mit Fokus der Analyse auf direkten Immobilienanlagen*

Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass sich die Arbeit auf drei zentrale Typen institutioneller Investoren – Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices – konzentriert, den geografischen Fokus auf den Schweizer Immobilienmarkt legt und sowohl direkte als auch indirekte Investitionen berücksichtigt, wobei der analytische Schwerpunkt auf den direkten Anlagen liegt.

Die folgende Abbildung 2, angelehnt an Francke und Rehkugler (2005, S. 5), veranschaulicht die Abgrenzungen in kompakter Form:

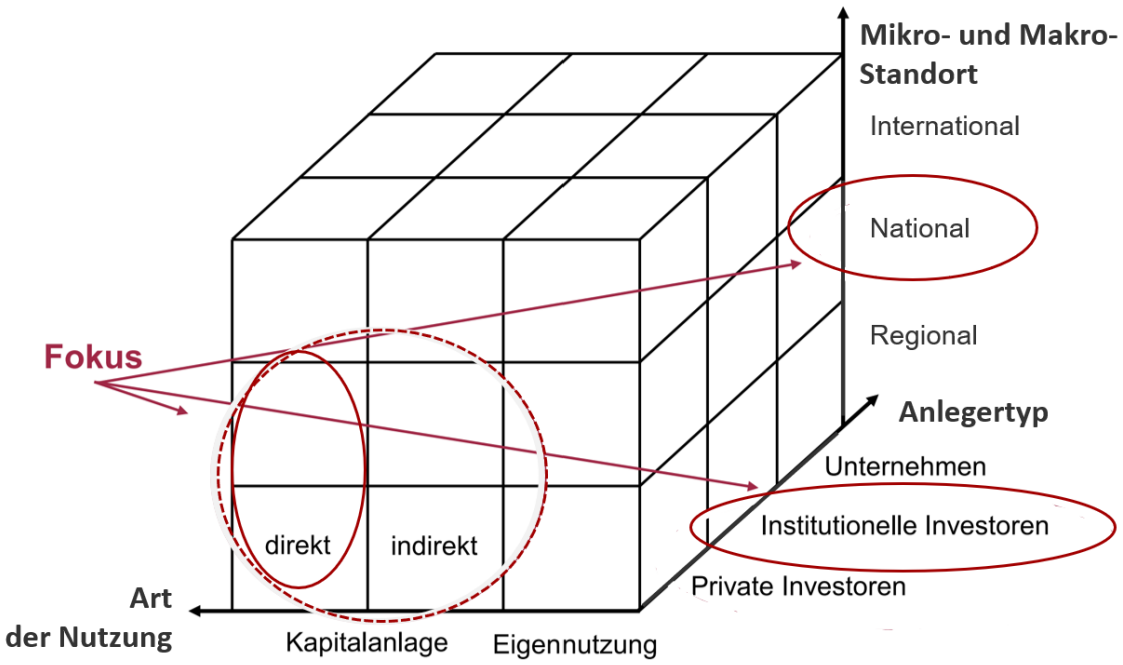


Abbildung 2: Formen der Immobilienanlage (in Anlehnung an Francke & Rehkugler, 2005, S. 5).

Die gewählten Abgrenzungen bilden die konzeptionelle Grundlage für die theoretische Fundierung sowie die empirische Untersuchung.

1.5 Aufbau der Arbeit

Die Arbeit gliedert sich in fünf Hauptkapitel, die den Forschungsprozess strukturiert und systematisch abbilden – von der Einführung in die Thematik, die theoretischen Fundierung über die empirische Erhebung bis hin zur Ergebnisanalyse und Schlussbetrachtung.

Nach der Einleitung (Kapitel 1) folgt in Kapitel 2 der theoretische Teil. Dieser legt die konzeptionellen Grundlagen der Arbeit, indem zentrale Merkmale institutioneller Investoren – namentlich Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices – systematisch dargestellt und anhand ihrer Zielsetzungen, Governance-Strukturen, Strategien sowie regulatorischen Rahmenbedingungen analysiert werden. Die theoretische Verankerung erfolgt dabei schwerpunktmässig auf Basis der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere ihrer zentralen Stränge: Transaktionskostentheorie, Prinzipal-Agent-Theorie und Property-Rights-Ansatz.

Kapitel 3 beschreibt das methodische Vorgehen. Im Zentrum steht die Entwicklung, Durchführung und Auswertung einer standardisierten Online-Umfrage, mit der die

wesentlichen Merkmale und Handlungslogiken der Investorentypen systematisch erfasst wurden. Die Erhebungsinstrumente wurden theoriegeleitet konstruiert, einem Pretest unterzogen und mit Fokus auf Validität und Repräsentativität umgesetzt.

Kapitel 4 bildet den Hauptteil der empirischen Analyse. Entlang der Forschungsfragen wird zunächst die allgemeine Bedeutung des Schweizer Immobilienmarkts für institutionelle Anleger dargestellt (Kapitel 4.1), anschliessend werden vertiefende Unterschiede zwischen den Investorentypen in Bezug auf Auftrag und Zielsetzung (Kapitel 4.2), Anlagestrategie (Kapitel 4.3), Entscheidungsprozesse (Kapitel 4.4) sowie operative Umsetzung (Kapitel 4.5) untersucht. Die Auswertung erfolgt quantitativ mittels deskriptiver Statistiken und inferenzstatistischer Verfahren.

Kapitel 5 schliesst die Arbeit mit einer integrativen Schlussbetrachtung. Zunächst werden die zentralen empirischen Ergebnisse übergreifend zusammengeführt und anschliessend die beiden Forschungsfragen inhaltlich eingeordnet und beantwortet. Darauf folgt ein pointiertes Fazit, bevor in der Diskussion theoretische Implikationen, methodische Grenzen und interpretative Spannungsfelder reflektiert werden. Ein abschliessender Ausblick skizziert weiterführende Forschungsfragen und potenzielle praxisrelevante Anschlussmöglichkeiten.

2. Theoretische Grundlagen

Im zweiten Hauptteil der Arbeit wird das theoretische Fundament gelegt, um die Forschungsfragen systematisch zu bearbeiten. Den Ausgangspunkt bildet die Neue Institutionenökonomik (NIÖ), die zentrale Steuerungsprobleme in wirtschaftlichen Austauschbeziehungen adressiert. Mit ihren Kernansätzen – der Transaktionskostentheorie, der Prinzipal-Agent-Theorie und dem Property-Rights-Ansatz – liefert sie einen differenzierten Bezugsrahmen zur Analyse des Handelns institutioneller Investoren.

Anschliessend werden Institutionen als strukturbildende Rahmenbedingungen ökonomischen Handelns definiert und ihre Bedeutung im Kontext der Immobilienwirtschaft diskutiert. Eine systematische Kategorisierung institutioneller Anleger erfolgt mit besonderem Fokus auf deren Rolle im Schweizer Markt. Dabei wird die Auswahl der drei im Zentrum stehenden Investorentypen – Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices – theoretisch begründet.

Für jede dieser Gruppen werden die wesentlichen Merkmale – Auftrag, regulatorischer Rahmen, Asset Allocation und Governance – vergleichend dargestellt. Eine abschliessende Einordnung verknüpft die theoretischen Erkenntnisse mit den eingangs formulierten Forschungsfragen und schafft damit die konzeptionelle Grundlage für die anschliessende empirische Untersuchung.

2.1 Neue Institutionenökonomik (NIÖ)

2.1.1 Ursprung

In den letzten Jahrzehnten hat sich das Konzept der Institutionen als zentrales Element wirtschaftswissenschaftlicher und politischer Diskurse etabliert. Globale Krisen wie die Finanzkrise von 2008, die Transformation ehemals planwirtschaftlicher Systeme sowie Strukturanpassungsprogramme in Entwicklungsländern haben verdeutlicht, dass institutionelle Rahmenbedingungen eine wesentliche Voraussetzung für wirtschaftliches Wachstum, Stabilität und nachhaltige Entwicklung darstellen (Meramveliotakis, 2020, S. 345).

Diese Entwicklungen markieren einen Paradigmenwechsel in der ökonomischen Theorie. Anstatt makroökonomischer Steuerung oder technologischer Innovation rückt zunehmend die Frage in das Zentrum, wie institutionelle Strukturen das Verhalten von Akteuren prägen und damit ökonomische Ergebnisse beeinflussen. Institutionen gelten dabei

nicht mehr als blosser Hintergrund, sondern als aktive Gestaltungsfaktoren wirtschaftlicher Prozesse (Meramveliotakis, 2020, S. 346).

2.1.2 NIÖ als Weiterentwicklung der Neoklassik

Die NIÖ entstand in den 1970er-Jahren als kritische Weiterentwicklung der neoklassischen Theorie. Während die Neoklassik von vollständig rational handelnden Akteuren, vollständiger Information und vernachlässigbaren Transaktionskosten ausgeht, stellt die NIÖ institutionelle Rahmenbedingungen als zentrale Einflussfaktoren ökonomischen Handelns in den Vordergrund (Das Original: Gabler, Wirtschaftslexikon, 2018).

Obwohl sie den methodologischen Individualismus der Neoklassik beibehält, hinterfragt sie deren Grundannahmen kritisch und ergänzt sie um zentrale Kernelemente (Sotelo, 2025, S. 13):

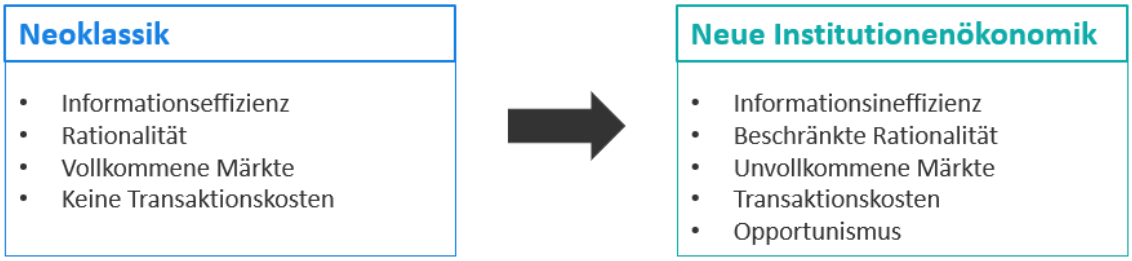


Abbildung 3: Weiterentwicklung NIÖ (in Anlehnung an Sotelo, 2025).

- **Informationsineffizienz**: Informationen sind ungleich verteilt, was Unsicherheit erzeugt und die Qualität wirtschaftlicher Entscheidungen beeinträchtigen kann.
- **Begrenzte Rationalität**: Akteure können Informationen nur eingeschränkt verarbeiten und sind in ihrer Entscheidungsfähigkeit kognitiv begrenzt.
- **Unvollkommene Märkte**: Märkte weichen vom Idealbild der vollständigen Konkurrenz ab, etwa durch Markteintrittsbarrieren, Preisverzerrungen oder fehlende Transparenz.
- **Transaktionskosten**: Wirtschaftliches Handeln ist mit Kosten für Suche, Verhandlung, Kontrolle und Durchsetzung von Verträgen verbunden.
- **Opportunismus**: Marktakteure handeln nicht zwangsläufig im gegenseitigen Interesse, sondern können strategisch eigennützig agieren – insbesondere bei asymmetrischer Informationslage.

Diese erweiterten Annahmen erlauben eine realitätsnähere Analyse wirtschaftlicher Prozesse und bieten zugleich einen theoretischen Rahmen zur Erklärung komplexer Marktphänomene (Sotelo, 2025, S.13).

Aufbauend auf den erweiterten Grundannahmen der NIÖ lassen sich spezifische Analyseinstrumente ableiten, die zentrale Steuerungsprobleme in wirtschaftlichen Beziehungen untersuchen. Dazu zählen unter anderem die Prinzipal-Agent-Theorie, die Transaktionskostentheorie sowie der Property-Rights Ansatz, die nachfolgend näher beschrieben werden (Das Original: Gabler, Wirtschaftslexikon, 2018).

2.1.3 Prinzipal-Agent Theorie

Die Prinzipal-Agent-Theorie untersucht wirtschaftliche Beziehungen, bei denen ein Auftraggeber (Prinzipal) einen Beauftragten (Agent) mit einer Aufgabe betraut, dessen Handlungen jedoch unvollständig beobachtbar sind. Diese Informationsasymmetrie kann zu Interessenkonflikten führen, wenn der Agent opportunistisch handelt und seine eigenen Ziele über die des Prinzipals stellt (Jensen & Meckling, 1976, S. 308–310).

Ein zentrales Problem vor Vertragsabschluss ist die «Adverse Selection» – die Gefahr, dass der Prinzipal mangels Informationen einen ungeeigneten Agenten auswählt. Nach Vertragsschluss entsteht zudem das Risiko der «Moral Hazard», bei dem der Agent Anreize hat, sich entgegen den Interessen des Prinzipals zu verhalten, da sein Verhalten nicht vollständig überwacht werden kann (Akerlof, 1970, S. 489).

Diese Konstellation erzeugt sogenannte Agenturkosten (Teil der Transaktionskosten, vgl. Kapitel 2.1.4), die sich aus Kontrollmassnahmen, Anreizsystemen und potenziellen Ineffizienzen ergeben. In der Immobilienwirtschaft treten diese Probleme insbesondere bei der Delegation von Aufgaben an externe Verwalter oder Investmentmanager auf, z. B. wenn Eigentümer die Qualität von Managemententscheidungen nicht direkt nachvollziehen können (Kämpf-Dern & Pfnür, 2021, S. 26).

2.1.4 Transaktionskostentheorie

Die Transaktionskostentheorie, begründet von Ronald Coase (1937) und weiterentwickelt durch Oliver Williamson (1985), widmet sich der Frage, welche Organisationsform – Markt, Hierarchie oder Hybrid – bei gegebenen Bedingungen am effizientesten ist. Dabei wird angenommen, dass Akteure begrenzt rational handeln und potenziell opportunistisch sind, was Transaktionskosten verursacht (Williamson, 1985, S. 20–25).

Diese Kosten entstehen durch Informationsbeschaffung, Vertragsverhandlungen, Überwachung und Anpassung – folglich bei jedem wirtschaftlichen Austausch. Die Höhe der Transaktionskosten hängt dabei insbesondere von der Transaktionsspezifität, Unsicherheit und Häufigkeit der Transaktionen ab (Richter & Furubotn, 2010, S. 65-69).

In der Immobilienpraxis hilft der Ansatz bei der Beurteilung von Make-or-Buy-Entscheidungen, etwa ob Leistungen wie das Portfoliomanagement, Facility Management oder die Projektentwicklung intern organisiert oder an externe Dienstleister vergeben werden sollten. Das Ziel ist stets die Minimierung der Gesamtkosten der Leistungserbringung (Kämpf-Dern & Pfnür, 2021, S. 26).

2.1.5 Property-Rights-Ansatz

Der Property-Rights-Ansatz (auch: Theorie der Eigentumsrechte) fokussiert sich auf die Zuordnung und Durchsetzung von Verfügungsrechten an ökonomischen Gütern. Ein klar definiertes und durchsetzbares Eigentumsrecht ist nach dieser Theorie entscheidend für effizientes wirtschaftliches Handeln, da es Anreize für werterhaltendes Verhalten, Investitionen und Innovation schafft (Demsetz, 1967, S. 347–349).

Verfügungsrechte umfassen nach Furubotn und Pejovich (1972, S. 1’142) insbesondere:

- das Recht zur Nutzung (usus),
- zur Aneignung von Erträgen (usus fructus),
- zur Veränderung oder Veräusserung (abusus),
- sowie das Recht, andere von der Nutzung auszuschliessen.

In institutionellen Kontexten – etwa in Unternehmen oder Märkten – ist nicht nur die rechtliche Zuweisung, sondern ebenso die tatsächliche Durchsetzbarkeit von Rechten entscheidend. In der Immobilienwirtschaft spielt dies unter anderem bei der Aufteilung von Nutzungs- und Entscheidungsrechten zwischen Eigentümern, Mietern, Entwicklern und Betreibern eine zentrale Rolle. Unklare oder fragmentierte Property Rights können zu ineffizienter Nutzung, Unterinvestition oder Konflikten führen (Das Original: Gabler, Wirtschaftslexikon, 2018).

2.1.6 Einbettung im Kontext der Immobilienbranche

Die NIÖ bietet für die Analyse der Immobilienwirtschaft ein besonders geeignetes theoretisches Fundament, da diese Branche durch komplexe, langfristige und stark regulierte Austauschbeziehungen geprägt ist. Die Vielzahl involvierter Akteure – darunter Eigentümer, Mieter, Investoren, Entwickler, Betreiber und Behörden – führt zu ausgeprägten

Informationsasymmetrien, unvollständigen Verträgen und hohen Koordinationskosten (Pfnür, 2019, S. 31–32).

Insbesondere im institutionellen Immobiliensektor, in dem umfangreiche Vermögenswerte über lange Zeiträume hinweg bewirtschaftet werden, ist das Verständnis der Steuerungsprobleme zwischen Auftraggebern und Dienstleistern zentral. Die Prinzipal-Agent-Theorie hilft dabei, Rollenverteilungen und Anreizsysteme in Mandatsverhältnissen, z. B. zwischen Eigentümer und Asset Manager, zu analysieren und effizient zu gestalten (Schulte, 2020, S. 94).

Die Transaktionskostentheorie bietet ein wertvolles Instrument zur Beurteilung von Organisationsformen. Insbesondere bei Entscheidungen, ob Aufgaben wie das Facility Management, die Projektsteuerung oder die Vermietung intern erfolgen oder ausgelagert werden sollen, liefert sie analytische Orientierung (Williamson, 1985, S. 20–25). Die Minimierung von Koordinationskosten und die Vermeidung opportunistischen Verhaltens sind dabei zentrale Zielgrössen.

Property-Rights-Ansatz besitzt ebenfalls hohe Relevanz: Eigentums- und Nutzungsrechte an Immobilien sind nicht nur rechtlich, sondern gleichzeitig ökonomisch entscheidend. Unklare oder ineffizient verteilte Verfügungsrechte – etwa in PPP-Strukturen, Erbbaurechten oder bei der gemeinsamen Entwicklung grosser Areale – können zu Marktversagen, Investitionszurückhaltung oder Konflikten zwischen Stakeholdern führen (Demsetz, 1967, S. 347–349; Richter & Furubotn, 2003, S. 5–7).

Die nachfolgende Tabelle 1 fasst die drei zentralen Theoriestränge der Neuen Institutionenökonomik und ihre spezifischen Anwendungen in der Immobilienwirtschaft zusammen. Sie verdeutlicht, wie jede der theoretischen Perspektiven unterschiedliche, aber komplementäre Beiträge zur Analyse und Lösung immobilienwirtschaftlicher Steuerungsprobleme leistet.

Theorie	Kernaussage	Anwendung Immobilien
Prinzipal-Agent-Theorie	Analyse von Interessenskonflikten bei asymmetrischer Information zwischen Prinzipal und Agent	Steuerung von Mandatsverhältnissen (z. B. Asset/Property Management)
Transaktionskostentheorie	Beurteilung effizienter Organisationsformen auf Basis von Transaktionskosten	Make-or-Buy-Entscheidungen bei Dienstleistungen (z. B. FM, Vermietung)
Property-Rights Ansatz	Effizienz durch klare Zuordnung und Durchsetzung von Eigentumsrechten	Gestaltung von Nutzungsrechten in komplexen Eigentums- oder Entwicklungsstrukturen

Tabelle 1: Institutionenökonomik in der Immobilienwirtschaft (eigene Darstellung).

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die NIÖ einen theoretisch fundierten Bezugsrahmen bietet, um immobilienwirtschaftliche Strukturen, Entscheidungen und Steuerungsmechanismen differenziert zu verstehen und praxisnah zu optimieren. Ihre Anwendung ist besonders dort hilfreich, wo langfristige Bindungen, asymmetrische Informationen und komplexe Verfügungsrechte die ökonomische Realität bestimmen – und dies ist in der Immobilienbranche flächendeckend der Fall.

2.2 Institutionelle Investoren

2.2.1 Definition und Zweck

Institutionen im Allgemeinen bilden gemäss NIÖ die zentralen Rahmenbedingungen für das wirtschaftliche Handeln (Meramveliotakis, 2020, S. 346). Nee und Ingram (1998) definieren Institutionen als ein System miteinander verknüpfter, formgebundener (formaler) und formungebundener (informeller) Regeln und Normen einschliesslich der Vorkehrungen zu deren Durchsetzung (S. 19).

Sie verfolgen das Ziel, individuelles Verhalten durch Regeln, Normen und Erwartungsstrukturen in bestimmte Bahnen zu lenken. Gelingt ihnen dies, tragen sie wesentlich zur Stabilisierung sozialer und ökonomischer Interaktionen bei, indem sie Unsicherheiten im zwischenmenschlichen und wirtschaftlichen Handeln reduzieren. In funktionaler Hinsicht definieren Institutionen somit die Anreiz- und Handlungsbedingungen, innerhalb derer Entscheidungen getroffen werden, und prägen dadurch die Struktur und Dynamik von Gesellschaften und insbesondere von Wirtschaftssystemen (North, 1994, S. 359).

Institutionelle Anleger sind juristische oder organisatorische Einheiten, die im Auftrag Dritter systematisch Kapital anlegen – typischerweise mit dem Ziel langfristiger Erträge bei begrenztem Risiko (Canessa et al., 2018, S. 5). Nach Kloess (1999) lassen sich institutionelle Investoren vor allem dadurch charakterisieren, dass sie als juristische Personen auftreten, deren Mitarbeitende über spezialisierte Kenntnisse in der Vermögensverwaltung verfügen. Ihre Kapitalanlage erfolgt treuhänderisch im Auftrag Dritter und ist typischerweise auf definierte Ziele wie Rendite, Sicherheit und Liquidität ausgerichtet. Zudem sind sie häufig mit anderen Institutionen vernetzt und handeln im Rahmen eines eindeutig bestimmten Zwecks sowie eines festgelegten Zeithorizonts (S. 11).

2.2.2 Kategorisierung durch Merkmale

Institutionelle Anleger können weiter anhand verschiedener Kriterien vertieft klassifiziert werden (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 266-270):

1. **Regulierungsgrad**
   Institutionelle Investoren unterliegen unterschiedlichen regulatorischen Rahmenbedingungen, die ihre Anlagestrategien beeinflussen.

2. **Zielsetzung**
   Die Anlageziele institutioneller Investoren variieren je nach ihrer Funktion und den Erwartungen ihrer Stakeholder. Einige streben primär Kapitalerhalt und stabile Erträge an, während andere auf maximale Rendite fokussiert sind.

3. **Finanzierungsstruktur**
   Die Herkunft der investierten Mittel unterscheidet sich zwischen den institutionellen Investoren. Einige verwalten ausschliesslich Eigenmittel, während andere ebenso Drittmittel, beispielsweise Beiträge von Versicherten oder Einlagen von Kunden, investieren.

4. **Governance-Struktur**
   Die internen Entscheidungsprozesse und Kontrollmechanismen variieren erheblich. Während einige Institutionen über komplexe Governance-Strukturen mit Investmentkomitees verfügen, treffen andere Entscheidungen zentralisiert durch einzelne Entscheidungsträger.

5. **Anlagestrategie**
   Institutionelle Investoren verfolgen verschiedene Anlagestrategien, die von konservativen Ansätzen mit Fokus auf stabile Erträge bis hin zu opportunistischen Strategien mit höherem Risiko reichen. Die Wahl der Strategie hängt von Faktoren wie Risikobereitschaft, Marktkenntnis und den spezifischen Anlagezielen ab.

Diese Klassifikationen sind entscheidend für das Verständnis des Verhaltens institutioneller Investoren am Immobilienmarkt. Sie beeinflussen nicht nur die Auswahl der Investitionsobjekte, sondern gleichzeitig die Art und Weise, wie Investitionen strukturiert und verwaltet werden (North, 1994, S. 359).

2.2.3 Rolle im Schweizer Immobilienmarkt

Institutionelle Anleger prägen die Angebotsstruktur, Preisbildung und Investmentdynamik des Schweizer Immobilienmarktes nachhaltig. Ihre Investitionsentscheidungen sind langfristig orientiert, folgen meistens klar definierten Strategien und wirken stabilisierend – insbesondere in Zeiten wirtschaftlicher Unsicherheit (Goldstein et al., 2024, S. 25).

In den letzten Jahren hat sich ein deutlicher Rückzug privater Bauherren beobachten lassen, was dazu geführt hat, dass institutionelle Akteure zunehmend die Rolle als Investoren und Entwickler übernommen haben. Gemäss Fleury et al. (2024) wird mittlerweile nur noch etwa jede zehnte neue Mietwohnung von privaten Bauherren geplant – vor zwanzig Jahren war es noch jede fünfte (S. 19).

Diese Entwicklung ist unter anderem auf die steigende Komplexität von Bauprojekten sowie auf regulatorische und wirtschaftliche Herausforderungen zurückzuführen. Institutionelle Investoren verfügen über die erforderlichen Ressourcen, Know-how und Skaleneffekte, um auch unter schwierigen Rahmenbedingungen aktiv zu bleiben. Ihre professionelle Struktur ermöglicht es ihnen, in einem herausfordernden Umfeld effizient zu agieren und so Marktanteile zu gewinnen (Gerbl, 2024).

Die Eigentümerstruktur der Mietwohnungen in der Schweiz spiegelt diesen Wandel wider. Während der Anteil privater Eigentümer in den letzten Jahren rückläufig war, übernehmen institutionelle Investoren (nachfolgend abgebildet in der Kategorie «Andere») einen zunehmend grösseren Anteil und nehmen somit eine wachsende Bedeutung im Immobilienmarkt ein:

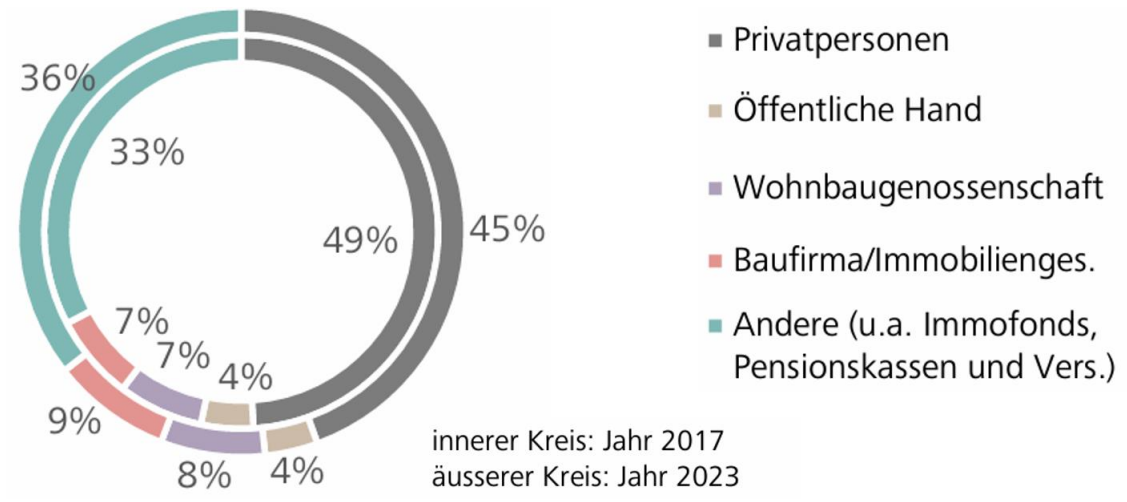


Abbildung 4: Immobilienmarkt Schweiz, Eigentümerstruktur Mietwohnungen (Fleury et al., 2024, S. 20).

Insgesamt tragen institutionelle Anleger damit nicht nur zur Stabilität des Marktes bei, sondern verstärken durch ihre Präsenz zeitgleich den Wettbewerb um renditestarke Objekte. Diese Dynamik führt zu Preissteigerungen, aber auch zu einer zunehmenden Segmentierung und Spezialisierung innerhalb des Marktes (Fleury et al., 2024, S. 20).

Die zunehmende Marktbedeutung institutioneller Investoren wirft die Frage auf, welche spezifischen Akteursgruppen diese Kategorie prägen. Abbildung 5 stellt eine Übersicht der Arten der Immobilieninvestoren, bzw. spezifisch der Arten der institutionellen Investoren, zur Einordnung dar.

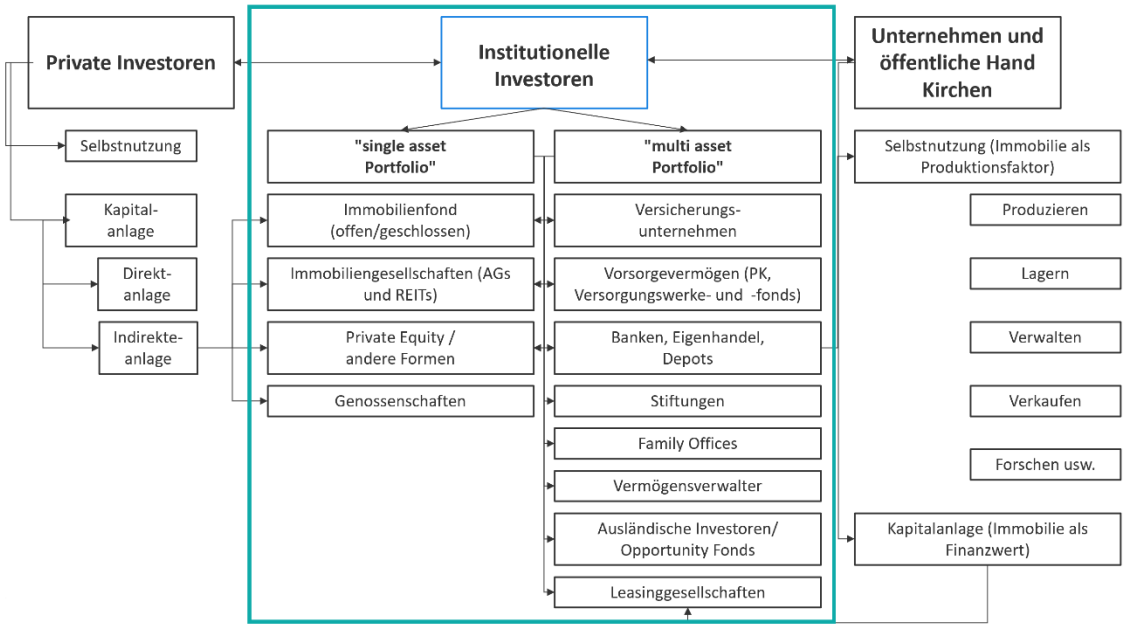


Abbildung 5: Arten von Investoren (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 268).

Bei differenzierter Betrachtung der Arten der institutionellen Investoren zeigt sich, dass sich der wertmässige Anteil der institutionellen Eigentümer am Schweizer Wohnimmobilienmarkt zu grossen Teilen auf einige zentrale Investorentypen verteilt. Gemäss einer Analyse vom Bundesamt für Umwelt (2015) entfallen rund 41 % des institutionellen Wohnimmobilienbestands auf Pensionskassen, 25 % auf Versicherungen, 17 % auf Anlagestiftungen, 14 % auf Immobilienfonds sowie rund 3 % auf börsenkotierte Immobiliengesellschaften. Diese Gruppen unterscheiden sich sowohl hinsichtlich ihrer Anlagestrategien und Organisationsformen als auch in Bezug auf ihre Entscheidungswege und Risikopräferenzen (S. 4).

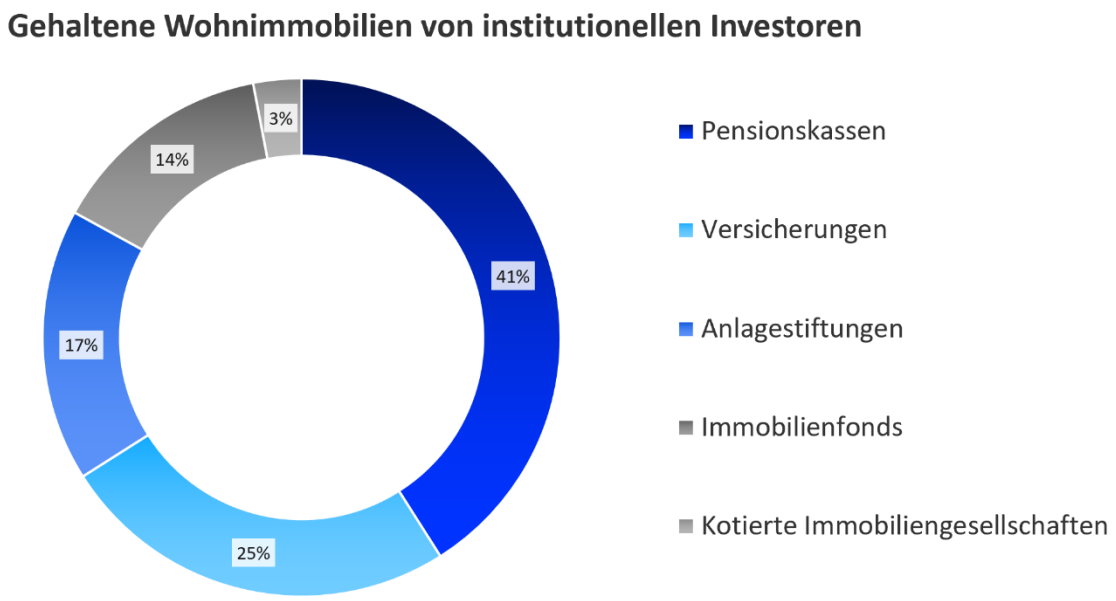


Abbildung 6: Anteile institutioneller Anleger an vermieteten Wohnliegenschaften (in Anlehnung an Bundesamt für Umwelt, 2015, S. 4).

Die Einordnung dieser Investorentypen bildet die Grundlage, um im nächsten Schritt deren spezifische Charakteristika, Strategien und Rollen im Schweizer Immobilienmarkt vertieft zu analysieren.

2.2.4 Forschungsfokus

Bereits der Begriff der «Institution» wird in der Literatur uneinheitlich aufgefasst (Arrow, 1970, S. 224; Meramveliotakis, 2020, S. 346). Ähnlich verhält es sich mit der Definition institutioneller Investoren. Trotz erheblicher Unterschiede in Regulierungsgrad, Governance und Anlagestrategie (Fahrländer & Kloess, 2024, S. 266–270) werden sie im Marktgeschehen häufig als homogene Gruppe betrachtet.

Ihr Einfluss auf den Schweizer Immobilienmarkt wächst stetig – angetrieben von zunehmender Regulierung, Professionalisierung und einem Rückzug privater Investoren (Fleury et al., 2024, S. 19–20). Besonders Pensionskassen und Versicherungen dominieren heute den Bestand institutionell gehaltener Wohnimmobilien, während Family Offices als flexible, unregulierte Akteure kontinuierlich an Bedeutung gewinnen (Gerbl, 2024, S. 2; Bundesamt für Umwelt, 2015, S. 4).

Wie bereits erwähnt, konzentriert sich vor diesem Hintergrund diese Arbeit gezielt auf drei Investorentypen: Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices. Die nächsten Kapitel beleuchten deren spezifische Merkmale, Zielsetzungen und Handlungslogiken und liefern damit eine empirisch fundierte Grundlage für den anschliessenden Vergleich.

2.3 Pensionskassen

2.3.1 Auftrag und Zielsetzung

Pensionskassen sind zentrale Institutionen der beruflichen Vorsorge und bilden einen Teil der Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (2. Säule) im Schweizer Sozialsystem. Sie sichern zusammen mit der AHV und der privaten Vorsorge das Einkommen nach der Pensionierung sowie bei Invalidität oder Tod ab. Ihr Zweck ist es, den Versicherten auch im Ruhestand ein angemessenes Einkommen zu garantieren, um den gewohnten Lebensstandard weitgehend zu erhalten (Bundesamt für Statistik BFS, 2025).

Die berufliche Vorsorge ist für Arbeitnehmende mit einem Mindesteinkommen obligatorisch. Arbeitgeber sind verpflichtet, ihre Mitarbeitenden bei einer Pensionskasse zu versichern, während Selbstständigerwerbende freiwillig teilnehmen können (Bundesamt für Statistik BFS, 2014). Gemäss der Pensionskassenstatistik 2022 verwalten rund 1'300 Vorsorgeeinrichtungen ein Vermögen von über 1'000 Milliarden Schweizer Franken. Insgesamt zählen sie etwa 4,6 Millionen aktiv Versicherte sowie rund 800'000 Rentenbeziehende (BFS, 2024, S. 7).

Das Funktionsprinzip der Pensionskassen beruht auf dem Kapitaldeckungsverfahren (vgl. Abbildung 7). Berufstätige Personen (2) und ihre Arbeitgeber (1) zahlen Beiträge ein, die zusammen mit den darauf erzielten Kapitalerträgen (3) das individuelle Altersguthaben bilden. Dieses Guthaben wird bei der Pensionierung entweder als lebenslange Rente oder auf Wunsch als Kapitalauszahlung an die versicherte Person ausbezahlt (Fusetti, 2025, S. 13).

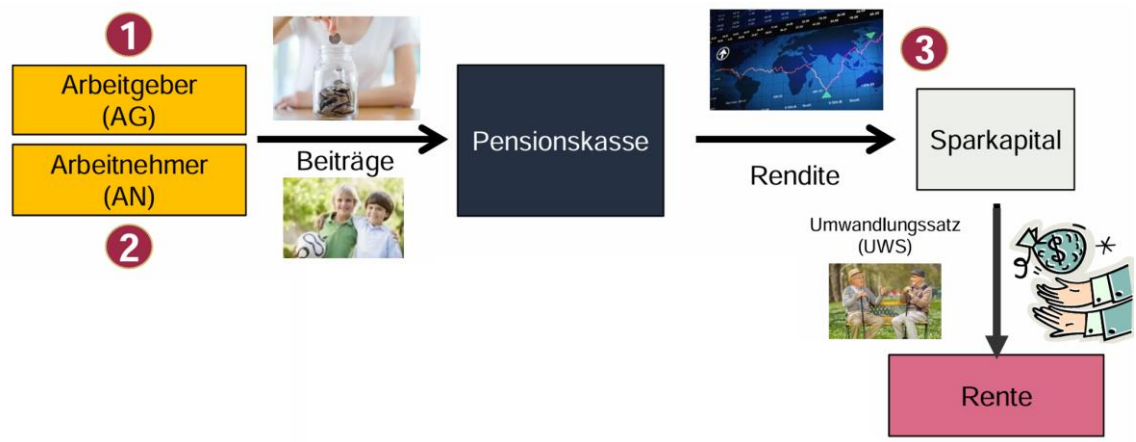


Abbildung 7: Funktionsweise einer Pensionskasse (Fusetti, 2025, S. 13).

Zusammengefasst bildet die Pensionskasse neben der AHV das Rückgrat der Altersvorsorge in der Schweiz. Ihre Aufgaben umfassen den Schutz vor Einkommensverlust im Alter und bei Invalidität sowie die Förderung einer angemessenen Lebensqualität für Pensionierte durch eine lebenslange oder einmalige Auszahlung.

2.3.2 Rechtliche Regulationen

Pensionskassen sind in der Schweiz stark reguliert. Ihre Tätigkeit unterliegt mehreren gesetzlichen Grundlagen, insbesondere der Bundesverfassung (BV, Art. 113), dem Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG, Art. 1 ff.) sowie der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2). Diese Normen definieren die Rahmenbedingungen für Organisation, Anlagetätigkeit sowie Transparenz- und Berichterstattungspflichten der Pensionskassen (AXA, 2023).

Gemäss der Bundesverfassung (Art. 113) ist die berufliche Vorsorge (2. Säule) verpflichtend ausgestaltet. Das BVG konkretisiert diese Vorgaben und regelt unter anderem die zulässige Asset Allocation, die Risikoverteilung sowie die Anforderungen an die finanzielle Stabilität von Vorsorgeeinrichtungen. Besonders die Bestimmungen der BVV 2 (Art. 55) legen detaillierte Limite für die Investitionstätigkeit fest, etwa für Aktien (maximal 50 % des Vermögens), Immobilien (maximal 30 %) oder alternative Anlagen (maximal 15 %) (BVV 2).

2.3.3 Asset Allocation

Die rund 1'300 Pensionskassen in der Schweiz verwalten ein Vermögen von rund einer Billion Franken (vgl. Kapitel 2.3.1). Im Jahr 2022 verteilte sich die strategische Asset Allocation im Durchschnitt auf 28,9 % Aktien, 27,1 % Obligationen, 23,6 % Immobilien sowie 8,8 % alternative Anlagen. Die breite Streuung der Anlagen folgt dem Prinzip der Diversifikation und dient der Absicherung langfristiger Verpflichtungen gegenüber den Versicherten (BFS, 2024, S. 7).

Immobilien spielen dabei eine zentrale Rolle. Aufgrund ihrer Werthaltigkeit und der Stabilität der Erträge sind Immobilienanlagen bei Schweizer Vorsorgeeinrichtungen äusserst beliebt. 99,7 % aller Vorsorgeeinrichtungen investieren direkt in Schweizer Immobilien. Damit bilden Immobilien neben Aktien und Obligationen die dritte tragende Säule vieler Anlageportfolios (Gruber & Engeli, 2024, S. 3).

Die hohe Immobilienquote spiegelt sich zudem in weiteren Studien wider. Gemäss der Swisscanto (ZKB) Pensionskassenstudie 2023 stieg die durchschnittliche

Immobilienquote mit 27 % auf ein historisches Rekordhoch, während die Aktien- und die Obligationenquote marktbedingt leicht sanken. Dies verdeutlicht den Trend, dass Pensionskassen vermehrt auf illiquide Anlagen wie Immobilien und Infrastruktur setzen, um die Schwankungen an den Finanzmärkten besser abzufedern (S. 9).

Diese bewusste Gewichtung von Immobilienanlagen trägt wesentlich zur Erfüllung der Hauptaufgabe der beruflichen Vorsorge bei: der Deckung langfristiger Rentenverpflichtungen. Durch ihre stabilen und planbaren Erträge leisten Immobilieninvestitionen einen bedeutsamen Beitrag zur finanziellen Nachhaltigkeit der Pensionskassen (Fusetti, 2025, S. 8).

Insgesamt zeigt sich, dass Schweizer Pensionskassen ihre Asset Allocation kontinuierlich anpassen, um den Herausforderungen eines sich wandelnden wirtschaftlichen Umfelds – wie Inflation, Zinsschwankungen und geopolitischen Unsicherheiten – wirksam zu begegnen. Dabei bleibt die strategische Balance zwischen Sicherheit, Rendite und Liquidität zentral (PPCmetrics, 2024, S. 10-11).

2.3.4 Governance

Pensionskassen in der Schweiz sind in der Regel als eigenständige privatrechtliche Stiftungen organisiert. Ihr oberstes Führungsorgan, der paritätisch zusammengesetzte Stiftungsrat, übernimmt die Gesamtleitung. Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertreter wirken gleichberechtigt an der strategischen Ausrichtung und der nachhaltigen Führung der Vorsorgeeinrichtung mit (Swisscanto by ZKB, 2023, S. 9; Fusetti, 2025, S. 12).

Der Stiftungsrat legt die strategischen Leistungsziele und die Anlagestrategie fest, wählt externe Vermögensverwalter aus und überwacht deren Tätigkeit. Grundlage aller Entscheidungen bildet eine umfassende Risikobeurteilung im Rahmen des Asset-Liability-Managements (ALM), das die Sicherstellung eines ausgewogenen Verhältnisses zwischen Anlagen und Verpflichtungen zum Ziel hat (Fusetti, 2025, S. 18-23).

Im Zuge der zunehmenden Bedeutung nachhaltiger Finanzierungen integrieren immer mehr Pensionskassen ESG-Kriterien in ihre Anlagestrategien. Bereits 37 % der Einrichtungen haben entsprechende Grundsätze verbindlich in ihren Reglementen verankert (Swisscanto by ZKB, 2023, S. 4), womit sie Verantwortung für eine nachhaltige Entwicklung übernehmen.

2.4 Versicherungen

2.4.1 Auftrag und Zielsetzung

Versicherungen sind zentrale Akteure im Schweizer Finanz- und Sozialsystem. Ihr Auftrag besteht darin, Einzelpersonen und Unternehmen gegen die finanziellen Folgen unerwarteter Ereignisse abzusichern und so einen wesentlichen Beitrag zur wirtschaftlichen und sozialen Stabilität zu leisten (FINMA, 2023, S. 2). Durch die Übernahme definierter Risiken gegen Zahlung von Prämien verpflichten sich Versicherungsunternehmen zur Leistung im Schadensfall.

Gemäss der FINMA wird der Versicherungsmarkt in drei Hauptkategorien unterteilt:

- **Lebensversicherungsunternehmen**:
  Sie sichern biometrische Risiken wie Tod, Invalidität und Langlebigkeit ab. Hauptprodukte sind Todesfallversicherungen, Erwerbsunfähigkeitsversicherungen sowie Altersvorsorgeprodukte wie Kapital- und Rentenversicherungen (FINMA, 2023, S. 10).

- **Nichtlebensversicherungsunternehmen**:
  Diese decken Sachschäden, Haftpflichtansprüche und Vermögensschäden ab. Typische Produkte sind Hausrat-, Gebäude- oder Motorfahrzeugversicherungen sowie Unfall- und Zusatzkrankenversicherungen (FINMA, 2023, S. 26).

- **Rückversicherungsunternehmen**:
  Rückversicherer versichern andere Versicherungsunternehmen und übernehmen einen Teil der von diesen eingegangenen Risiken. Damit tragen sie wesentlich zur Stabilität und Risikostreuung innerhalb des Finanzsystems bei (FINMA, 2023, S. 36).

Die Kapitalanlagen der schweizerischen Versicherungsunternehmen beliefen sich Ende 2023 auf insgesamt rund 528 Milliarden Franken. Davon entfielen 53,6 % auf Lebensversicherungsunternehmen, 28,2 % auf Nichtlebensversicherungsunternehmen und 18,2 % auf Rückversicherungsunternehmen (FINMA, 2023, S. 8).

Diese Kapitalbasis macht die Versicherungsbranche zu einem bedeutenden institutionellen Investor auf dem Schweizer Kapital- und Immobilienmarkt.

2.4.2 Rechtliche Regulationen

Versicherungen sind in der Schweiz stark reguliert. Grundlage der Aufsicht ist das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), das zusammen mit der Aufsichtsverordnung (AVO)

Anforderungen an die Geschäftstätigkeit und die Anlagetätigkeit von Versicherungsunternehmen definiert (FINMA, 2023a; Fedlex, 2024a).

Überwacht werden die Versicherungsunternehmen durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA), die deren Solvenz und Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben sicherstellt (FINMA, 2023a).

Ein zentrales Element der Regulierung betrifft die Verwaltung des gebundenen Vermögens. Dieses dient der Sicherstellung der Ansprüche der Versicherten und unterliegt spezifischen Anlagevorgaben. So dürfen Immobilien und Hypotheken zusammen maximal 35 % des gebundenen Vermögens ausmachen. Für risikoreichere Anlageklassen gelten zusätzliche Einschränkungen (Fedlex, 2024b).

Ähnlich wie bei Pensionskassen gibt es demnach für Versicherungen klare Anlagevorschriften. Während bei Pensionskassen die BVV 2 gilt, spezifiziert die AVO die Vorgaben für Versicherungen detaillierter je nach Risiko und Sparte (Fedlex, 2024b).

Mit der Revision des VAG und der AVO per 1. Januar 2024 wurden die Anforderungen an die Solvenz (Schweizer Solvenztest, SST) nochmals verschärft und der Schutz der Versicherten gestärkt (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023, S. 94).

Neben dem VAG sind das Versicherungsvertragsgesetz (VVG) und das Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) von zentraler Bedeutung für die Regulierung des Versicherungssektors (FINMA, 2023a; Fedlex, 2024c).

2.4.3 Asset Allocation

Versicherungsunternehmen gehören mit ihren Kapitalanlagen im Umfang von rund 528 Milliarden Franken zu den grössten institutionellen Anlegern in der Schweiz. Ihre Anlagestrategien sind geprägt von strengen Anforderungen an Sicherheit, Liquidität und Rentabilität (FINMA, 2023, S. 8; FINMA, 2023a).

Die folgende Abbildung 8 zeigt die Verteilung der Kapitalanlagen über alle Versicherungskategorien hinweg.

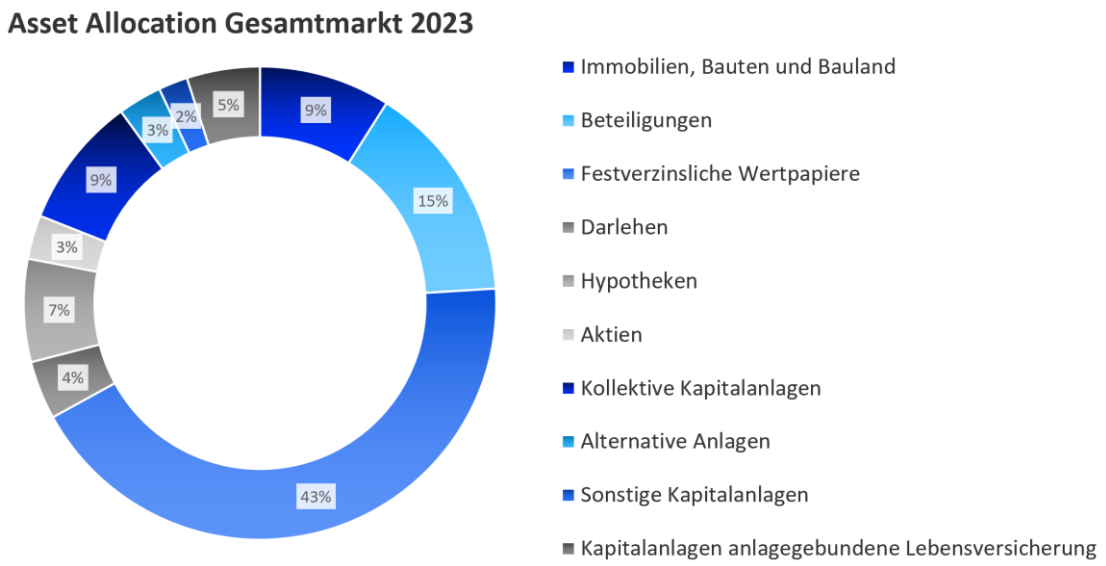


Abbildung 8: Asset Allocation Gesamtkapitalmarkt 2023, Versicherungen (in Anlehnung an: FINMA, 2023, S. 9).

Festverzinsliche Wertpapiere dominieren mit 43 % das Portfolio, gefolgt von Beteiligungen mit 15 % und Immobilienanlagen mit 9 %. Risikoreichere Anlageklassen wie Aktien und alternative Anlagen bleiben anteilsmässig begrenzt, was die konservative Ausrichtung der Branche widerspiegelt (FINMA, 2023, S. 8-9).

Die Asset Allocation variiert je nach Versicherungsart deutlich. Lebensversicherungsunternehmen investieren rund 14 % ihrer Kapitalanlagen in Immobilien, um stabile und inflationsgeschützte Erträge für ihre langfristigen Verpflichtungen zu erzielen (FINMA, 2023, S. 12). Bei Nichtlebensversicherungsunternehmen liegt der Anteil bei etwa 9 %, da ihre kürzere Verpflichtungsdauer eine höhere Liquidität erfordert (FINMA, 2023, S. 28). Rückversicherer halten keine direkten Immobilienanlagen (0 %), da sie im Schadensfall kurzfristig hohe Summen auszahlen müssen und Immobilien aufgrund ihrer geringen Liquidität hierfür ungeeignet sind (FINMA, 2023, S. 38).

Insgesamt zeigt sich, dass Immobilien insbesondere für Lebensversicherer eine bedeutende Rolle spielen, während Rückversicherer auf eine maximale Liquidität ihrer Anlagen angewiesen sind.

2.4.4 Governance

Die Governance der Versicherungsunternehmen in der Schweiz basiert auf dem Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) und dem Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) (FINMA, 2023a; Fedlex, 2024c). Der Verwaltungsrat trägt die Verantwortung für die

Einhaltung der gesetzlichen Vorgaben, die Risikopolitik sowie die Überwachung der Kapitalanlagen. Zudem müssen Versicherer ein funktionierendes internes Kontrollsystem (IKS) betreiben und alle wesentlichen Risiken systematisch erfassen und steuern (FINMA, 2023a).

Mit der Revision der aufsichtsrechtlichen Vorgaben per 1. Januar 2024 wurden die Anforderungen an Governance-Strukturen gezielt verschärft. Im Fokus stehen seither insbesondere die Anforderungen an Transparenz, die Vermeidung von Interessenkonflikten sowie die Qualifikation von Leitungsorganen (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2023, S. 94).

Diese Entwicklungen unterstreichen die Bedeutung einer soliden Governance für die langfristige Stabilität und das Vertrauen in den Schweizer Versicherungsmarkt.

2.5 Family Office

2.5.1 Auftrag und Zielsetzung

Family Offices gewinnen in der Vermögensverwaltung zunehmend an Bedeutung, insbesondere aufgrund ihrer Fähigkeit, komplexe Vermögensstrukturen generationenübergreifend zu steuern (Gerbl, 2024, S. 2). Sie werden definiert als Organisationen, die sich auf die Bewahrung, Vermehrung und Weitergabe von Familienvermögen konzentrieren und dabei Dienstleistungen wie Vermögensverwaltung, Steuerplanung, Reporting und Nachfolgeregelungen anbieten (Wessel, 2013, S. V).

Das Hauptziel eines Family Offices besteht darin, Vermögen langfristig zu erhalten und nachhaltig an die nächsten Generationen zu übertragen (Rivo-Lopez et al., 2021, S. 496). Meistens erfolgt dies über eine zentrale Verwaltungsstruktur, die das Vermögen gebündelt betreut (Sester, 2017, S. 5). Der Ursprung von Family Offices reicht in das frühe 20. Jahrhundert zurück, etwa mit den Rockefeller- und Morgan-Familien in den USA (Hagan, 2021, S. 7-9).

Weltweit wird die Zahl der Family Offices heute auf rund 10'000 geschätzt (Rosplock, 2020, S. 9), wobei Reiser (2022, S. 3) von einer Verzehnfachung seit 2010 ausgeht. Durch ihre Unabhängigkeit und die Möglichkeit zur Individualisierung unterscheiden sie sich deutlich von regulierten Investoren (Canessa et al., 2018, S. 7-8).

Family Offices können grundsätzlich in zwei Hauptstrukturen organisiert werden: als Single Family Office oder als Multi Family Office. Ein Single Family Office betreut exklusiv das Vermögen einer einzelnen Familie und bietet damit ein Höchstmass an Individualisierung und Kontrolle (Rosplock, 2020, S. 15). Multi Family Offices hingegen betreuen mehrere Familien gleichzeitig und nutzen dabei Skaleneffekte, um Dienstleistungen kosteneffizient bereitzustellen (Canessa et al., 2018, S. 22-23). Die Wahl der Struktur hängt wesentlich vom Vermögensvolumen und den Bedürfnissen der Familie ab. Während ein Single Family Office oftmals erst ab einem Vermögen von rund 100 bis 250 Millionen US-Dollar als wirtschaftlich sinnvoll gilt, bieten Multi Family Offices bereits ab geringeren Vermögensgrössen eine attraktive Alternative (UBS, 2021, S. 32-37).

2.5.2 Rechtliche Regulationen

Im Gegensatz zu anderen institutionellen Anlegern wie Pensionskassen oder Versicherungen unterliegen Family Offices in der Schweiz keiner spezifischen gesetzlichen Regulierung. Weder das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) noch das Kollektivanlagengesetz (KAG) finden Anwendung, solange sie ausschliesslich das Vermögen einer einzelnen Familie verwalten (Fedlex, 2018; FINMA, 2024).

Single Family Offices (SFO) werden rechtlich als interne Vermögensverwaltungseinheiten eingestuft und benötigen deshalb keine Bewilligung durch die FINMA (Canessa et al., 2018, S. 22-23). Erst wenn ein Family Office Vermögensverwaltungsdienstleistungen für externe Dritte anbietet, untersteht es dem Finanzinstitutsgesetz (FINIG) und ist bewilligungspflichtig (Fedlex, 2018; FINMA, 2024).

Die daraus resultierende regulatorische Freiheit erlaubt eine grosse Flexibilität bei der Strukturierung und Vermögensanlage, stellt jedoch gleichzeitig hohe Anforderungen an die interne Governance und das Risikomanagement (Gerbl, 2024, S. 3).

2.5.3 Asset Allocation

Family Offices zeichnen sich durch eine flexible und oft langfristig ausgerichtete Asset Allocation aus. Immobilien nehmen dabei traditionell eine zentrale Rolle ein. Gemäss Schmid und Winderl (2024) in «The Swiss Single Family Office Landscape» investieren Family Offices durchschnittlich etwa 15 % bis 20 % ihres Vermögens in direkte Immobilien (S. 46).

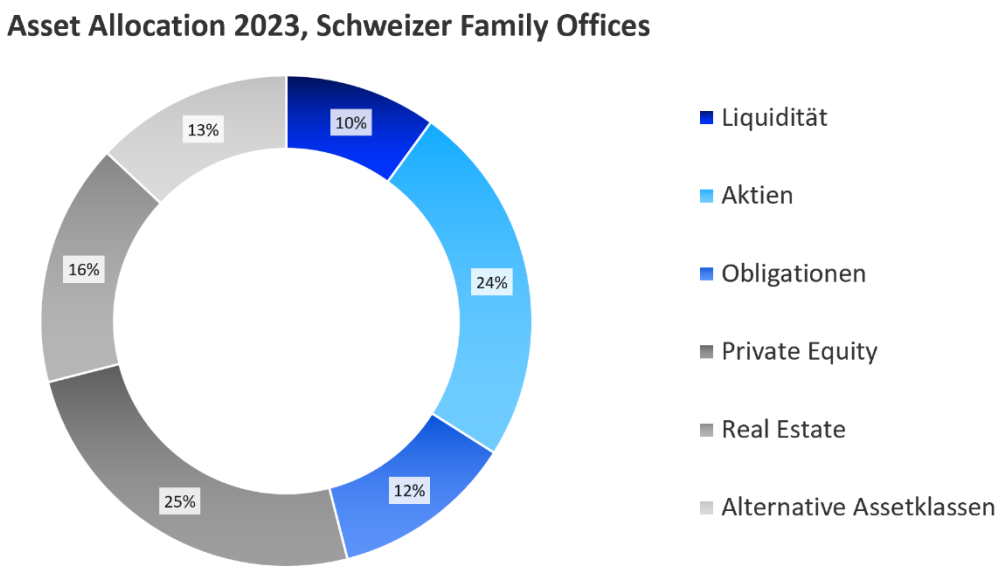


Abbildung 9: Asset Allocation 2023, Family Office (in Anlehnung an: Schmid & Winderl, 2024, S 46).

Weiter ist die Bereitschaft, in illiquide Anlagen wie Private Equity, Infrastruktur oder Direktbeteiligungen zu investieren, überdurchschnittlich hoch (Rosplock, 2020, S. 97). Die Asset Allocation wird häufig individuell an die Risikobereitschaft, Werte und Ziele der Familie angepasst, was zu einer grossen Bandbreite von konservativen bis opportunistischen Strategien führt (Hagan, 2021, S. 8).

Im Vergleich zu regulierten Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen, die strengen Anlagevorgaben unterliegen, erlaubt die hohe Flexibilität Family Offices eine stärkere Diversifikation und eine Fokussierung auf langfristige Wertsteigerung anstatt kurzfristige Liquidität.

2.5.4 Governance

Governance spielt für Family Offices eine entscheidende Rolle, da mit wachsendem Generationenwechsel zugleich die Anforderungen an Struktur, Transparenz und Nachfolgeregelungen steigen (Sester, 2017, S. 12). Die sogenannte Family Governance umfasst Regeln und Strukturen für die Führung und Entscheidungsfindung innerhalb der Familie (Canessa et al., 2018, S. 203).

Mit zunehmender Anzahl an Familienmitgliedern – insbesondere ab der zweiten und dritten Generation – steigt die Komplexität der Vermögensverwaltung (Rosplock, 2020, S. 295-296). Eine frühzeitige Einbindung der nachfolgenden Generationen sowie die Definition eines klaren «Mission Statements» und von Investitionsrichtlinien sind zentrale Erfolgsfaktoren für eine nachhaltige Governance (UBS, 2019, S. 71-73).

Eine grosse Herausforderung besteht darin, Governance-Strukturen widerstandsfähig und gleichzeitig anpassungsfähig an den Wandel der Generationen und die Gesellschaft zu gestalten (Faktor et al., 2013, S. 75). Family Offices, die dies frühzeitig institutionalisieren, können Konflikte vermeiden und die langfristige Stabilität der Familienstrategie sichern.

2.6 Theoretische Interpretationen im Kontext der Forschungsfragen

Die theoretische Fundierung der Arbeit (vgl. Kapitel 2.2–2.5) hat gezeigt, dass sich institutionelle Investoren – trotz scheinbarer Gemeinsamkeiten – in ihren Strukturen, Zielen und Handlungslogiken erheblich differieren. Während Pensionskassen und Versicherungen durch klare rechtliche Rahmenbedingungen und reglementierte Anlagestrategien geprägt sind (vgl. Kapitel 2.3 und 2.4), bewegen sich Family Offices in einem kaum regulierten Umfeld mit hoher Flexibilität und Individualität (vgl. Kapitel 2.5).

Gleichzeitig verdeutlicht die Analyse, dass bestehende Forschung sich bisher unzureichend mit der vergleichenden Betrachtung dieser Akteursgruppen im Kontext des Schweizer Immobilienmarktes auseinandergesetzt hat (Fleury et al., 2024; Gerbl, 2024). Insbesondere die Rolle von Family Offices bleibt weitgehend unerforscht, obwohl sie zunehmend Marktrelevanz erlangen.

Diese Erkenntnisse bestätigen die Relevanz der eingangs formulierten Forschungsfragen. Die Arbeit setzt genau hier an: Sie strebt an, die Unterschiede und Gemeinsamkeiten systematisch herauszuarbeiten, die spezifischen Anlage- und Entscheidungslogiken zu beleuchten und damit eine bestehende Forschungslücke zu schliessen.

3. Methodik und Datenerhebung

Im dritten Kapitel der Arbeit wird das methodische Vorgehen zur Beantwortung der Forschungsfragen dargelegt – von der Entwicklung und Durchführung einer quantitativen Online-Umfrage bis zur Sicherstellung der Datenqualität. Im Fokus stehen das Untersuchungsdesign, die Gestaltung des Fragebogens, die Auswahl der Stichprobe sowie Massnahmen zur Maximierung der Rücklaufquote und zur Prüfung der Repräsentativität.

3.1 Untersuchungsdesgin

3.1.1 Vorgehen

Aufbauend auf den theoretischen Grundlagen (vgl. Kapitel 2) und den definierten Forschungsfragen (vgl. Kapitel 1.2) wurde ein mehrstufiges Untersuchungsdesign konzipiert. Im Zentrum stand ein standardisierter Fragebogen, der zentrale Charakteristika institutioneller Investoren systematisch erfassen sollte. Ergänzend dazu erfolgte die strukturierte Erhebung von Kontaktdaten, um eine zielgerichtete Ansprache der relevanten Akteursgruppen zu gewährleisten.

Nach einem Pretest, der zu Anpassungen hinsichtlich Verständlichkeit und Struktur führte, wurde die Online-Befragung durchgeführt. Im Anschluss erfolgte die Überprüfung der Repräsentativität der Stichprobe sowie die Auswertung der Daten und die systematische Beantwortung der Forschungsfragen. Die nachfolgende Abbildung 10 veranschaulicht den Ablauf der Untersuchung:

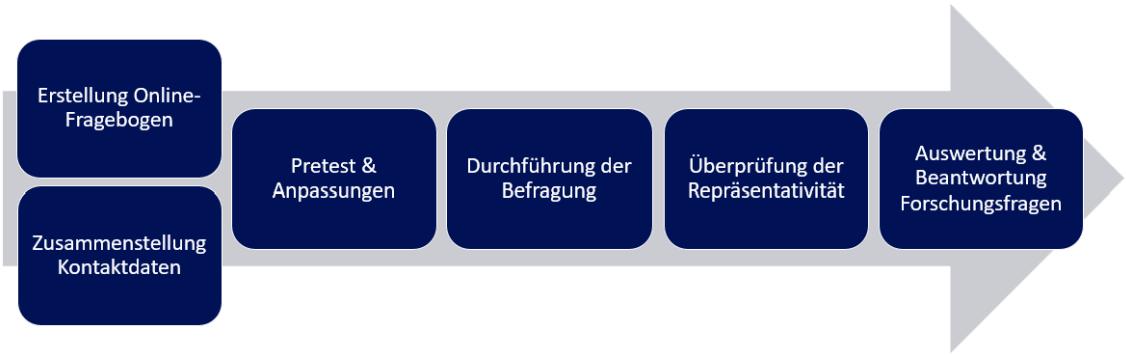


Abbildung 10: Phasen des methodischen Vorgehens (eigene Darstellung).

Zu Beginn der Erhebungen wurde zudem offengehalten, ergänzend Interviews durchzuführen, um etwaige Unklarheiten aus der Umfrage vertiefend zu klären. Aufgrund der hohen Rücklaufquote sowie Konsistenz und Aussagekraft der erhobenen quantitativen Daten erwies sich eine zusätzliche qualitative Erhebung jedoch als nicht notwendig.

3.1.2 Forschungsansatz – Quantitative Umfrage

Für die vorliegende Arbeit wurde ein quantitativer Forschungsansatz gewählt, um systematisch und objektiv numerische Daten zur Überprüfung der Forschungsfragen zu erheben. Quantitative Umfragen nutzen standardisierte Fragebögen mit überwiegend geschlossenen Fragen, wodurch eine vergleichbare und statistisch fundierte Analyse ermöglicht wird. Dabei ist insbesondere auf eine präzise Formulierung der Fragen, die Vermeidung von Suggestivfragen sowie die Sicherstellung einer angemessenen Rücklaufquote zu achten, um Verzerrungen zu minimieren.

Trotz gewisser Einschränkungen in der Erfassung individueller Nuancen bieten quantitative Erhebungen wesentliche Vorteile. Sie ermöglichen die effiziente Erhebung belastbarer und generalisierbarer Daten bei einer grösseren Stichprobe (Bortz & Döring, 2016, S. 275). Vor allem im Hinblick auf das Ziel dieser Arbeit – den systematischen Vergleich unterschiedlicher institutioneller Investorentypen anhand definierter Kriterien (vgl. Kapitel 1.2) – erwies sich der quantitative Ansatz als besonders geeignet. Die Entscheidung für eine standardisierte Online-Umfrage trägt dazu bei, eine breite Datenbasis zu schaffen, die eine differenzierte, empirisch fundierte Analyse entlang der Forschungsfragen erlaubt.

3.2 Entwicklung des Online-Fragebogens

3.2.1 Inhaltliche Gestaltung

Zur Erhebung der für die Forschungsfragen relevanten Informationen wurde ein strukturierter Online-Fragebogen entwickelt. Die Konzeption orientierte sich an den theoretischen Grundlagen (vgl. Kapitel 2) sowie an den spezifischen Zielsetzungen dieser Arbeit (vgl. Kapitel 1.2). Das Ziel war, die wesentlichen Merkmalsausprägungen institutioneller Investoren systematisch zu erfassen und eine anschliessende vergleichende Analyse zu ermöglichen.

Der Fragebogen gliedert sich in thematisch klar abgegrenzte Module, die logisch aufeinander aufbauen. Im Einzelnen umfasst der Fragebogen folgende inhaltliche Schwerpunkte (vgl. Anhang 1: Kompletter Fragebogen):

- Klassifikationsfragen zu Investorentyp und institutioneller Ausrichtung,
- Fragen zu Anlagestrategien und Portfoliogewichtungen,

- Einschätzungen zu Einflussfaktoren bei Investitionsentscheidungen,
- operative Aspekte der Organisation (z. B. Inhouse vs. Outsourcing),
- Bewertungen von Standortattraktivität und Marktrisiken.

Die Ausgestaltung der einzelnen Fragen erfolgte bewusst unter Verwendung geschlossener Antwortformate, um eine standardisierte Erfassung der Antworten zu gewährleisten. Innerhalb der Module werden überwiegend fünfstufige Likert-Skalen eingesetzt, um Einstellungen, Bedeutungszuschreibungen und Einschätzungen systematisch abzubilden. Darüber hinaus werden bei quantitativen Angaben – etwa zur Portfoliozusammensetzung – Prozentintervallskalen verwendet. Durch die Vereinheitlichung der Skalenformate konnte sowohl die Antwortfreundlichkeit für die Teilnehmenden erhöht als auch die Vergleichbarkeit der erhobenen Daten für die anschliessende statistische Auswertung optimiert werden.

Die Umsetzung der Online-Befragung erfolgte mit dem Web-Tool SoSci Survey, das eine benutzerfreundliche Gestaltung der Umfrage sowie die Möglichkeit bot, die erhobenen Daten in einem für die statistische Analyse geeigneten Format (SPSS-kompatibel) zu exportieren.

3.2.2 Durchführung des Pretests und Anpassungen

Vor dem Versand an die Zielgruppe wurde der Fragebogen im Zeitraum vom 17. Februar bis 28. Februar 2025 einem Pretest unterzogen. Dafür wurden vier Testpersonen ausgewählt: jeweils ein Vertreter einer Pensionskasse, einer Versicherung, eines Family Offices sowie eine neutrale Person zur allgemeinen Überprüfung der Verständlichkeit. Das Ziel des Pretests war, potenzielle Fehlerquellen frühzeitig zu identifizieren.

Auf Basis des erhaltenen Feedbacks wurden folgende Anpassungen vorgenommen:

- **Optimierung der Anordnung:** Die Reihenfolge einzelner Themenblöcke wurde angepasst, um einen logischeren Antwortfluss zu gewährleisten.
- **Kürzung redundanter Fragen:** Zwei Fragen, die von mehreren Testpersonen als wiederholend wahrgenommen wurden, wurden gekürzt bzw. zusammengefasst.
- **Konkretisierung einzelner Fragen:** Formulierungen wurden präzisiert, so bspw. die Unterscheidung zwischen direkten und indirekten Immobilienanlagen.

- **Vereinheitlichung der Skalen:** Antwortskalen wurden über verschiedene Fragen hinweg harmonisiert, um die kognitive Belastung der Teilnehmenden zu verringern und die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu erhöhen.

Durch diese gezielten Anpassungen konnte der Fragebogen inhaltlich und formal finalisiert werden, sodass eine Versandbereitschaft hergestellt wurde und die Voraussetzungen für valide und belastbare Ergebnisse geschaffen wurden.

3.3 Definition der Stichprobe und Adressierung der Zielgruppen

3.3.1 Stichprobe und Auswahlkriterien

Aufbauend auf den in Kapitel 1 definierten Forschungszielen sowie den in Kapitel 2 dargestellten theoretischen Grundlagen wurde die Stichprobe anhand der drei zentralen Zielgruppen im institutionellen Finanzmarkt der Schweiz festgelegt: Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices. Die Auswahl innerhalb dieser Gruppen erfolgte nach den Kriterien Grösse, Marktrelevanz und institutionelle Bedeutung.

Bei den Pensionskassen und Versicherungen wurden vorrangig grosse Marktteilnehmer berücksichtigt, insbesondere Mitglieder der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) sowie führende Versicherungsunternehmen auf Basis von Prämienvolumen und Marktanteilen. Die Identifikation relevanter Family Offices erfolgte primär über die Mitgliedschaft der Swiss Family Office Association, die sich aus den bedeutendsten Schweizer Single Family Offices zusammensetzt.

Das gewählte methodische Vorgehen stellt die Einbeziehung der grössten und einflussreichsten Akteure der jeweiligen Sektoren sicher. Dadurch wird eine hohe Repräsentativität und Aussagekraft der Ergebnisse erzielt.

3.3.2 Erhebung der Kontaktdaten

Die Erhebung der Kontaktdaten erfolgte systematisch über verschiedene Quellen. Für die Pensionskassen wurden Mitgliederlisten von Branchenverbänden sowie öffentlich zugängliche Verzeichnisse genutzt. Die Kontaktdaten der Versicherungsunternehmen basierten auf Marktanalysen und branchenspezifischen Publikationen. Die Kontakte der Family Offices wurden über Mitgliedschaften, persönliche Netzwerke und gezielte Internetrecherchen gewonnen.

Insgesamt wurden rund 560 Kontakte identifiziert und in die Befragung einbezogen, verteilt auf etwa 200 Pensionskassen, 160 Versicherungen und 200 Family Offices. Die Umfrage wurde an diese Kontakte versendet, wobei Mehrfachkontakte vor dem Versand bereinigt wurden.

3.4 Durchführung der Umfrage

3.4.1 Ablauf und Versand

Die Online-Umfrage wurde im Zeitraum vom 4. März 2025 bis zum 3. April 2025 durchgeführt. Der Zugang zur Umfrage erfolgte über einen Link, der per E-Mail an die zuvor erhobenen Kontakte aus den Zielgruppen Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices versendet wurde.

Um die Kredibilität der Befragung zu erhöhen, wurde bewusst die offizielle E-Mail-Adresse der Universität Zürich (UZH) verwendet. In der Anschreibe-E-Mail wurden zentrale Informationen zur Befragung transparent kommuniziert: das Hauptthema der Studie, die geschätzte Bearbeitungszeit von etwa zehn Minuten, die Anonymität der Teilnahme sowie das Angebot, die fertige Masterarbeit nach Abschluss auf Wunsch zur Verfügung zu stellen.

Soweit möglich wurden persönliche Kontakte, direkte E-Mail-Adressen sowie der Zugang über Vermittlung Dritter genutzt, um die Anfragen persönlich und individuell gestalten zu können. In Fällen, in denen lediglich eine allgemeine Info-Adresse verfügbar war, erfolgte der Versand an diese mit der Bitte um interne Weiterleitung an die zuständige Fachstelle (vgl. Anhang 2: Generelle Mailinganfrage).

3.4.2 Massnahmen zur Maximierung der Rücklaufquote

Zur Erhöhung der Teilnahmebereitschaft wurden verschiedene Strategien eingesetzt:

- Verwendung der Universität Zürich als offiziellen Absender zur Stärkung des Vertrauens der potenziellen Teilnehmenden.
- Betonung der kurzen Bearbeitungsdauer der Umfrage, der Anonymität der Antworten sowie des Mehrwerts einer möglichen Ergebnisübermittlung im Anschreiben.
- Gezielte Verwendung persönlicher Anschriften sowie die höfliche Bitte um interne Weiterleitung innerhalb der Institutionen.

Da die Befragung anonym durchgeführt wurde, war es nicht möglich nachzuverfolgen, welche Adressaten bereits an der Umfrage teilgenommen hatten. Um eine doppelte Ansprache zu vermeiden und die Teilnehmenden nicht unnötig zu beanspruchen, wurde bewusst auf den Versand individueller Erinnerungen verzichtet. Stattdessen erfolgte in einer zweiten Phase eine gezielte Ansprache weiterer potenzieller Teilnehmender über LinkedIn, indem direkte Kontakte innerhalb der Zielinstitutionen recherchiert und persönlich kontaktiert wurden. Auf diese Weise konnte die Reichweite der Befragung erweitert werden.

3.5 Qualitätssicherung und Repräsentativität

3.5.1 Prüfung der Rücklaufquote

Die Online-Umfrage wurde an rund 560 institutionelle Kontakte versendet (vgl. Kapitel 3.3.2). Insgesamt wurde der Umfragelink 436-mal aufgerufen. Davon begannen 133 Personen mit dem Ausfüllen des Fragebogens, 81 von ihnen schlossen ihn vollständig ab. Das entspricht einer Rücklaufquote von etwa 14,5 %, bezogen auf die versendeten Kontakte, sowie einer Abbruchquote von rund 39 % unter den gestarteten Teilnahmen. Die Entwicklung der Teilnahme wird in Abbildung 11 visualisiert.

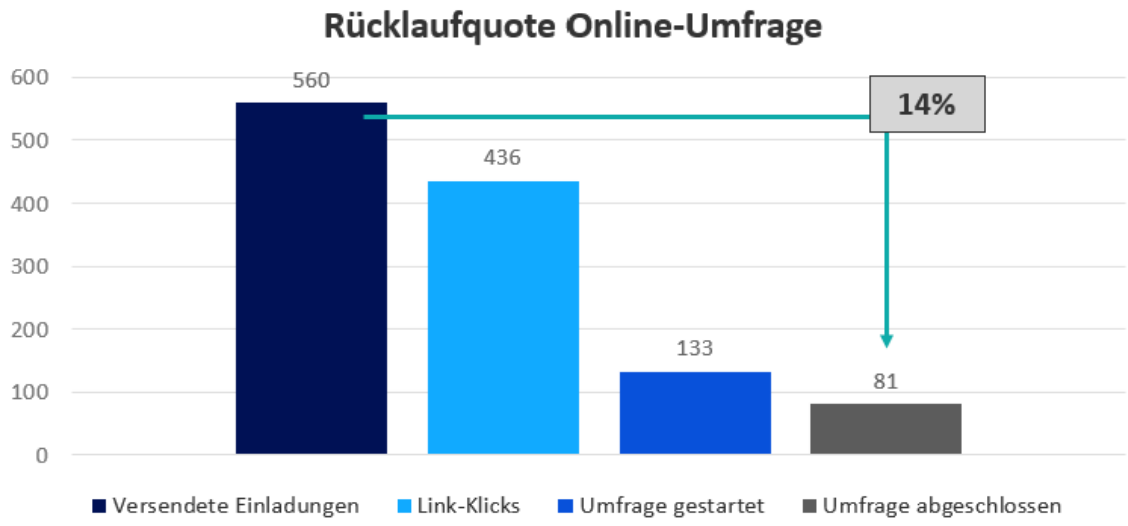


Abbildung 11: Rücklaufquote Online-Umfrage (eigene Darstellung).

Im Kontext von Online-Erhebungen – insbesondere bei spezialisierten Zielgruppen wie institutionellen Investoren – gilt eine Rücklaufquote im Bereich von 10 % bis 20 % als gängiger Standard (Nulty, 2008, S. 302; Revilla & Ochoa, 2017, S. 508). Vor diesem Hintergrund lässt sich die erzielte Teilnahme als zufriedenstellend bewerten, zumal die

Zielgruppe schwer zugänglich ist und die Befragung eine gewisse inhaltliche Komplexität aufwies.

Die Rückläufe verteilen sich wie folgt auf die drei untersuchten Gruppen: Rund die Hälfte der ausgefüllten Fragebögen stammt von Pensionskassen (n = 39), während Family Offices und Versicherungen jeweils mit 21 vollständigen Antworten vertreten sind. Auch wenn diese Verteilung nicht vollständig gleichmässig ist, erlaubt sie dennoch einen grundlegenden Vergleich der Gruppen. Die grössere Beteiligung der Pensionskassen spiegelt dabei ihre bedeutende Rolle im institutionellen Immobilienmarkt wider.

3.5.2 Datenaufbereitung und statistische Auswertungsverfahren

Die Auswertung der erhobenen Daten erfolgte mit der Statistiksoftware IBM SPSS Statistics Version 30.0.0.0. Vor der Analyse wurde der Datensatz bereinigt, indem ausschliesslich vollständig ausgefüllte Fragebögen in die Auswertung einbezogen wurden; hiervon ausgenommen waren ausschliesslich freiwillige Angaben, deren Fehlen nicht als Ausschlusskriterium gewertet wurde. Im Anschluss wurden deskriptive Statistiken berechnet, um einen ersten Überblick über die Stichprobe zu erhalten. Dazu zählten Häufigkeiten sowie Lage- und Streuungsmasse (u. a. Mittelwert, Standardabweichung) sowohl für die Gesamtheit aller Teilnehmenden als auch differenziert nach den drei Zielgruppen (Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices).

Zur Prüfung gruppenspezifischer Unterschiede wurden inferenzstatistische Analysen durchgeführt. Grundlage war ein Signifikanzniveau von 5 %. Für ordinalskalierte Daten kam der Kruskal-Wallis-Test zum Einsatz, ein nichtparametrisches Verfahren zur Überprüfung von Medianunterschieden zwischen mehr als zwei unabhängigen Gruppen (Bortz & Döring, 2016, S. 227).

Für kategoriale Variablen wurde der Pearson-Chi-Quadrat-Test verwendet, um potenzielle Zusammenhänge zwischen Gruppenzugehörigkeit und Antwortverhalten zu analysieren (Field, 2018, S. 732).

3.5.3 Einschätzung der Repräsentativität

Zur Beurteilung der Repräsentativität der erhobenen Daten wurde überprüft, inwieweit die befragten Institutionen hinsichtlich ihrer Marktbedeutung und strukturellen Merkmale ein realistisches Abbild des Schweizer Markts institutioneller Investoren darstellen.

Im Segment der Pensionskassen wurde insbesondere das verwaltete Vorsorgevermögen als zentrales Kriterium herangezogen. In der Schweiz existieren rund 1'300

Pensionskassen mit einem kumulierten Anlagevolumen von über 1'000 Milliarden Franken (vgl. Kapitel 2.3; BFS, 2024, S. 7). Schätzungen zufolge vereinen die 200 kapitalstärksten Kassen rund 70 % bis 80 % des gesamten Vorsorgevermögens auf sich (Swisscanto by ZKB, 2023). Die Umfrage richtete sich gezielt an die volumenstärksten Marktteilnehmer, wodurch eine valide und belastbare Abbildung der relevanten Strukturen im Pensionskassenmarkt sichergestellt werden konnte.

Eine vergleichbare Konzentration zeigt sich im Versicherungssektor. In den Bereichen Lebens-, Nichtlebens- und Rückversicherung entfallen jeweils rund 80 % bis 90 % des Marktvolumens auf die zehn grössten Anbieter (Schweizerischer Versicherungsverband, 2024). Diese Struktur unterstreicht die dominierende Rolle weniger Grossunternehmen im institutionellen Anlagegeschehen. Die Umfrage berücksichtigte rund 150 Versicherungseinrichtungen, darunter sämtliche dieser marktführenden Akteure – etwa Swiss Life, AXA Schweiz und die Mobiliar. Diese Unternehmen verfügen über substanzielle Kapitalanlagevolumina und beeinflussen die strategische Ausrichtung institutioneller Portfolios massgeblich, insbesondere im Immobilienbereich (vgl. Kapitel 2.4; FINMA, 2023, S. 2). Die Datenbasis dieses Segments kann daher ebenfalls als hochgradig repräsentativ bewertet werden.

Im Bereich der Family Offices erfolgte die Auswahl der Zielgruppe primär über die Mitgliedschaft in der Swiss Single Family Office Association (SFOA), die als Plattform der grössten und aktivsten Single Family Offices der Schweiz gilt. Die teilnehmenden Einheiten zeichnen sich durch signifikante Investitionsvolumina und ein hohes Mass an Professionalisierung in der Anlagepolitik aus, was eine valide Abbildung dieses Marktsegments sicherstellt (vgl. Kapitel 2.5).

Insgesamt lässt sich festhalten, dass durch die gezielte Einbeziehung zentraler Akteure aller drei Zielgruppen – Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices – eine hohe Repräsentativität der erhobenen Daten im Sinne der Forschungsziele gewährleistet ist. Potenzielle Verzerrungen durch kleinere oder nicht erfasste Institutionen sind im Rahmen des gewählten Forschungsdesigns als methodisch vertretbar einzuschätzen.

4. Ergebnisse der empirischen Erhebung

Das folgende Kapitel präsentiert die empirischen Ergebnisse der Untersuchung und bildet den analytischen Kern dieser Arbeit. Die Darstellung folgt den formulierten Forschungsfragen und ist innerhalb der Unterkapitel systematisch aufgebaut: Zunächst werden zentrale Merkmale der erhobenen Daten deskriptiv analysiert, darauf folgen inferenzstatistische Auswertungen zur Überprüfung signifikanter Unterschiede zwischen den Investorentypen. Abschliessend werden die Befunde theoretisch eingeordnet und unter Bezugnahme der jeweiligen Forschungsfrage interpretiert.

4.1 Forschungsfrage 1

«Welche Bedeutung hat der Schweizer Immobilienmarkt für unterschiedliche institutionelle Investorentypen?»

4.1.1 Deskriptive Statistik

Zur Beantwortung der ersten Forschungsfrage wurden institutionelle Investoren zu zwei zentralen Themenkomplexen befragt: erstens zur allgemeinen Bedeutung und Attraktivität des Schweizer Immobilienmarkts, zweitens zur Einschätzung aktueller Chancen und Herausforderungen im Marktumfeld.

Im ersten Themenfeld zeigt sich eine einheitliche Einschätzung. Wie die nachfolgende Abbildung 12 veranschaulicht, wird dem Standort Schweiz für direkte Immobilienanlagen in den befragten Institutionen überwiegend eine hohe bis sehr hohe Bedeutung beigemessen. Dies gilt für alle drei untersuchten Gruppen – Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices.

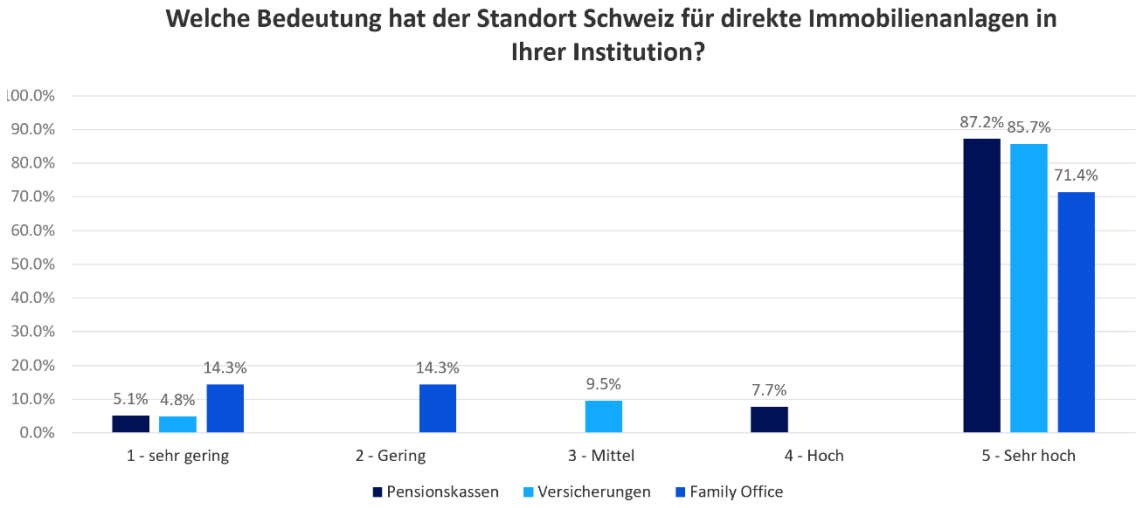


Abbildung 12: Bedeutung des Standorts Schweiz für direkte Immobilienanlagen (eigene Darstellung).

Im internationalen Vergleich wird die Schweiz ebenfalls mehrheitlich als attraktiver Immobilienstandort eingeschätzt (vgl. Anhang 3.1, Grafiken). Diese positive Wahrnehmung unterstreicht die Bedeutung des hiesigen Marktes für institutionelle Investoren.

Im Rahmen der Fragestellung „Welche Chancen und Herausforderungen sehen Sie derzeit für institutionelle Investoren auf dem Schweizer Immobilienmarkt?“ beurteilten die Befragten verschiedene externe Einflussfaktoren auf einer Skala von 1 bis 5 (1 = Risiko, 5 = Chance; vgl. Anhang 1, Fragebogen). Die deskriptive Statistik zeigt, dass die Einschätzungen in einzelnen Aspekten je nach Investorentyp deutlich variieren (vgl. Anhang 3.2, Grafiken):

- **Zinsentwicklung:** Mittelwerte zwischen 2,50 (Pensionskassen) und 2,81 (Family Offices) deuten auf eine ambivalente Bewertung hin – teils als Risiko, teils als Chance wahrgenommen.
- **Regulatorische Vorgaben** (z. B. ESG, wohnpolitische Initiativen): Pensionskassen zeigen mit einem Mittelwert von 1.58 die deutlich kritischste Einschätzung. Auch Versicherungen (1,81) und Family Offices (1,71) sehen hier tendenziell ein Risiko.
- **Steigende Baukosten:** Pensionskassen (1,93) und Versicherungen (1,71) bewerten diesen Aspekt als eher risikobehaftet. Bei Family Offices liegt der Mittelwert bei 2.33, was auf eine differenziertere Sichtweise hinweist.
- **Geopolitisches Umfeld:** Die Bewertungen aller Gruppen liegen eng beieinander (M = 2,62–2,80) und spiegeln eine weitgehend einheitliche Risikowahrnehmung wider.

4.1.2 Inferenzstatistik

Zur Überprüfung möglicher Unterschiede zwischen den Investorentypen wurden sechs unabhängige Kruskal-Wallis-Tests durchgeführt – je einer pro untersuchten Aspekt. Zwei Fragen betrafen die Standortbewertung, vier weitere die spezifischen Herausforderungen auf dem Schweizer Immobilienmarkt. In fünf Fällen zeigten sich keine signifikanten Unterschiede (alle $p > 0.05$), darunter auch zur Standortrelevanz, Zinsentwicklung, Regulierung und zum geopolitischen Umfeld.

Ein signifikanter Unterschied wurde beim Subaspekt der steigenden Baukosten festgestellt ($H = 11.19$, $df = 2$, $p = 0.004$). Hervorzuheben ist die ausgeprägte Varianz in den Einschätzungen durch Family Offices: Während Pensionskassen und Versicherungen diesen Aspekt überwiegend konsistent als Risiko bewerten, reicht die

Einschätzungsspanne bei Family Offices von geringer Relevanz bis hin zu einer Einschätzung als Chance. Die Verteilung der Antworten ist im Boxplot in der nachfolgenden Abbildung 13 dargestellt.

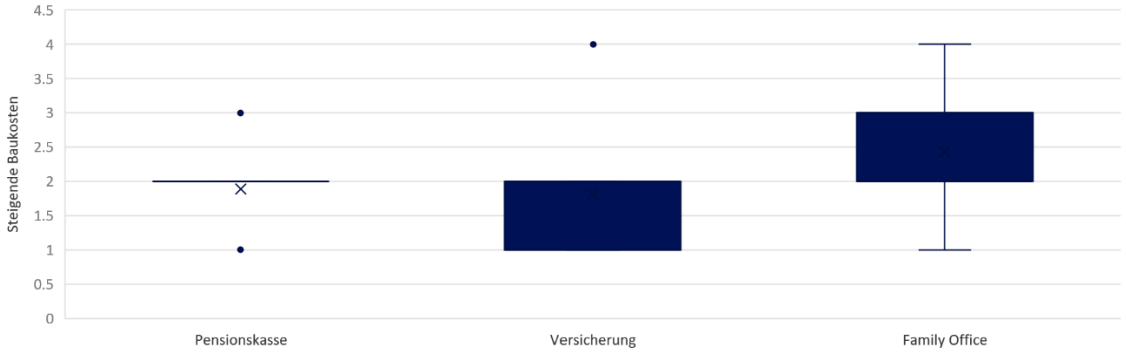


Abbildung 13: Herausforderung steigende Baukosten (eigene Darstellung).

Es wird weiter sichtbar, dass Pensionskassen und Versicherungen eine vergleichsweise homogene Einschätzung mit niedriger Streuung aufweisen, während bei Family Offices eine deutlich grössere Bandbreite zu beobachten ist.

Die anschliessenden paarweisen Post-hoc-Tests mit Bonferroni-Korrektur zeigten, dass ein signifikanter Unterschied zwischen Family Offices und Versicherungen besteht ($p = 0{,}003$). Der Vergleich zwischen Family Offices und Pensionskassen war auf unbereinigtem Niveau signifikant ($p = 0{,}037$), jedoch nicht mehr nach Korrektur ($p = 0{,}111$). Zwischen Versicherungen und Pensionskassen ergab sich kein signifikanter Unterschied ($p = 0{,}256$). Diese Ergebnisse deuten darauf hin, dass insbesondere zwischen Family Offices und Versicherungen eine statistisch signifikante Differenz in der Risikowahrnehmung hinsichtlich steigender Baukosten besteht, während zwischen den beiden stärker regulierten Gruppen keine relevanten Abweichungen ersichtlich sind.

4.1.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung

Die Ergebnisse zeigen, dass alle untersuchten Investorentypen dem Schweizer Immobilienmarkt eine durchgehend hohe Bedeutung beimessen – sowohl national als auch im internationalen Vergleich. Diese Einschätzung verweist auf ein starkes Vertrauen in politische Stabilität, Markteffizienz und langfristige Werthaltigkeit. Damit erfüllt der Standort zentrale Anforderungen institutioneller Investoren, insbesondere hinsichtlich Sicherheit und Planbarkeit bei langfristigen Engagements.

Besonders anschlussfähig ist dieser Befund an die Neue Institutionenökonomik, die betont, wie stark formale Rahmenbedingungen das Investitionsverhalten prägen (Meramveliotakis, 2020, S. 345). Die breite Akzeptanz des Standorts Schweiz durch regulierte

sowie nicht-regulierte Investoren unterstreicht seine Rolle als verlässlicher Anlageanker – unabhängig von institutionellen Unterschieden. Diese Stabilität ist zudem Ausdruck institutioneller Erwartungen an Governance, Rechtssicherheit und Markteffizienz (vgl. Gerbl, 2024, S. 54–55; Goldstein et al., 2024, S. 25).

Differenzierter fällt die Einschätzung bei einzelnen externen Einflussfaktoren aus – insbesondere bei den steigenden Baukosten. Während Pensionskassen und Versicherungen diese weitgehend konsistent als Risiko bewerten, zeigt sich bei Family Offices eine deutlich höhere Varianz – von geringer Bedeutung bis hin zur grossen Herausforderung. Diese Heterogenität lässt sich mit der geringeren formalen Einbettung und höheren strategischen Autonomie dieser Akteursgruppe erklären (Gerbl, 2024, S. 66). Sie unterliegt weniger standardisierten Bewertungssystemen und ist in ihrer Einschätzung externer Einflussfaktoren stärker durch individuelle Risikoabwägungen geprägt.

Die Forschungsfrage 1 lässt sich abschliessend wie folgt beantworten:

Institutionelle Investoren messen dem Schweizer Immobilienmarkt eine durchgehend hohe Bedeutung bei – unabhängig vom Investorentyp. Unterschiede zeigen sich lediglich bei der Einschätzung einzelner externer Einflussfaktoren, wobei insbesondere Family Offices in ihrer Risikowahrnehmung heterogener urteilen als stärker regulierte Institutionen.

4.2 Forschungsfrage 2a

«Wie können institutionelle Investoren in der Tiefe bezüglich der nachfolgenden Kriterien-Gruppen unterschieden werden: **A) ihres Auftrags und ihrer Zielsetzung?»**

4.2.1 Deskriptive Statistik

Zur Beantwortung der Forschungsfrage 2a wurden institutionelle Investoren gebeten, Angaben zu ihrem übergeordneten institutionellen Auftrag sowie zur primären Zielsetzung

ihrer Anlagetätigkeit zu machen. Das Ziel war wiederum, strukturelle Unterschiede zwischen den Investorentypen zu identifizieren.

Im Hinblick auf den institutionellen Auftrag zeigt sich ein klar differenziertes Bild, das aus der Abbildung 14 ersichtlich wird:

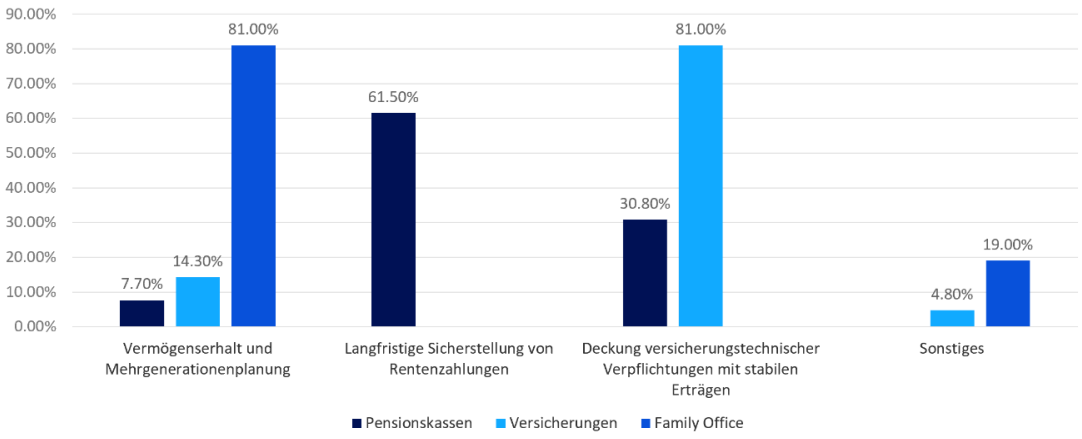


Abbildung 14: Auftrag von Institutionen von Investorentyp (eigene Darstellung).

- **Family Offices:** Verfolgen mehrheitlich den langfristigen Vermögenserhalt im Rahmen einer generationenübergreifenden Planung.
- **Pensionskassen**: Fokussieren sich auf die langfristige Sicherstellung von Rentenzahlungen.
- **Versicherungen:** Benennen – in Übereinstimmung mit ihrem Geschäftsmodell – die Deckung versicherungstechnischer Verpflichtungen mit stabilen Erträgen als vorrangige Aufgabe.

Bei der übergeordneten Zielsetzung der Anlagetätigkeit zeigen sich ebenfalls deutliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Investorentypen. Während Family Offices vor allem den Kapitalerhalt über Generationen und eine langfristige Wertsteigerung anstreben, steht bei Pensionskassen die Optimierung der Rendite im Vordergrund. Versicherungen hingegen legen besonderen Wert auf eine breite Risikodiversifikation, um ihren Verpflichtungen stabil nachkommen zu können (vgl. Anhang 3.3, Grafiken).

4.2.2 Inferenzstatistik

Zur Überprüfung der beobachteten Differenzierungen wurden Kreuztabellen erstellt und Chi-Quadrat-Tests durchgeführt, um die statistische Signifikanz der Zusammenhänge zwischen Investorentyp, Auftrag und Zielsetzung zu bewerten.

Als Basis diente eine Kreuztabelle, die die Verteilung der übergeordneten Anlagestrategien nach Investorentyp darstellt (vgl. Anhang 3.4, Grafiken). Sowohl die tabellarische Darstellung als auch Abbildung 14 deuten darauf hin, dass sich die institutionellen Zielsetzungen je nach Investorengruppe unterscheiden. Der daraufhin durchgeführte Chi-Quadrat-Test zeigte einen signifikanten Zusammenhang zwischen Investorentyp und institutionellem Anlageauftrag ($p < 0{,}001$).

Weiter wurde ersichtlich, dass sich die Zielsetzungen der Anlagetätigkeit – etwa Kapitalerhalt, Renditeoptimierung oder Risikodiversifikation – zwischen den Investorentypen unterscheiden (vgl. Anhang 3.5, Grafiken). Ein Chi-Quadrat-Test ergab einen signifikanten Zusammenhang zwischen Investorentyp und Anlageschwerpunkt ($p = 0{,}009$), was auf eine Verbindung zur jeweiligen institutionellen Ausrichtung hinweist.

Somit lässt sich feststellen, dass sowohl der institutionelle Auftrag als auch die Zielsetzung der Anlagetätigkeit signifikant mit dem Investorentyp zusammenhängen.

4.2.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung

Die empirischen Ergebnisse deuten darauf hin, dass institutionelle Investoren auf Ebene ihres Auftrags und ihrer Zielsetzung typisierbar sind. Während Family Offices primär auf Kapitalerhalt und generationsübergreifende Sicherheit ausgerichtet sind, steht bei Pensionskassen die Sicherstellung zukünftiger Rentenzahlungen im Zentrum. Versicherungen hingegen verfolgen – im Einklang mit regulatorischen Anforderungen – vor allem stabile Erträge zur Deckung technischer Verpflichtungen.

Diese Differenzierung spiegelt die theoretische Annahme wider, dass institutionelle Zielsysteme strukturell geprägt sind und nicht beliebig variieren (North, 1994, S. 359). Die Neue Institutionenökonomik betont in diesem Zusammenhang den Einfluss formaler Institutionen auf Handlungslogiken und Zielausrichtungen (Meramveliotakis, 2020, S. 345–346), was sich auch in der empirischen Realität der vorliegenden Untersuchung zeigt.

In der immobilienwirtschaftlichen Fachliteratur wird ebenso gefordert, institutionelle Anleger nicht als homogene Gruppe zu analysieren, sondern entlang funktionaler Merkmale zu differenzieren (Geltner et al., 2023; Schulte, 1998, S. 232–234). Die beobachteten Zusammenhänge deuten auf strukturelle Unterschiede zwischen den Investorentypen hin und können als Ausgangspunkt für weiterführende Strategievergleiche und Typologisierungen innerhalb institutioneller Investorenlandschaften dienen.

Die Forschungsfrage 2a lässt sich abschliessend wie folgt beantworten:

Auftrag und Zielsetzung institutioneller Investoren unterscheiden sich systematisch, abhängig von ihrem institutionellen Kontext, regulatorischen Vorgaben und der Eigentümerstruktur. Diese Faktoren prägen das übergeordnete Zielsystem wesentlich und bilden eine zentrale Grundlage für die Typisierung unterschiedlicher Investorengruppen.

4.3 Forschungsfrage 2b

«Wie können institutionelle Investoren in der Tiefe bezüglich der nachfolgenden Kriterien-Gruppen unterschieden werden: **B) ihrer Anlagestrategie und ihres Anlagehorizonts?»**

4.3.1 Deskriptive Statistik

Zur Beantwortung der zweiten Teilfrage wurden die befragten institutionellen Investoren hinsichtlich ihrer übergeordneten Portfolioallokation, ihrer Anlagestrategie im Bereich direkter Immobilien sowie ihrer Präferenzen für Immobiliensegmente innerhalb des Direktportfolios analysiert.

Es hat sich gezeigt, dass sich die Gewichtung der einzelnen Anlageklassen je nach Investorentyp teilweise unterscheidet, etwa bei Obligationen und direkten Immobilienanlagen. Gleichzeitig lassen sich Gemeinsamkeiten erkennen (vgl. Anhang 3.6, Grafiken), beispielsweise gewichten alle Gruppen Aktien umfassend hoch (ca. 20 % bis 30 %) und alternative Anlagen vergleichsweise zurückhaltend (ca. 10 %).

Im Anschluss an die Betrachtung der Gesamtportfolio-Allokation folgt eine differenzierte Analyse der Anlagestrategien innerhalb der direkten Immobilienanlagen.

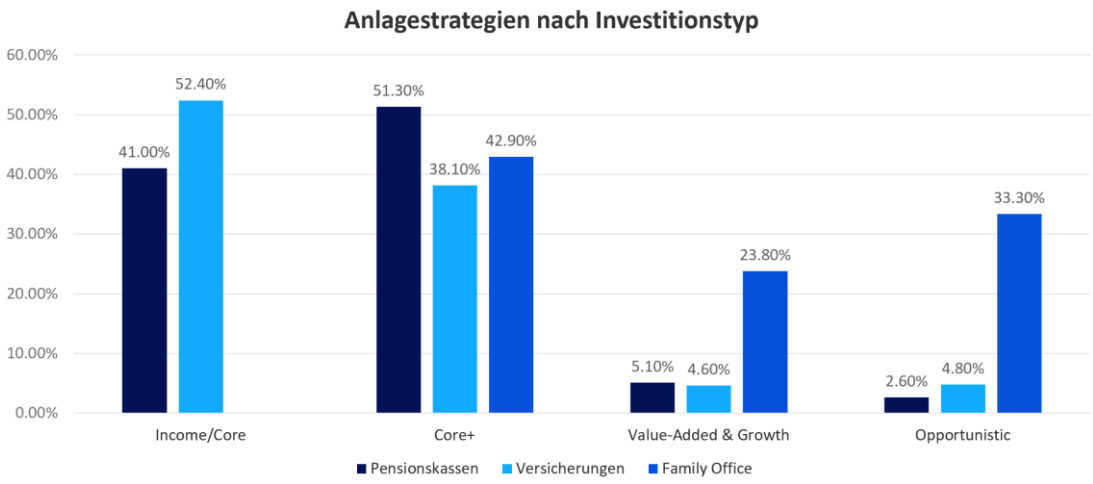


Abbildung 15: Anlagestrategie für direkte Immobilienanlagen (eigene Darstellung).

Die Visualisierung deutet auf unterschiedliche Präferenzen zwischen den drei Gruppen hin: Versicherungen tendieren eher zu risikoärmeren Core-Strategien, während Pensionskassen häufiger Core+-Strategien verfolgen. Family Offices zeigen im Vergleich eine breitere Streuung und eine höhere Neigung zu Ansätzen wie Value-Added/Growth oder Opportunistic.

Weiter untersucht wurde, welche Nutzungsarten innerhalb der Portfolios von den unterschiedlichen Investorentypen für direkte Immobilienanlagen bevorzugt und welche Entwicklungen für die kommenden Jahre erwartet werden.

Die Bewertungen der Relevanz einzelner Nutzungsarten zeigen deutliche Präferenzen. Wohnimmobilien nehmen bei allen Gruppen eine zentrale Rolle ein und erhalten die höchsten Einschätzungen. Büro- und Gewerbeobjekte werden insbesondere von Pensionskassen und Versicherungen stärker gewichtet, während Logistik, Hotel und Spezialimmobilien eine untergeordnete Bedeutung einnehmen (vgl. Anhang 3.7, Grafiken).

Mit Blick auf die erwartete Entwicklung über die nächsten fünf Jahre zeigt sich ein insgesamt stabiles Bild. Die meisten Bewertungsmittelwerte bewegen sich im mittleren Bereich, was auf weitgehend konstante Gewichtungen hindeutet. Einen moderaten Bedeutungszuwachs erwarten die Befragten insbesondere bei Spezialimmobilien wie Gesundheit und Bildung sowie weiterhin im Segment Wohnen. Family Offices planen zudem eine leichte Ausweitung ihres Engagements im Büro- und Gewerbebereich, während Versicherungen hier eher von gleichbleibenden oder leicht rückläufigen Anteilen ausgehen.

In den Bereichen Retail und Hotel werden keine nennenswerten Veränderungen prognostiziert, die Einschätzungen bleiben zurückhaltend (vgl. Anhang 3.8, Grafiken).

4.3.2 Inferenzstatistik

Das Ziel war, zu prüfen, ob sich die Investorentypen – Pensionskassen, Versicherungen und Family Offices – signifikant in ihrer Gewichtung verschiedener Anlageklassen, ihrer Immobilienstrategie, ihrer Portfoliozusammensetzung sowie ihrer Bewertung investitionsrelevanter Faktoren unterscheiden. Die folgenden Ergebnisse fassen die zentralen, statistisch signifikanten Unterschiede zusammen:

- **Liquide Mittel:** Der Kruskal-Wallis-Test war signifikant ($H = 10{,}68$, $df = 2$, $p = 0{,}005$). Die paarweisen Vergleiche mit Bonferroni-Korrektur zeigen, dass Family Offices liquide Mittel signifikant stärker gewichten als Pensionskassen ($p = 0{,}003$). Der Unterschied zwischen Family Offices und Versicherungen war nicht signifikant ($p = 0{,}145$). Zwischen Pensionskassen und Versicherungen ergab sich ebenfalls kein signifikanter Unterschied ($p = 1{,}000$).

- **Aktien:** Der Unterschied zwischen den Investorentypen war signifikant ($H = 7{,}08$, $df = 2$, $p = 0{,}029$). Pensionskassen gewichten Aktien signifikant stärker als Versicherungen ($p = 0{,}030$). Keine signifikanten Unterschiede ergaben sich zwischen Family Offices und den übrigen Gruppen ($p = 0{,}252$ bzw. $p = 0{,}552$).

- **Obligationen:** Der Kruskal-Wallis-Test ermittelte einen Unterschied ($H = 22{,}89$, $df = 2$, $p < 0{,}001$). Family Offices gewichten Obligationen signifikant geringer als Pensionskassen ($p < 0{,}001$) und als Versicherungen ($p < 0{,}001$). Zwischen Pensionskassen und Versicherungen wurde kein signifikanter Unterschied festgestellt ($p = 1{,}000$).

- **Direkte Immobilienanlagen:** Der Kruskal-Wallis-Test ergab einen signifikanten Unterschied ($H = 6{,}048$, $df = 2$, $p = 0{,}049$). Die nachfolgende Boxplot-Darstellung in Abbildung 16 veranschaulicht die Verteilung der Bewertungen nach Investorentyp und zeigt, dass Family Offices tendenziell höhere Anteile direkter Immobilienanlagen aufweisen als Pensionskassen und Versicherungen. Die Varianz innerhalb der Gruppe der Family Offices ist ebenfalls deutlich ausgeprägter. Die anschliessenden paarweisen Vergleiche mit Bonferroni-Korrektur zeigen, dass Family Offices direkte Immobilienanlagen signifikant stärker gewichten als Pensionskassen ($p = 0{,}042$). Zwischen Family Offices und Versicherungen ($p = 0{,}185$) sowie

zwischen Pensionskassen und Versicherungen (p = 1,000) konnten keine signifikanten Unterschiede festgestellt werden.

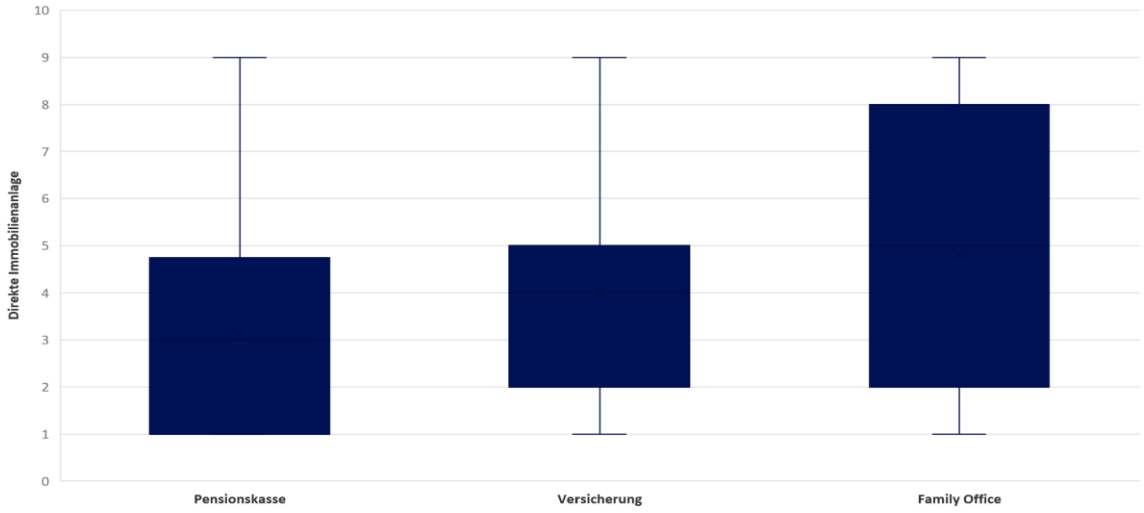


Abbildung 16: Boxplot, Vereitelung direkte Immobilienanlage nach Investorentyp (eigene Darstellung).

- **Indirekte Immobilienanlagen:** Der Kruskal-Wallis-Test war hochsignifikant (H = 25,650, df = 2, p < 0,001). Family Offices gewichten indirekte Immobilienanlagen signifikant stärker als Pensionskassen (p < 0,001). Zwischen Family Offices und Versicherungen bestand kein signifikanter Unterschied (p = 0,074). Versicherungen unterschieden sich jedoch signifikant von Pensionskassen (p = 0,029).

- **Alternative Anlagen:** Der KS-Test zeigte einen signifikanten Unterschied (H = 12,650, df = 2, p = 0,002). Versicherungen gewichten alternative Anlagen signifikant stärker als Family Offices (p = 0,004) sowie als Pensionskassen (p = 0,006). Zwischen Pensionskassen und Family Offices wurde kein signifikanter Unterschied festgestellt (p = 1,000).

Überdies zeigte sich hinsichtlich der strategischen Ausrichtung innerhalb direkter Immobilieninvestitionen mittels des Chi-Quadrat-Tests ein signifikanter Zusammenhang zwischen den Investorentypen ($\chi^2(6) = 28{,}781$, $p < 0{,}001$). Die Abbildung 15, sowie die ergänzende Kreuztabelle in Anhang 3.9, veranschaulicht die Verteilung entsprechend: Während Pensionskassen und Versicherungen mehrheitlich risikoarme Strategien wie Income/Core und Core+ verfolgen, wählen Family Offices vergleichsweise häufiger wachstums- und renditeorientierte Strategien wie Value-Added & Growth und Opportunistic.

Hinsichtlich der Nutzungsart ergab sich lediglich für Büro/Gewerbe ein signifikanter Unterschied zwischen den Gruppen (H = 10,69, p = 0,005): Pensionskassen gewichten

dieses Segment stärker als Family Offices ($p = 0{,}044$) und Versicherungen ($p = 0{,}012$). Alle anderen Segmente zeigten keine signifikanten Unterschiede (alle $p > 0{,}5$).

Mit Blick auf die nächsten fünf Jahre zeigte lediglich Büro/Gewerbe einen signifikanten Unterschied ($H = 6{,}59$, $p = 0{,}037$): Pensionskassen erwarten eine höhere Gewichtung als Versicherungen ($p = 0{,}047$). In allen übrigen Segmenten wurden keine signifikanten Differenzen festgestellt (alle $p > 0{,}5$).

4.3.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung

Die empirischen Ergebnisse verdeutlichen, dass institutionelle Investoren unterschiedliche strategische Ausrichtungen und Anlagepräferenzen verfolgen. Diese Unterschiede zeigen sich sowohl in der Gewichtung einzelner Anlageklassen als auch in der Wahl der Anlagestrategie innerhalb direkter Immobilieninvestitionen.

Family Offices verfolgen eine stärker diversifizierte und wachstumsorientierte Anlagestrategie. Sie investieren häufiger in liquide Mittel und Immobilienanlagen – sowohl direkt als auch indirekt – und setzen auf renditegetriebene Strategien mit höheren Risiko-Rendite-Profilen. Ihre vergleichsweise geringe regulatorische Bindung schafft den notwendigen Handlungsspielraum für opportunistische Allokationsentscheidungen (Meramveliotakis, 2020, S. 346; Gerbl, 2024, S. 65–66).

Demgegenüber orientieren sich Pensionskassen und Versicherungen stärker an konservativen Vorgaben und institutionellen Rahmenbedingungen. Sie bevorzugen risikoarme Anlageformen wie Core-Immobilien und Obligationen. Die höhere Gewichtung alternativer Anlagen bei Versicherungen kann auf eine zunehmende Professionalisierung und strategische Diversifikation zurückgeführt werden. Diese Muster spiegeln strukturelle Unterschiede in Governance und Regulierung wider, wie sie in der Neuen Institutionenökonomik als kontextabhängige Handlungsvorgaben beschrieben werden (North, 1994, S. 359; Schulte, 1998, S. 235).

Die Forschungsfrage 2b lässt sich abschliessend wie folgt beantworten:

Institutionelle Investoren unterscheiden sich systematisch in ihrer Anlagestrategie und ihrem Anlagehorizont. Diese Unterschiede sind nicht primär marktbedingt, sondern lassen sich auf institutionelle Rahmenbedingungen, regulatorische Einbindung und interne Steuerungslogiken zurückführen.

4.4 Forschungsfrage 2c

«Wie können institutionelle Investoren in der Tiefe bezüglich der nachfolgenden Kriterien-Gruppen unterschieden werden: **C) ihrer Entscheidungsprozesse?»**

4.4.1 Deskriptive Statistik

Zur Beantwortung der dritten Teilfrage wurden institutionelle Investoren hinsichtlich ihrer Entscheidungsstrukturen, Einflussfaktoren auf Investitionen in direkte Immobilien sowie die Dauer eines Akquisitionsprozesses befragt.

Die nachfolgende Abbildung 17 zeigt deutliche Unterschiede in der Verantwortungsverteilung: Während bei Pensionskassen und Versicherungen Investitionsentscheide überwiegend durch Investmentkomitees oder die Geschäftsleitung getroffen werden, liegt die Entscheidungsbefugnis bei Family Offices mehrheitlich beim Inhaber oder Hauptaktionär. Diese unterschiedlichen Strukturen spiegeln sich auch in der Ausgestaltung und Geschwindigkeit der Entscheidungsprozesse wider.

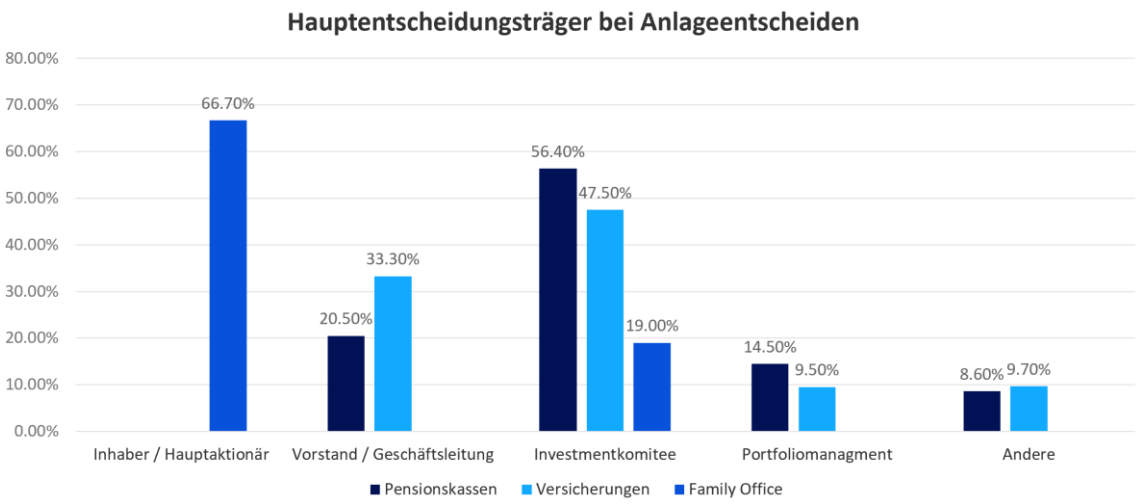


Abbildung 17: Entscheidungsträger Anlageinvestitionen (eigene Darstellung).

Die Analyse der Einflussfaktoren auf Investitionsentscheidungen zeigt deutliche Unterschiede zwischen den Investorentypen. Family Offices messen persönlichen Einschätzungen des Inhabers sowie der strategischen Passung («Fit») eine besonders hohe Bedeutung bei. Darüber hinaus berücksichtigen sie ESG-Kriterien und steuerliche Aspekte deutlich stärker als regulierte Investoren. Demgegenüber werden klassische Faktoren wie Marktanalysen, Wertpotenzial und Total Return von allen Gruppen ähnlich bewertet (vgl. Anhang 3.10, Grafiken).

In Bezug auf die Dauer des Akquisitionsprozesses lassen sich ebenfalls Unterschiede erkennen: Während Family Offices tendenziell über schlankere und schnellere

Entscheidungsstrukturen verfügen, verlaufen die Prozesse bei regulierten Investoren in der Regel mehrstufig und entsprechend zeitintensiver (vgl. Anhang 3.11, Grafiken).

4.4.2 Interferenzstatistik

Zur Identifikation signifikanter Unterschiede in Entscheidungsprozessen wurden Kruskal-Wallis-Tests und Chi-Quadrat-Tests durchgeführt.

Bereits Abbildung 17 sowie die ergänzende Tabelle im Anhang 3.12 zeigen, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen Investorentypen und Entscheidungsträger ($\chi^2(10) = 53{,}934$, $p < 0{,}001$) besteht. Während bei Family Offices der Inhaber dominiert (66,7 %), erfolgt die Entscheidungsfindung bei Pensionskassen (56,4 %) und Versicherungen (47,6 %) primär über kollektive Gremien wie Investmentkomitees.

Zur Bewertung der Bedeutung verschiedener Einflussfaktoren auf Investitionsentscheidungen wurden Kruskal-Wallis-Tests durchgeführt. Für die persönliche Einschätzung des Inhabers ergab sich ein hochsignifikanter Unterschied ($H = 29{,}609$, $p < 0{,}001$): Family Offices gewichten diesen Faktor signifikant stärker als Pensionskassen und Versicherungen (je $p < 0{,}001$). Auch der Fit zur Investitionsstrategie wurde signifikant unterschiedlich bewertet ($H = 9{,}803$, $p = 0{,}007$). Family Offices stufen diesen Aspekt höher ein als Pensionskassen ($p = 0{,}008$) und Versicherungen ($p = 0{,}047$). Für ESG-Kriterien zeigte sich ebenfalls ein deutlicher Unterschied ($H = 27{,}116$, $p < 0{,}001$): Family Offices stufen diese signifikant wichtiger als die beiden regulierten Gruppen (je $p < 0{,}001$) ein. Bei den steuerlichen Aspekten bestand ein signifikanter Unterschied zwischen Family Offices und Pensionskassen ($p = 0{,}027$), nicht jedoch zu Versicherungen ($p = 0{,}083$). Klassische Marktindikatoren wie Marktanalysen, Total Return und Entwicklungspotenzial zeigten keine signifikanten Unterschiede (alle $p > 0{,}05$).

4.4.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung

Die Ergebnisse zeigen, dass sich Entscheidungsprozesse institutioneller Investoren nicht einzig in Bezug auf die Entscheidungsträger, sondern gleichfalls hinsichtlich der inhaltlichen Bewertungskriterien und der Prozessdauer unterscheiden. Während bei Family Offices die Entscheidungen stark durch den Inhaber geprägt sind, dominieren bei Pensionskassen und Versicherungen kollektive Entscheidungsmechanismen. Des Weiteren lässt sich bei der Dauer des Akquisitionsprozesses eine Tendenz zu schnelleren Abläufen bei Family Offices erkennen.

Diese Unterschiede sind institutionstheoretisch zu erklären: Family Offices verfügen über flache Strukturen, geringe externe Regulierung und hohe strategische Autonomie. Der Einfluss des Inhabers, die Gewichtung des strategischen Fit sowie die stärkere Berücksichtigung von ESG- und Steueraspekten deuten auf eine flexible und individualisierte Entscheidungslogik hin (vgl. Kapitel 2.5.2; Meramveliotakis, 2020, S. 346). Die kürzere Dauer des Akquisitionsprozesses bestätigt diese Entscheidungsnähe.

Im Gegensatz dazu handeln Pensionskassen und Versicherungen als stärker regulierte Organisationen mit arbeitsteiliger Struktur und längeren Entscheidungszyklen. Ihre Prozesse orientieren sich an standardisierten Kriterien und verfolgen eine risikominimierende, langfristige Strategie. Diese Strukturen entsprechen der Beschreibung als „regulierte Entscheidungseinheiten“ (Gerbl, 2024, S. 65) und lassen sich mit den Konzepten der Neuen Institutionenökonomik als Ergebnis formaler Steuerungslogiken und institutioneller Einbettung interpretieren (North, 1994, S. 359; Schulte, 1998, S. 234–235).

Die Forschungsfrage 2c lässt sich abschliessend wie folgt beantworten:

Entscheidungsprozesse institutioneller Investoren unterscheiden sich systematisch – abhängig von Governance-Struktur, Regulierungsgrad und strategischer Autonomie. Während regulierte Akteure kollektive und standardisierte Verfahren nutzen, handeln Family Offices flexibler, schneller und stärker eigentümergeprägt.

4.5 Forschungsfrage 2d

«Wie können institutionelle Investoren in der Tiefe bezüglich der nachfolgenden Kriterien-Gruppen unterschieden werden: **D) ihren operativen Umsetzungen?»**

4.5.1 Deskriptive Statistik

Im Rahmen der vierten Teilfrage wurden institutionelle Investoren zu ihrer Finanzierungsstruktur sowie zur Organisation operativer Aufgaben im Immobilienbereich befragt.

Die folgende Abbildung 18 veranschaulicht die unterschiedliche Nutzung von Eigen- und Fremdkapital bei Immobilieninvestitionen in Abhängigkeit vom Investorentyp. Während Pensionskassen und Versicherungen mehrheitlich mit hohen Eigenkapitalquoten (76 % bis 100 %) operieren, setzen Family Offices häufiger auf eine breitere Streuung mit mittleren Quoten (insbesondere 26 % bis 75 %). Ein ähnliches Bild zeigt sich bei der Fremdkapitalnutzung. Pensionskassen und Versicherungen finanzieren überwiegend ohne

Fremdkapital (0 %), wohingegen Family Offices häufig Fremdkapital in Höhe von 26 % bis 75 % einsetzen.

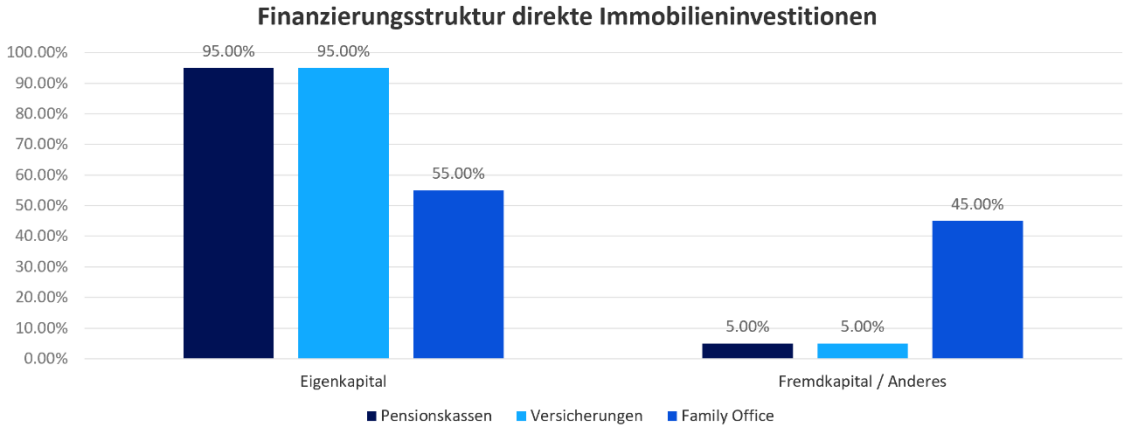


Abbildung 18: Finanzierungsstruktur von direkten Immobilieninvestitionen (eigene Darstellung).

Im Bereich des operativen Managements zeigt sich ebenso ein differenziertes Bild zwischen den Investorentypen (vgl. Anhang 3.13–3.19, Grafiken). Insbesondere strategische Aufgaben wie das Portfoliomanagement sowie die Durchführung der Due Diligence bei Akquisitionen werden von Family Offices überdurchschnittlich häufig intern abgewickelt, wie die nachfolgende Abbildung 19 zur Verteilung zwischen «Inhouse» und «Outsourcing» bei der Due Diligence zeigt.

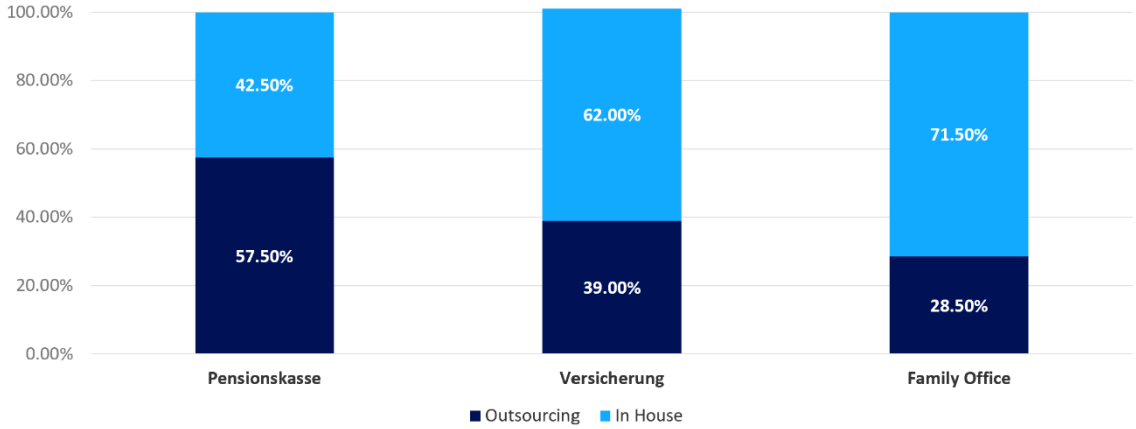


Abbildung 19: Verteilung «Inhouse» vs. «Outsourcing» bei Due Diligence-Prozessen (eigene Darstellung).

In operativen Bereichen wie Projektentwicklung, Bewirtschaftung oder Instandhaltung hingegen dominiert bei allen Gruppen das Outsourcing. Allerdings greifen Family Offices vereinzelt auch in diesen Aufgabenfeldern häufiger auf interne Strukturen zurück, was auf ihre höhere organisatorische Flexibilität hinweist.

4.5.2 Interferenzstatistik

Zur Analyse potenzieller Gruppenunterschiede hinsichtlich der Finanzierungsstruktur sowie der Organisation operativer Aufgaben im Immobilienmanagement wurden – je nach Skalenniveau – Kruskal-Wallis-Tests für ordinalskalierte und Chi-Quadrat-Tests für kategoriale Variablen durchgeführt. Deutliche Unterschiede zeigten sich bei der Finanzierungsstruktur direkter Immobilienanlagen:

- Eigenkapitaleinsatz: Signifikante Unterschiede ($H = 26{,}29$; $p < 0{,}001$); Family Offices setzen deutlich geringere Eigenkapitalanteile ein.
- Fremdkapitalnutzung: Signifikante Unterschiede ($H = 26{,}40$; $p < 0{,}001$); Family Offices weisen die höchsten Finanzierungsanteile auf.

Die paarweisen Vergleiche ergaben, dass sich Family Offices sowohl beim Eigen- als auch beim Fremdkapital signifikant von Pensionskassen (jeweils $p < 0{,}001$) und Versicherungen ($p = 0{,}003$ bzw. $p < 0{,}001$) unterscheiden. Zwischen Pensionskassen und Versicherungen wurden hingegen keine signifikanten Unterschiede festgestellt.

Bei der Organisation operativer Aufgaben im Immobilienmanagement wurden ebenfalls Unterschiede festgestellt:

- Für das strategische Portfoliomanagement ergab sich ein signifikanter Zusammenhang ($\chi^2 = 4{,}12$; $p = 0{,}042$), ebenso für die Due Diligence bei Akquisitionen ($\chi^2 = 4{,}57$; $p = 0{,}033$). In beiden Bereichen tendieren Family Offices stärker zu einer internen Umsetzung (Inhouse) als die übrigen Gruppen.
- Für alle weiteren operativen Aufgaben – darunter Projektkonzeption, Ausführung und Steuerung von Entwicklungsprojekten, Erstvermietung, Bewirtschaftung, Instandhaltung und Instandsetzung – zeigten sich keine signifikanten Unterschiede zwischen den Investorentypen (alle $p > 0{,}05$).

4.5.3 Interpretation und Beantwortung Fragestellung

Die Ergebnisse zeigen deutliche Unterschiede in der Finanzierungsstruktur institutioneller Investoren. Family Offices setzen flexibler Eigen- und Fremdkapital ein, während Pensionskassen und Versicherungen fast ausschliesslich auf Eigenkapital zurückgreifen. Zugleich ergeben sich in der operativen Umsetzung Differenzen: Family Offices übernehmen häufiger strategisch zentrale Aufgaben intern, etwa im Portfoliomanagement

oder die Due Diligence bei Akquisitionen, während regulierte Investoren stärker auf externe Dienstleister setzen.

Diese Unterschiede lassen sich durch unterschiedliche Regulierungsgrade und interne Steuerungslogiken erklären. Family Offices agieren unter geringerer formaler Einbettung und verfügen über grössere Handlungsspielräume, was laut der Neuen Institutionenökonomik eine grössere strategische Flexibilität ermöglicht (vgl. Kapitel 2.5.2; Meramveliotakis, 2020, S. 346; North, 1994, S. 359). Ihre interne Struktur begünstigt eine direkte Kontrolle, wie sie zudem durch Prinzipal-Agent-Theorien beschrieben wird (Jensen & Meckling, 1976, S. 308).

Pensionskassen und Versicherungen hingegen operieren innerhalb stark regulierter Systeme (vgl. Kapitel 2.3.2/2.4.2). Sie streben risikoarme, stabile Strukturen an und setzen auf arbeitsteilige Prozesse. Dieses Verhalten ist darüber hinaus transaktionskostentheoretisch erklärbar, da standardisierte Abläufe und Outsourcing zur Kostensenkung und Risikominimierung beitragen (Williamson, 1985, S. 20–25; Kämpf-Dern & Pfnür, 2021, S. 26). Die Ergebnisse bestätigen damit die Annahme, dass institutionelle Rahmenbedingungen operative Strukturen und Finanzierungslogiken entscheidend prägen (North, 1994, S. 359; Schulte, 1998, S. 234–235).

Die Forschungsfrage 2d lässt sich abschliessend wie folgt beantworten:

Die Finanzierungsstruktur und die operative Umsetzung institutioneller Investoren unterscheiden sich systematisch. Family Offices agieren flexibler und übernehmen zentrale Aufgaben intern, während Pensionskassen und Versicherungen stärker standardisiert und arbeitsteilig organisiert sind.

5. Schlussbetrachtung

Aufbauend auf den empirischen Erkenntnissen folgt im letzten Kapitel eine integrative Schlussbetrachtung mit dem Ziel, die wesentlichen Erkenntnisse aus Theorie und Empirie nochmals zu bündeln und im Hinblick auf die eingangs formulierten Forschungsfragen einzuordnen.

Nach einer übergreifenden Synthese der empirischen Resultate werden die beiden Forschungsfragen im Gesamtzusammenhang eingeordnet. In einem anschliessenden Fazit werden die zentralen Aussagen der Arbeit pointiert zusammengefasst. Die darauffolgende Diskussion reflektiert die Ergebnisse kritisch hinsichtlich theoretischer Annahmen und praktischer Implikationen. Abschliessend wird ein Ausblick auf weiterführende Fragestellungen und zukünftige Forschungsansätze gegeben.

5.1 Synthese der Ergebnisse

Die empirische Untersuchung verdeutlicht, dass sich institutionelle Investoren im Schweizer Immobilienmarkt in wesentlichen Bereichen signifikant voneinander unterscheiden. Die in dieser Arbeit vorgenommene Typisierung in Versicherungen, Pensionskassen und Family Offices hat sich dabei als analytisch tragfähig erwiesen, da sie strategische, strukturelle und operative Unterschiede systematisch offenlegt.

Viele dieser Unterschiede lassen sich im Rahmen der Neuen Institutionenökonomik theoretisch fundieren. Transaktionskosten, Eigentümerlogik (Property Rights), Regulierungsgrad und Governance-Struktur beeinflussen das Verhalten institutioneller Akteure auf mehreren Ebenen – von der Kapitalallokation über Entscheidungsprozesse bis hin zur operativen Umsetzung. Während Pensionskassen und Versicherungen stärker formalisierten, kollektiven und risikoorientierten Entscheidungsstrukturen folgen, agieren Family Offices dezentraler, häufig eigentümergeführt und mit grösserer strategischer und operativer Flexibilität. Diese Unterschiede lassen sich in zentralen Bereichen nachzeichnen, etwa in der Kapitalstruktur, der Rolle von ESG-Kriterien oder der Gewichtung interner versus externer Leistungen.

Auffällig ist insbesondere das heterogene Profil der Family Offices. Sie verfolgen wachstumsorientierte oder opportunistische Anlagestrategien, gewichten ESG- und Steueraspekte teilweise höher als regulierte Investoren, zeigen flachere Entscheidungsstrukturen und setzen häufiger auf Inhouse-Lösungen. Demgegenüber verfolgen Pensionskassen ein konsistentes sicherheits- und stabilitätsorientiertes Profil, geprägt durch hohe

Eigenkapitalquoten, standardisierte Prozesse und eine stärkere Orientierung an regulatorischen Leitlinien. Versicherungen positionieren sich tendenziell zwischen diesen beiden Polen. Sie zeigen zwar ebenfalls formalisierte Entscheidungsprozesse, weisen aber zugleich eine höhere Offenheit gegenüber alternativen Anlagen und breiterer Allokation auf.

Diese Unterschiede lassen sich in einer strukturierten Typologie-Tabelle (siehe Tabelle 2) abbilden, die die wesentlichen Merkmalsausprägungen der drei Gruppen systematisch gegenüberstellt und zusammenfasst.

Kriterien	Pensionskasse	Versicherung	Family Office
Entscheidungsstruktur	Gremienbasiert (Komitee)	Formalisiert, GL, Komitee	Eigentümergeführt, dezentral
Risikoneigung	Niedrig	Moderat	Hoch
ESG-Gewichtung	Moderat	Moderat	Hoch
Strategischer Fokus	Core / Core+	Wachstumsorientiert / Core	Opportunistic / Value-Added
Kapitalstruktur	Ausgewogen EK/FK	Ausgewogen EK/FK	Hohe EK-Quote, Flexibilität
Outsourcing-Tendenz	Hoher Outsourcing-Anteil	Hoher Outsourcing-Anteil	Tendenziell Inhouse
Regulatorische Einbindung	Hoch	Sehr hoch	Gering

Tabelle 2: Übersicht Typologien von institutionellen Investoren (eigene Darstellung).

Diese strukturierte Gegenüberstellung zeigt, dass die Differenzierung zwischen Investorentypen nicht zufällig ist, sondern auf institutionellen Bedingungen beruht, die deren Verhalten systematisch prägen. Die Unterschiede sind nicht lediglich Ausdruck individueller Entscheidungen, sondern strukturell erklärbar – im Sinne der Neuen Institutionenökonomik und der Governance-Theorie.

Insgesamt zeigt sich, dass die beobachteten Differenzen nicht durch Marktlogik allein erklärbar sind, sondern auf spezifische institutionelle Prägungen zurückgehen. Damit liefert die Untersuchung nicht nur ein differenziertes Bild der Investorenlandschaft, sondern gleichzeitig eine theoretisch fundierte Erklärung der zugrunde liegenden Logiken.

5.2 Zusammenfassende Beantwortung der Forschungsfragen

Forschungsfrage 1: Welche Bedeutung hat der Schweizer Immobilienmarkt für unterschiedliche institutionelle Investorentypen?

Die empirischen Ergebnisse zeigen, dass der Schweizer Immobilienmarkt für alle untersuchten Investorentypen von hoher Relevanz ist – allerdings aus unterschiedlichen

Gründen. Während Pensionskassen und Versicherungen vor allem auf stabile Erträge, Inflationsschutz und langfristige Planungssicherheit setzen, nutzen Family Offices den Markt zusätzlich als strategisches Instrument für unternehmerische und generationenübergreifende Vermögenssteuerung. Die hohe Gewichtung direkter Immobilienanlagen bei allen Gruppen belegt die zentrale Rolle dieses Anlagesegments im institutionellen Kontext. Unterschiede bestehen dabei vor allem in der Zielsetzung, der regulatorischen Einbettung und der zeitlichen Perspektive der Investitionen.

Forschungsfrage 2: Wie können institutionelle Investoren hinsichtlich ihres Auftrags, ihrer Strategie, ihrer Entscheidungsprozesse und ihrer operativen Umsetzung unterschieden werden?

Die Untersuchung belegt eine klare Differenzierung entlang dieser Kriterien. Pensionskassen verfolgen einen sicherheits- und versorgungsorientierten Auftrag, setzen auf standardisierte Prozesse und arbeiten stark reguliert. Versicherungen ähneln diesem Profil, weisen jedoch grössere strategische Bandbreiten auf. Family Offices hingegen agieren weitgehend unreguliert, mit flexiblen, oft persönlich geprägten Entscheidungswegen. Ihre Strategien sind opportunistischer, ihre operative Umsetzung stärker auf Inhouse-Lösungen oder individuelle Netzwerke ausgerichtet. Diese Unterschiede sind nicht zufällig, sondern lassen sich systematisch über institutionelle Rahmenbedingungen und Governance-Logiken erklären.

5.3 Fazit

Die Arbeit verfolgte das Ziel, die Bedeutung des Schweizer Immobilienmarkts für institutionelle Investoren zu analysieren und unterschiedliche Investorentypen hinsichtlich ihrer strategischen, strukturellen und operativen Merkmale zu differenzieren. Die empirischen Befunde zeigen Folgendes:

- Alle untersuchten Investorentypen schätzen den Schweizer Immobilienmarkt als stabil und attraktiv ein.
- Family Offices unterscheiden sich deutlich durch eine höhere Risikobereitschaft, flexible Entscheidungslogik und stärkere ESG-Gewichtung.
- Pensionskassen und Versicherungen handeln stärker formalisiert, unterscheiden sich jedoch insbesondere in ihrer strategischen Allokation.

Diese Erkenntnisse ermöglichen eine differenzierte Typisierung institutioneller Akteure und zeigen, dass eine einheitliche Analyse „institutioneller Investoren“ nicht zielführend ist. Stattdessen bedarf es einer typenspezifischen Perspektive, wie sie in dieser Arbeit entwickelt wurde.

Gleichzeitig unterstreichen die Ergebnisse, dass institutionelle Rahmenbedingungen – wie Governance-Strukturen, Eigentümerlogik oder regulatorische Anforderungen – das Investitionsverhalten systematisch prägen. Damit leistet die Arbeit einen Beitrag zur Theorie-Praxis-Verknüpfung in der Analyse institutioneller Marktteilnehmer.

5.4 Diskussion

Die Ergebnisse der empirischen Untersuchung stützen zentrale theoretische Annahmen dieser Arbeit. Besonders deutlich wird dies im Hinblick auf die Unterschiede zwischen Family Offices und regulierten Akteuren wie Pensionskassen oder Versicherungen. Family Offices operieren innerhalb eines deutlich geringeren regulatorischen Rahmens, was grössere strategische und operative Spielräume erlaubt. Diese Flexibilität spiegelt sich unter anderem in der heterogenen Kapitalstruktur, der stärkeren Inhouse-Orientierung sowie der ausgeprägteren Gewichtung individueller Entscheidungsfaktoren wider. Dieses Verhalten steht im Einklang mit zentralen Aussagen der Agency-Theorie (Jensen & Meckling, 1976, S. 308-310) sowie mit neueren Governance-Modellen, die dezentrale Strukturen mit höherer Anpassungsfähigkeit verbinden (Canessa et al., 2018, S. 5-8).

Regulierte Akteure wie Pensionskassen hingegen zeichnen sich durch stabilitätsorientierte Zielsysteme, formalisiertes Entscheidungsverhalten und arbeitsteilige Strukturen aus. Diese Ergebnisse bestätigen die Erwartungen aus der institutionenökonomischen Literatur, wonach institutionelle Investoren durch ihre regulatorische Einbettung wesentlich in ihrem Handlungsspielraum bestimmt werden (North, 1994, S. 359; Williamson, 1985, S. 20-25). Auch in der Praxisliteratur wird auf diese Kontraste hingewiesen: Sicherheit, Planbarkeit und interne Kontrolle sind zentrale Leitlinien insbesondere für Pensionskassen (AXA, 2023).

Ein interessanter Befund betrifft die ESG-Priorisierung. Entgegen gängigen Annahmen zeigen Family Offices eine teils höhere Gewichtung von ESG-Kriterien als regulierte Institutionen. Dies widerspricht verbreiteten Einschätzungen, wonach ESG-Themen primär durch regulatorische Anforderungen getrieben werden. Mögliche Erklärungen liegen in der individuellen Werteorientierung von Entscheidungsträgern oder in einer langfristigen

Perspektive, wie sie im Kontext generationenübergreifender Vermögensbewahrung typisch ist. Hier zeigt sich ein spannendes Spannungsfeld zwischen normativen ZielsetzungSFOAen und marktbezogenen Rationalitäten, das weiter erforscht werden sollte.

Insgesamt verdeutlicht die Diskussion mehrere relevante Spannungsverhältnisse, die sich aus den Ergebnissen ableiten lassen. Dazu gehören:

- das Verhältnis von ESG-Orientierung und Renditefokus,
- der Zielkonflikt zwischen Flexibilität und Steuerungskomplexität,
- die strukturelle Dichotomie zwischen Individualisierung (v. a. bei Family Offices) und Standardisierung (bei Pensionskassen und Versicherungen).

In dieser Hinsicht eröffnet insbesondere der Typus des Family Office weiterführende Fragen, etwa hinsichtlich ihrer Entscheidungslogik, internen Wertebildung oder strategischen Adaptivität. Qualitative Tiefenanalysen könnten hier einen wertvollen Beitrag leisten, um implizite Motive und Governance-Strukturen besser zu verstehen.

Methodisch ist die Generalisierbarkeit der Ergebnisse aufgrund der begrenzten Fallzahl – insbesondere bei Family Offices – einzuschränken. Dennoch bietet die Kombination aus quantitativer Struktur und theoriegeleiteter Interpretation eine valide Grundlage zur Identifikation typischer Verhaltensmuster. Die Ergebnisse ermöglichen nicht nur eine differenzierte wissenschaftliche Betrachtung, sondern liefern zugleich praktische Anknüpfungspunkte, etwa bei der Entwicklung zielgruppenspezifischer Investmentprodukte, Beratungsansätze oder regulatorischer Rahmenbedingungen.

5.5 Ausblick

Die vorliegenden Ergebnisse bieten eine fundierte Basis für weiterführende Forschung und praxisbezogene Weiterentwicklungen. Insbesondere folgende Perspektiven erscheinen anschlussfähig:

1. **Internationale Vergleichsstudien:** Es könnte analysiert werden, wie sich institutionelle Investoren in vergleichbaren Märkten unterscheiden und welche Rolle nationale Rahmenbedingungen dabei spielen.

2. **Längsschnittanalysen:** Wie verändern sich Strategie, Entscheidungsstrukturen und Governance im Zeitverlauf – insbesondere im Kontext regulatorischer Verschärfungen oder ESG-Dynamiken?

3. **Vertiefende Studien zu Family Offices:** Aufgrund ihrer Heterogenität und zunehmenden Marktrelevanz sind Family Offices eine besonders spannende Zielgruppe, etwa im Hinblick auf Nachfolgeprozesse, persönliche Werthaltungen oder hybride Investitionslogiken.

4. **Erweiterung der Erhebung um qualitative Komponenten:** Vertiefende Fallstudien könnten helfen, die Entscheidungslogik in komplexeren Kontexten besser zu verstehen und versteckte Motive, z. B. bei ESG-Engagements, aufzudecken.

Des Weiteren ergeben sich für die Praxis konkrete Anknüpfungspunkte: Projektentwickler, Berater und Regulierungsbehörden können institutionelle Anleger differenzierter adressieren und ihre Kommunikation sowie Produktgestaltung gezielter auf deren Struktur und Entscheidungslogik ausrichten.

Damit bietet die vorliegende Arbeit zum einen eine fundierte empirische Analyse und zugleich eine theoretisch informierte Grundlage für die weitere Differenzierung institutioneller Akteure im Immobiliensektor.

Literaturverzeichnis

Akerlof, G. A. (1970). The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *Quarterly Journal of Economics.* 1970 (3), 488–500.

Arrow, K.J. (1970). *Essays in the Theory of Risk-bearing.* Amsterdam: North-Holland Publishing Company.

AXA (2023). *Alles Wichtige zur Anlagestrategie einer Pensionskasse.* Gefunden unter: https://www.axa.ch/de/unternehmenskunden/blog/mitarbeiter-und-vorsorge/anlage-strategie-pensionskasse.html

Baldegger, J., England, N., Horak, D. & Staub, F. (2024). Die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft der Schweiz. *Immobilienwirtschaft Schweiz - Ausgabe 2024.* 2024, 6-23.

Bone-Winkel, S. (1996). Immobilienanlageprodukte. *Die Bank.* 1996 (11), 671.

Bortz, J., & Döring, N. (2016). *Forschungsmethoden und Evaluation: Für Human- und Sozialwissenschaftler.* 5. Auflage. Döring: Springer Medizin Verlag.

Bundesamt für Statistik BFS (2024). *Pensionskassenstatistik 2022.* Neuchâtel: Autor.

Bundesamt für Statistik BFS (2025). *Die berufliche Vorsorge (Pensionskassen).* Gefunden unter: https://www.bsv.admin.ch/bsv/de/home/sozialversicherungen/ueberblick/leichtesprache/bv-ls.html

Bundesamt für Umwelt BAFU (2015). *Institutionelle Investoren Schweiz: Customer Journey.* Wüest & Partner 2015. Ittigen: Autor.

Canessa, B., Escher, J., Koeberle-Schmid, A., Preller, P., & Weber, C. (2018). *The Family Office: A Practical Guide to Strategically and Operationally Managing Family Wealth.* Berlin: Springer.

Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica.* 1937 (16), 386–405.

Das Original: Gabler Wirtschaftslexikon (2018, 19. Februar). *Neue Institutionenökonomie.* Gefunden unter: https://wirtschaftslexikon.gabler.de/definition/neue-institutionenoekonomik-38077/version-261503

Davidson, J., Kloess, S. & Steffen, D. (2023, 21. März). *Nachhaltigkeit spaltet institutionelle Anleger.* Gefunden unter: https://dievolkswirtschaft.ch/de/2023/03/nachhaltigkeit-spaltet-institutionelle-anleger/

Demsetz, H. (1967). Toward a Theory of Property Rights. *American Economic Review.* 1967 (2), 347–359.

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD (2023). *Änderung der Aufsichtsverordnung (Aufsicht, Solvenz, gebundenes Vermögen, Verhaltensregeln und Versicherungsvermittlung), Erläuterungen.* Bern: Autor.

Fahrländer, S. S. & Kloess, S. G. (2024). *Grundlagen der Immobilienökonomie.* 2. erweiterte Auflage. St. Gallen: SIV.

Faktor, V., Hilb, M., & Müller, R. (2013). *New Family Office Governance: Empirical Study of Swiss Family Offices.* St. Gallen: Universität St. Gallen.

Fedlex (2018). *Bundesgesetz über die Finanzinstitute (Finanzinstitutsgesetz, FINIG)*. Gefunden unter: https://www.fedlex.admin.ch/eli/oc/2018/801/de

Fedlex (2024a). *Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG.* Gefunden unter: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2005/734/de

Fedlex (2024b). *AVO (Aufsichtsverordnung).* Gefunden unter: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2005/735/de

Fedlex (2024c). *Versicherungsvertragsgesetz, VVG.* Gefunden unter: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/24/719_735_717/de

Fedlex (2025). *Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2).* Gefunden unter: https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/1984/543_543_543/de#toolbar

FINMA (2023). *Bericht über den Versicherungsmarkt 2023.* Bern: Autor.

FINMA (2023a). *Rechtsgrundlagen für Versicherungsunternehmen.* Gefunden unter: https://www.finma.ch/dokumentation/rechtsgrundlagen/gesetze-und-verordnungen/versicherungen/?utm_source=chatgpt.com

FINMA (2024). *Vermögensverwalter und Trustees.* Gefunden unter: https://www.finma.ch/bewilligung/vermoegensverwalter-und-trustees/?utm_source=chatgpt.com

Fleury, M., Schwartz, F. & Koch, A. (2024). Immobilien Schweiz - 2Q 2024, Private ziehen sich als Bauherren zurück. *RAIFFEISEN Economic Research.* Mai 2024, 5-25.

Francke, H.-H. und Rehkugler, H. (2005). *Immobilienmärkte und Immobilienbewertung.* München: Vahlen.

Furubotn, E. G. & Pejovich, S. (1972). Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature. *Journal of Economic Literature.* 1972 (4), 1'137–1'162.

Fusetti, A. (2025, 10. Januar). *Asset Liability Management von Pensionskassen.* Vorlesung CUREM Modul 7, Zürich.

Geltner, D. M., Miller N. G., Clayton, J. & Eichholtz, P. (2023). *Commercial Real Estate Analysis and Investments.* 3. Auflage. Greenwood: The CE Shop LLC.

Gerbl, E. (2024, 08. Dezember). *Superreiche setzten auf diskrete Family Offices.* Gefunden unter: https://www.handelszeitung.ch/bilanz/superreiche-setzen-auf-diskrete-family-offices-774913

Goldstein, V., Mumenthaler, C. & Zavala, A. (2024). Real Estate Focus 2024, Chief Investment Office GWM ¦ Investment Research. *UBS Switzerland AG.* April 2024, 6-41.

Gruber, R. & Engeli, N. (2024, 30. April). *"Look-Through" Analyse des Immobilien-Exposure von Vorsorgeeinrichtungen.* Präsentation von PPmetrics, Zürich.

Hagan, C. (2021). *Global Family Office Investing: Exploring the Practices of Single- and Multi-Family Offices*. Heildelberg: Springer.

Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics.* 1976 (3), 305-360.

Kämpf-Dern, A. & Pfnür, A. (2021). *Immobilienwirtschaft aktuell 2021, Beiträge zur immobilienwirtschaftlichen Forschung.* Zürich: ETH Zürich.

Kloess, S. (1999). *Konzeption eines Aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren, in: Bank- und finanzwirtschaftlicher Forschungen, Spreman, K. et al. (Hrsg.), Band 294.* Bern: Haupt Verlag.

Meramveliotakis, G. (2020). Surveying the Methodological and Analytical Foundations of the New Institutional Economics: A Critical Comparison with Neoclassical and (Old) Institutional Economics. *Economic and Business Review.* 2020 (3), 345-362.

Nee, V. & Ingram, P. (1998). Embeddedness and Beyond: Institutions, Exchange, and Social Structure, in M.C. Brinton and V. Nee, Hrsg., (1998), The New Institutionalsim in Sociology. *The Russell Sage Foundation.* 1998, 19-45.

North, D.C. (1994). Economic Performance Through Time, Alfred Nobel Memorial Prize Lecture in Economic Science. *American Economic Review.* 1994, 359-368.

Nulty, D. D. (2008). The adequacy of response rates to online and paper surveys: what can be done? *Assessment & Evaluation in Higher Education.* April 2008 (3), 301–314.

Pfnür, A. (2019). *Betriebswirtschaftslehre der Immobilienwirtschaft.* Wiesbaden: Springer Vieweg.

PPCmetrics (2024). *Pensionskassen-Jahrbuch, Ausgabe 2024.* Zürich: Autor.

Reiser, L. (2022). *Corporate Governance in Family Offices - eine Betrachtung im Kontext des Schweizer Rechts.* St. Gallen: Niedermann Druck AG.

Revilla, M. & Ochoa, C. (2017). Ideal and Maximum Length for a Web Survey. *International Journal of Market Research.* September 2017 (5), 557–565.

Richter, R. & Furubotn, E. G. (2003). *Neue Institutionenökonomik: Eine Einführung und kritische Würdigung.* 3. Auflage. Tübingen: Mohr Siebeck.

Richter, R. & Furubotn, E. G. (2010). *Neue Institutionenökonomie.* 4. Auflage. Tübingen: Mohr Siebeck.

Rivo-López, E., Villanueva-Villar, M., Suárez-Blázquez, G. & Reyes-Santías, F. (2021), "How does a business family manage its wealth? A family office perspective". *Journal of Family Business Management.* 2021 (11), 496-511.

Rosplock, K. (2020*). Family Office Evolution: Inceptions and Archetypes. In The Complete Family Office Handbook.* Weinheim: John Wiley & Sons, Incorporated.

Rottke, N. B. & Thomas, M. (2017). *Immobilienwirtschafslehre Management.* 1. Auflage. Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Schmid, M. & Winderl, L. (2024). The Swiss Single Family Office Landscape 2024. *Universität St. Gallen, UBS und SFOA.* 2024, 5-52.

Schulte, K.-W. (1998). *Immobilienökonomie, Band I: Betriebswirtschaftliche Grundlagen.* 1. Auflage. Oldenburg: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.

Schulte, K.-W. (2020). *Immobilienökonomie I: Institutionen, Akteure, Prozesse*. 5. Auflage. Oldenburg: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.

Schweizerischer Versicherungsverband (2024, 17. September). *Versicherungsmarkt Schweiz: Unternehmen und Marktanteile.* Gefunden unter: https://www.svv.ch/de/versicherungsmarkt-schweiz-unternehmen-und-marktanteile

Sester, P. (2017). *Family Offices: Recht, Management und Banking.* Zürich/St. Gallen: Dike Verlag.

Sotelo, R. (2025, 21. Februar). *Ökonomie der Anlageprodukte.* Vorlesung CUREM Modul 8, Zürich.

Swisscanto by ZKB (2023). *Schweizer Pensionskassenstudie 2023, kommentierte Ergebnisse.* Zürich: Autor.

UBS (2019). *The Global Family Office Report 2019. Campden Research, A devision of Campden Wealth.* London: Autor.

UBS (2021). *The Global Family Office Report 2019.* Zürich: Autor.

Wessel, S. (2013). *Goals, Control and Conflicts in Family Offices: A Conceptual and In-depth Qualitative Study.* Wiesbaden: Springer Fachmedien.

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting.* New York: Free Press.

Anhang

Anhang 1: Online-Fragebogen gemäss Tool

soSci
oFb - der onlineFragebogen

0% ausgefüllt

Sehr geehrte Damen und Herren,

vielen Dank, dass Sie an der Umfrage teilnehmen. Ziel der Studie ist es, institutionelle Investoren und deren Handlungen auf dem Immobilienmarkt besser zu verstehen.

Ihre Antworten bleiben anonym und werden nur zu wissenschaftlichen Zwecken genutzt. Die Beantwortung dauert ca. 10 Minuten – herzlichen Dank für Ihre wertvolle Zeit.

Freundliche Grüsse

Manuela Zürcher-Kiener

Weiter

11% ausgefüllt

Freiwillig: Für welche Institution sind Sie tätig?

Freiwillig: Angaben zu Namen, Mailadresse und Rolle

Welcher Investorentyp trifft am besten auf Ihre Institution zu?
(Nur eine Antwort möglich)

- ◯ Pensionskasse
- ◯ Versicherung
- ◯ Family Office
- ◯ Andere

Weiter

22% ausgefüllt

Welche der nachfolgenden Aussagen beschreibt den Auftrag Ihrer Institution am besten?
(Nur eine Antwort möglich)

- ◯ Vermögenserhalt und Mehrgenerationenplanung
- ◯ Langfristige Sicherstellung von Rentenzahlungen
- ◯ Deckung versicherungstechnischer Verpflichtungen mit stabilen Erträgen
- ◯ Sonstiges (bitte angeben):

Welches Hauptziel verfolgt Ihre Institution mit den getätigten Anlagen gesamthaft?
(Nur eine Auswahl möglich)

- ◯ Kapitalerhalt über Generationen
- ◯ Renditeoptimierung
- ◯ Risikodiversifikation
- ◯ Langfristige Wertsteigerung
- ◯ ESG-konforme Investitionen
- ◯ Sonstiges (bitte angeben):

Weiter

33% ausgefüllt

Wie gewichten Sie die einzelnen Segmente in Ihrem Portfolio?

	0%	<10%	11-15%	16-20%	21-30%	31-40%	41-50%	51-70%	>71%
Liquidität (liquide Assets)	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Aktien	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Obligationen	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Direkte Immobilienanlage	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Indirekte Immobilienanlage	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Alternative Anlagen (Rohstoffe, Krypto, etc.)	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Andere	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯

Welche direkten Immobiliensegmente haben Sie im Portfolio?

	0%	<10%	11-15%	16-20%	21-30%	31-40%	41-50%	51-70%	>71%
Wohnen	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Büro/Gewerbe	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Retail	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Logistik	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Hotel	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯
Spezialimmobilien (Gesundheitswesen, Bildung, etc.)	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯	◯

Weiter

44% ausgefüllt

Wird sich die aktuelle Gewichtung der direkten Immobiliensegmente in den nächsten 5 Jahren verschieben?

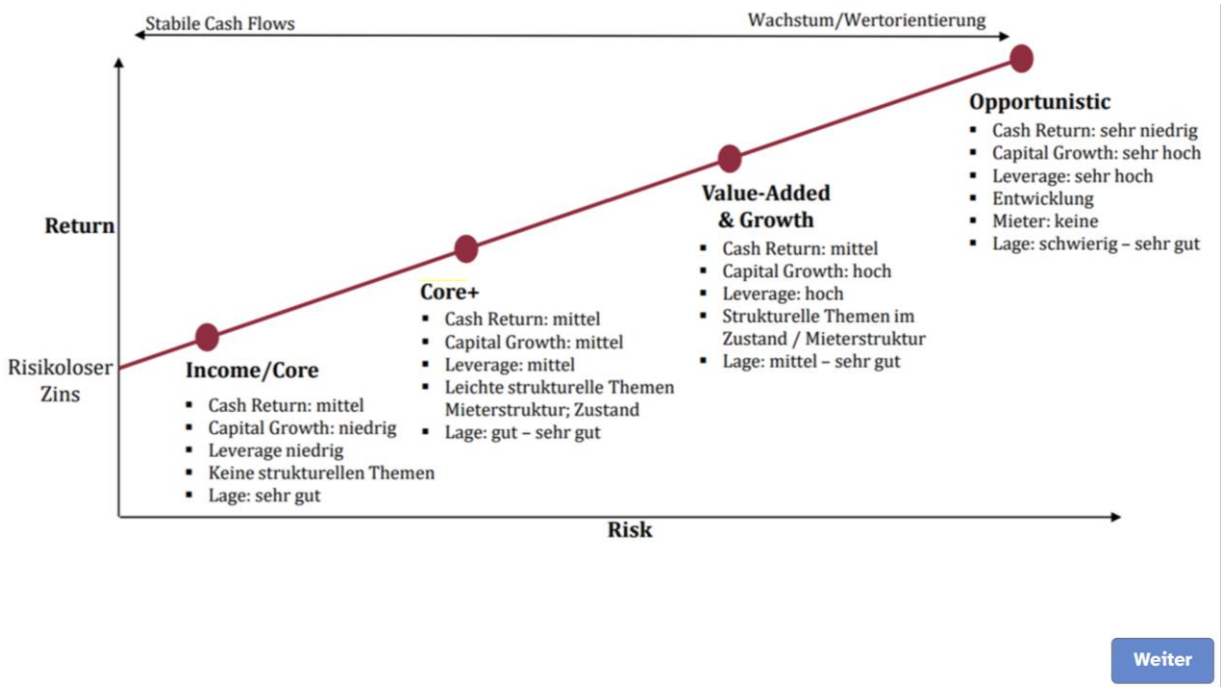
	Ja, substanzielle Senkung	Ja, leichte Senkung	keine Veränderung	Ja, leichte Erhöhung	Ja, substanzielle Erhöhung
Wohnen	○	○	●	○	○
Büro/Gewerbe	○	○	●	○	○
Retail	○	○	●	○	○
Logistik	○	○	●	○	○
Hotel	○	○	●	○	○
Spezialimmobilien (Gesundheitswesen, Bildung, etc.)	○	○	●	○	○

Wie wichtig sind folgende Faktoren bei der Investitionsentscheidung?

	gar nicht wichtig				sehr wichtig
Langfristiger Kapitalerhalt	○	○	○	○	○
Stabilität der Cashflows	○	○	○	○	○
Wertsteigerungspotenzial	○	○	○	○	○
Nachhaltigkeitsaspekte (ESG)	○	○	○	○	○
Marktliquidität	○	○	○	○	○
Steuerliche Aspekte	○	○	○	○	○

Welche Strategie verfolgt Ihre Institution hauptsächlich mit den direkten Immobilieninvestitionen?
(Nur eine Auswahl möglich / Einordnung der Strategien gem. Abbildung)

- ○ Income/Core
- ○ Core+
- ○ Value-Add & Growth
- ○ Opportunistic



Weiter

56% ausgefüllt

Wie lange ist der typische Anlagehorizont für direkte Immobilieninvestitionen?
(Nur eine Auswahl möglich)

- (●) < 5 Jahre
- ( ) 5 – 10 Jahre
- ( ) 10 – 20 Jahre
- ( ) > 20 Jahre

Wer ist hauptsächlich für die Anlageentscheidungen verantwortlich?
(Nur eine Auswahl möglich)

- ( ) Inhaber / Hauptaktionär
- ( ) Vorstand / Geschäftsleitung
- ( ) Investmentkomitee
- ( ) Externe Berater
- ( ) Portfolio-Manager
- ( ) Andere (bitte angeben):

Welchen Einfluss haben die nachfolgenden Faktoren auf Investitionsentscheidungen für direkte Immobilienanlagen?

	kein Einfluss				sehr grosser Einfluss
Persönliche Einschätzung (Inhaber)	○	○	○	○	○
Allgemeine Marktanalysen (Mikro, Makro)	○	○	○	○	○
Werttreiber Total Return (Cash Flow Rendite & Kapitalgewinn)	○	○	○	○	○
Fit zur Investitionsstrategie	○	○	○	○	○
Entwicklungspotential	○	○	○	○	○
ESG	○	○	○	○	○
Andere	○	○	○	○	○

Weiter

67% ausgefüllt

Wie lange dauert der Akquisitionsprozess vom Erhalt des Teasers, bis zum Kaufabschluss durchschnittlich?

- ○ < 3 Monate
- ○ 3 – 6 Monate
- ○ 7 – 12 Monate
- ○ > 1 Jahr

Wie verteilt sich die Finanzierung Ihrer direkten Immobilieninvestitionen prozentual?

	0%	< 25%	26-50%	51-75%	76-100%
Eigenkapital	○	○	○	○	○
Fremdkapital	○	○	○	○	○
Andere	○	○	○	○	○

Werden die nachfolgenden Leistungen hauptsächlich «in House» bearbeitet oder findet ein «Outsourcing» statt?

	in House	Outsourcing
Portfoliomanagement (strategische Ausrichtung)	○	○
Due Diligence bei Akquisition	○	○
Konzeption Entwicklungsprojekte	○	○
Ausführung und Steuerung Entwicklungsprojekte	○	○
Erstvermietung	○	○
Bewirtschaftung	○	○
Instandhaltung	○	○
Instandsetzung	○	○
Verkauf	○	○

Weiter

78% ausgefüllt

Bewerten Sie die Relevanz nachfolgender Punkte:

	tief				hoch
Welche Bedeutung hat der Standort Schweiz für direkte Immobilienanlagen in Ihrer Institution?	○	○	○	○	○
Wie bewerten Sie die Attraktivität der Schweiz als Immobilienstandort im internationalen Vergleich?	○	○	○	○	○

Welche Chancen und Herausforderungen sehen Sie derzeit für institutionelle Investoren auf dem Schweizer Immobilienmarkt?

	grosses Risiko	kleines Risiko	keinen Einfluss	kleine Chancen	grosse Chance
Zinsentwicklung	○	○	○	○	○
Regulatorische Vorgaben (Wohnschutzinitiativen, ESG, etc.)	○	○	○	○	○
Steigende Baukosten	○	○	○	○	○
Geopolitisches Umfeld	○	○	○	○	○
Andere	○	○	○	○	○

Weiter

89% ausgefüllt

Freiwillig: Was ich gerne noch anmerken möchte...

Möchten Sie die fertige Masterarbeit erhalten?

○ Ja, bitte unter folgender E-Mail-Adresse:

○ Nein, danke

Weiter

Vielen Dank für Ihre Teilnahme!

Ihre Unterstützung hilft, um wertvolle Erkenntnisse für die Forschung und Praxis zu gewinnen.

Anhang 2: Generelle Mailinganfrage

Betreff Masterarbeit Real Estate CUREM - Umfrage institutionelle Anleger

Geschätzte Damen & Herren

Mein Name ist Manuela Kiener und ich absolviere derzeit meinen zweiten Master an der Universität Zürich im Fachgebiet Real Estate (CUREM). Im Rahmen meiner Masterarbeit untersuche ich die Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen institutionellen Anlegern - insbesondere Versicherungen, Pensionskassen und Family Offices – in Bezug auf deren Auftrag, Zielsetzung, Anlageverhalten, sowie Prozesse.

Zur vertieften Analyse führe ich u.a. eine quantitative Online-Umfrage durch. Ihre Teilnahme würde einen wertvollen Beitrag zu meiner Forschung leisten. Die Beantwortung dauert **ca. 10 Minuten und erfolgt anonym**. Falls Sie Interesse an den Ergebnissen haben, können Sie am Ende der Umfrage angeben, dass Sie die fertige Arbeit erhalten möchten.

Hier geht's zur Umfrage.

Sollte meine Anfrage intern noch direkt an die richtige Stelle gelangt sein, wäre ich um eine Weiterleitung ans Portfoliomanagement äusserst dankbar.

Für Ihre Bemühungen danke ich Ihnen bereits im Voraus vielmals & verbleibe mit freundlichen Grüssen

Manuela Kiener

Master of Real Estate Management
Mobile +41 79 421 57 30
Manuelaheidi.Kiener@uzh.ch

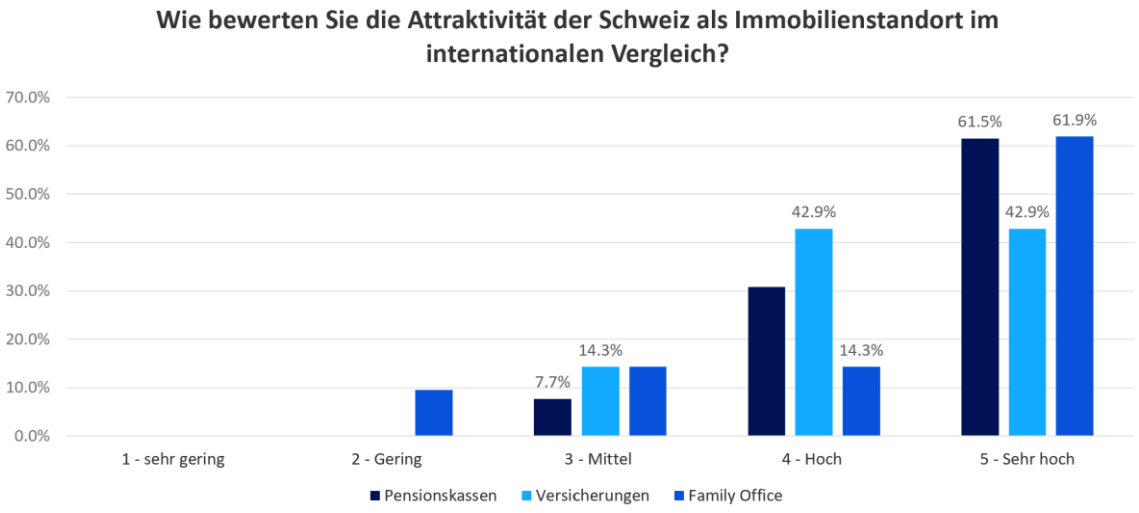
Universität Zürich[UZH]

CUREM – Center for Urban & Real Estate Management

Anhang 3: Weiterführende Grafiken aus der statistischen Analyse

Anhang 3.1:

Attraktivität der Schweiz im internationalen Vergleich



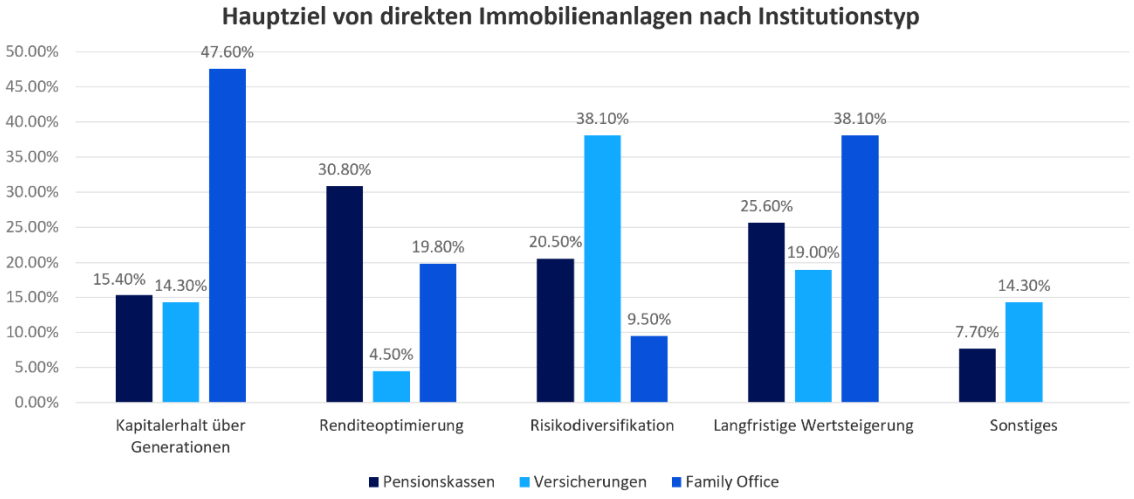
Anhang 3.2:

Deskriptive Statistiken für die Frage: Welche Chancen und Herausforderungen sehen Sie derzeit für institutionelle Investoren auf dem Schweizer Immobilienmarkt?

		N	Minimum	Maximum	Mittelwert	STD
Pensions-kasse	Zinsentwicklung	40	1	5	2.50	1.155
	Regulatorische Vorgaben (Wohnschutzinitiativen, ESG, etc.)	40	1	5	1.58	.813
	Steigende Baukosten	40	1	3	1.93	0.53
	Geopolitisches Umfeld	40	1	5	2.80	0.94
Ver-sicherung	Zinsentwicklung	21	1	5	2.71	1.38
	Regulatorische Vorgaben (Wohnschutzinitiativen, ESG, etc.)	21	1	4	1.81	0.68
	Steigende Baukosten	21	1	4	1.71	0.90
	Geopolitisches Umfeld	21	1	4	2.62	1.16
Family Office	Zinsentwicklung	21	1	5	2.81	1.37
	Regulatorische Vorgaben	21	1	4	1.71	0.90
	Steigende Baukosten	21	1	4	2.33	0.73
	Geopolitisches Umfeld	21	1	5	2.71	1.27

Anhang 3.3:

Welches Hauptziel verfolgt Ihre Institution mit Immobilieninvestitionen?



Anhang 3.4:

Auftrag der gesamthaften Anlagen nach Institutionstyp

	Pensionskasse		Versicherung		Family Office		Gesamt	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Vermögenserhalt und Mehrgenerationenpla-nung	3	7,7%	3	14,3%	17	81,0%	23	28,4%
Langfristige Sicher-stellung von Renten-zahlungen	24	61,5%	0	0,0%	0	0,0%	24	29,6%
Deckung versiche-rungstechnischer Ver-pflichtungen mit stabi-len Erträgen	12	30,8%	17	81,0%	0	0,0%	29	35,8%
Sonstiges	0	0,0%	1	4,8%	4	19,0%	5	6,2%
Gesamt	39	100,0%	21	100,0%	21	100,0%	81	100,0%

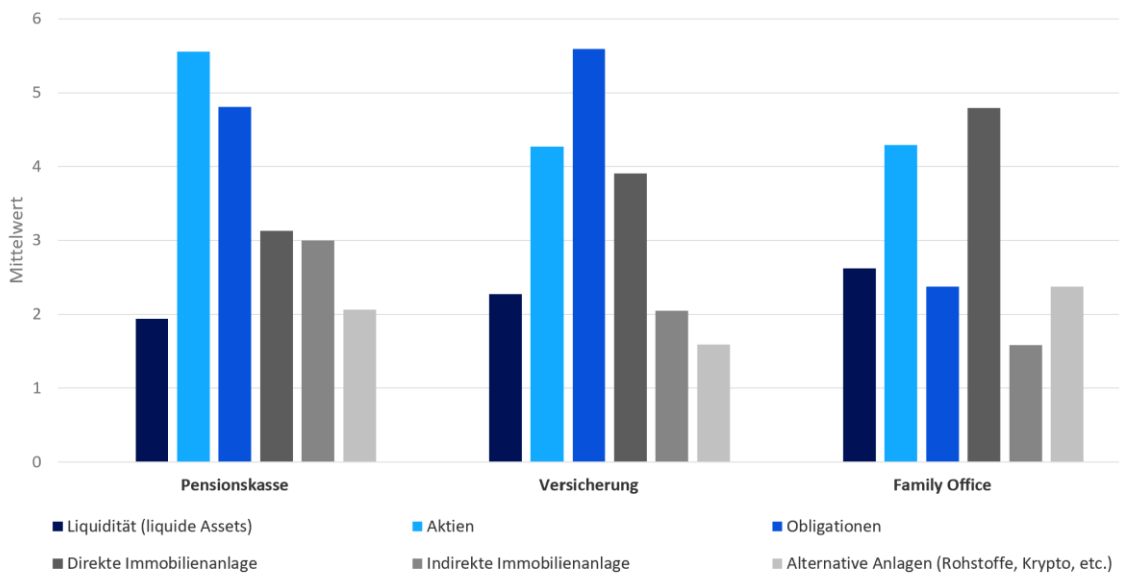
Anhang 3.5:

Hauptziel mit direkten Immobilienanlagen nach Institutionstyp

	Pensionskasse		Versicherung		Family Office		Gesamt	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Kapitalerhalt über Generationen	6	15,4%	3	14,3%	10	47,6%	19	23,5%
Renditeoptimierung	12	30,8%	3	14,3%	1	4,8%	16	19,8%
Risikodiversifikation	8	20,5%	8	38,1%	2	9,5%	18	22,2%
Langfristige Wertsteigerung	10	25,6%	4	19,0%	8	38,1%	22	27,2%
Sonstiges (bitte angeben):	3	7,7%	3	14,3%	0	0,0%	6	7,4%
Gesamt	39	100,0%	21	100,0%	21	100,0%	81	100,0%

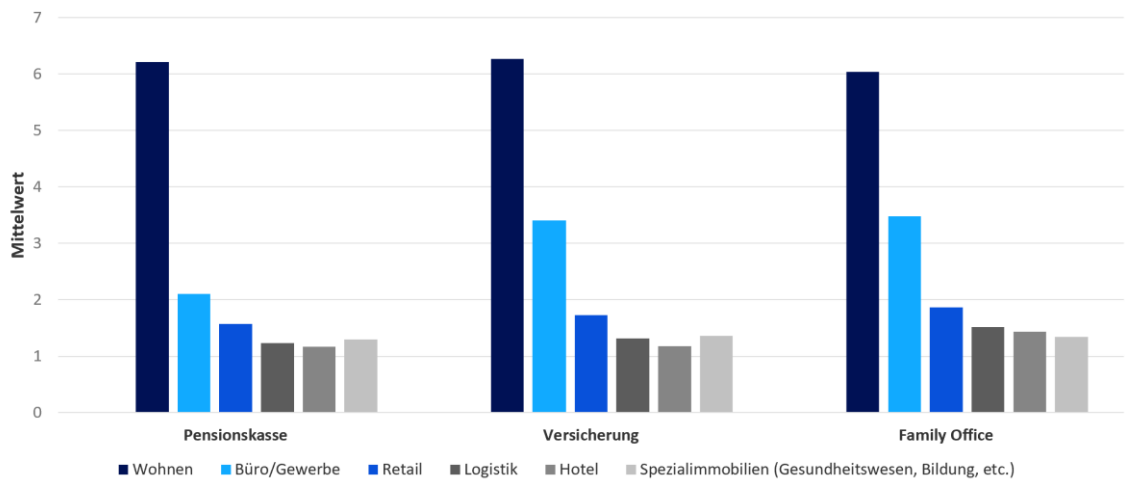
Anhang 3.6:

Anlageklassengewichtung nach Investorentyp (Mittelwerte aus Skala von 1-9; vgl. Fragebogen)



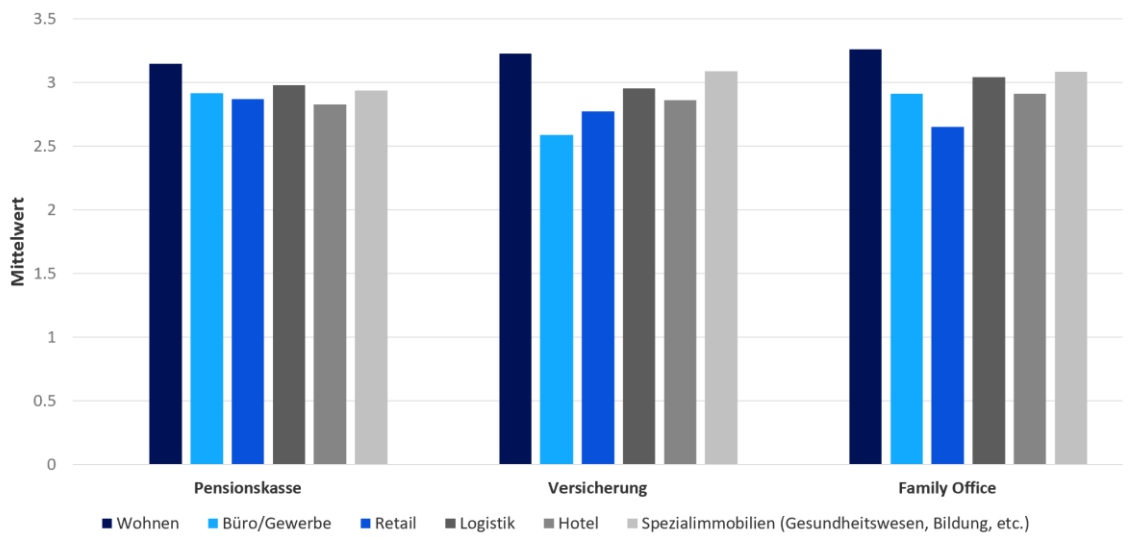
Anhang 3.7:

Bewertung der Ausprägung verschiedener Immobiliennutzungsarten im Direktportfolio nach Investorentyp (Mittelwerte aus Skala von 1-9; vgl. Fragebogen)



Anhang 3.8:

Erwartete Entwicklung der Segmentgewichtung im direkt gehaltenen Immobilienportfolio in den nächsten fünf Jahren (Mittelwerte aus Skala von 1-9; vgl. Fragebogen)



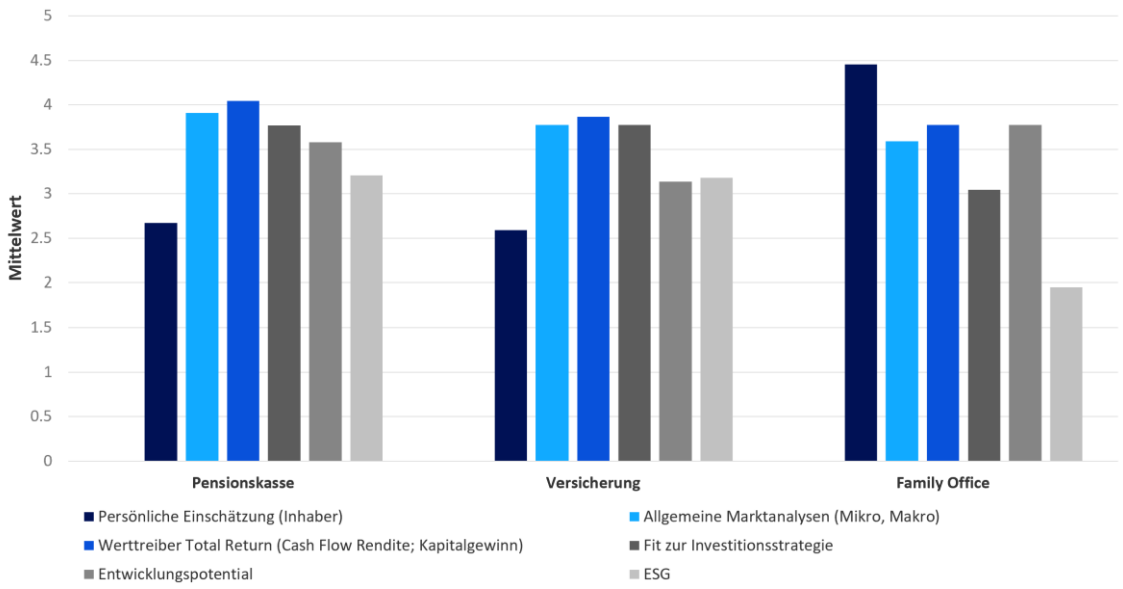
Anhang 3.9:

Verfolgte Anlagestrategie direkter Immobilienanlagen nach Institutionstyp

	Pensionskasse		Versicherung		Family Office		Gesamt	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Income/Core	16	41,0%	11	52,4%	0	0,0%	27	33,3%
Core+	20	51,3%	8	38,1%	9	42,9%	37	45,7%
Value-Added & Growth	2	5,1%	1	4,8%	5	23,8%	8	9,9%
Opportunistic	1	2,6%	1	4,8%	7	33,3%	9	11,1%
Gesamt	39	100,0%	21	100,0%	21	100,0%	81	100,0%

Anhang 3.10:

Bedeutung ausgewählter Einflussfaktoren auf Investitionsentscheidungen nach Investorentyp (Mittelwerte aus Skala von 1-5; vgl. Fragebogen)



Anhang 3.11:

Akquisitionsdauer vom Teaser bis zum Kaufabschluss - differenziert nach Investorentyp

		Dauer des Akquisitionsprozess vom Erhalt des Teasers bis zum Kaufabschluss			
		< 3 Monate	3 - 6 Monate	7 - 12 Monate	> 1 Jahr
Investoren-typ	Pensionskasse	6	19	14	2
	Versicherung	3	9	6	3
	Family Office	6	12	3	0
Gesamt		15	40	23	5

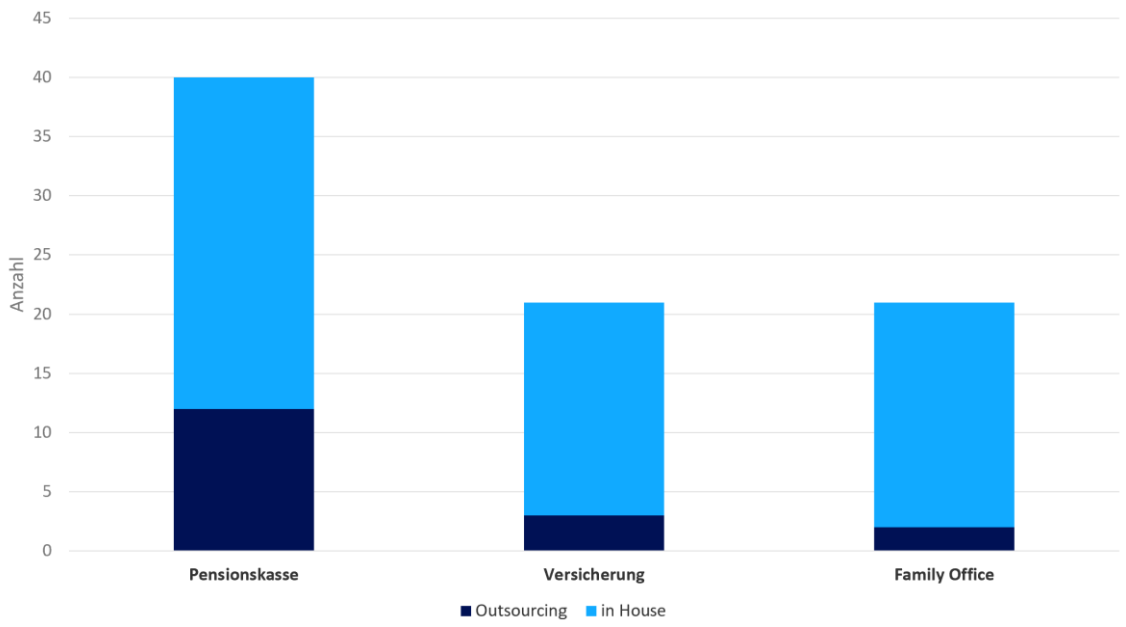
Anhang 3.12:

Hauptentscheidungsträger bei Anlageentscheidungen nach Institutionstyp

	Pensionskasse		Versicherung		Family Office		Gesamt	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Inhaber / Hauptaktionär	0	0,0%	0	0,0%	14	66,7%	14	17,3%
Vorstand / Geschäftsleitung	8	20,5%	7	33,3%	3	14,3%	18	22,2%
Investmentkomitee	22	56,4%	10	47,6%	4	19,0%	36	44,4%
Externe Berater	0	0,0%	1	4,8%	0	0,0%	1	1,2%
Portfolio-Manager	6	15,4%	2	9,5%	0	0,0%	8	9,9%
Andere (bitte angeben):	3	7,7%	1	4,8%	0	0,0%	4	4,9%
Gesamt	39	100,0%	21	100,0%	21	100,0%	81	100,0%

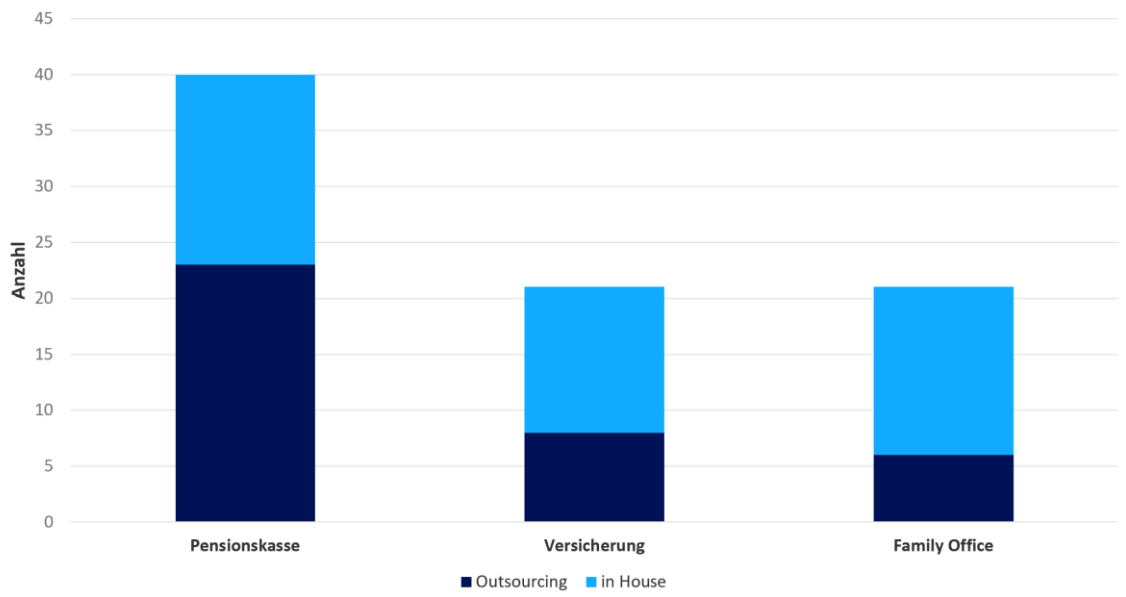
Anhang 3.13:

Inhouse vs. Outsourcing des strategischen Portfoliomanagements nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



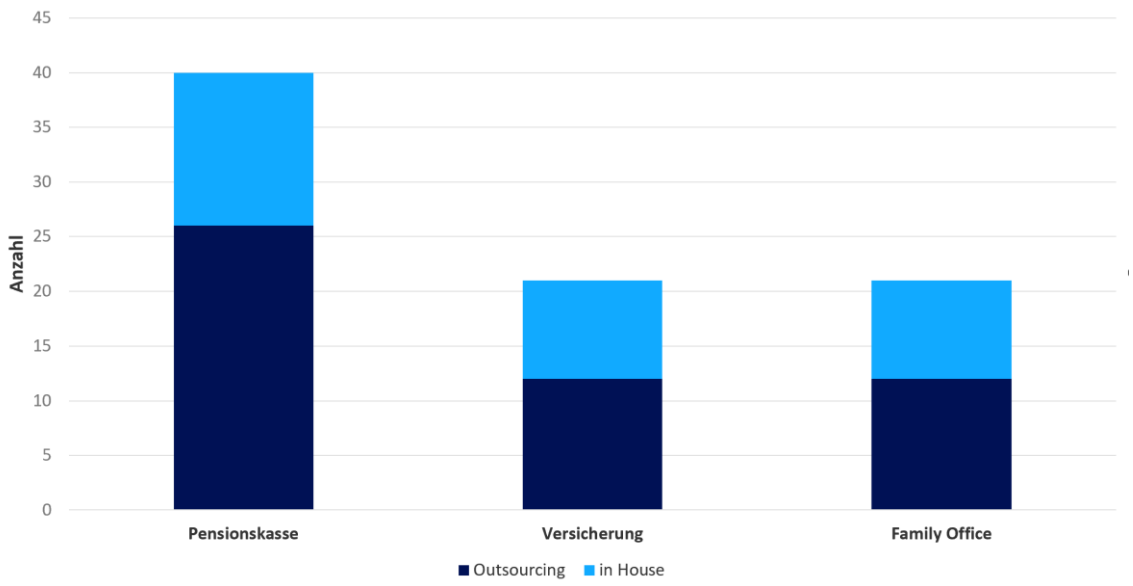
Anhang 3.14:

Inhouse vs. Outsourcing der Due Diligence bei Akquisitionen nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



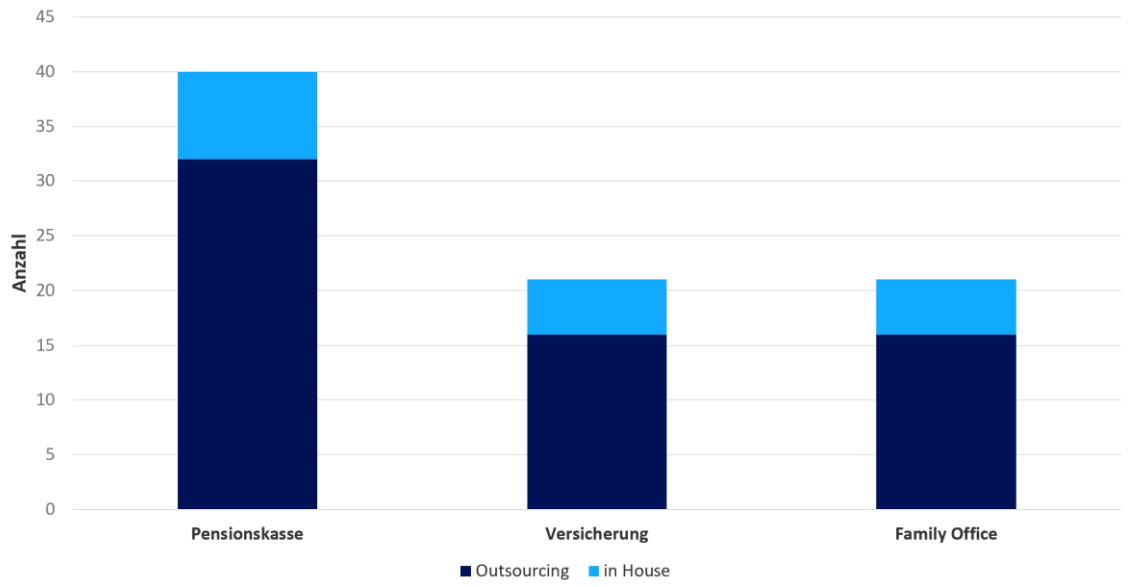
Anhang 3.15:

Inhouse vs. Outsourcing der Konzeption von Entwicklungsprojekten nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



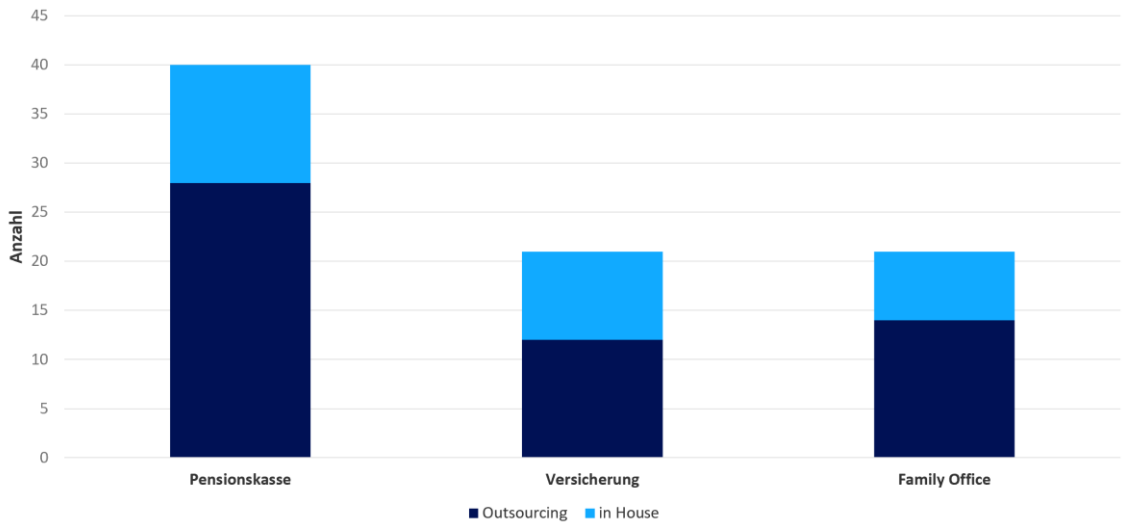
Anhang 3.16:

Inhouse vs. Outsourcing der Erstvermietung nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



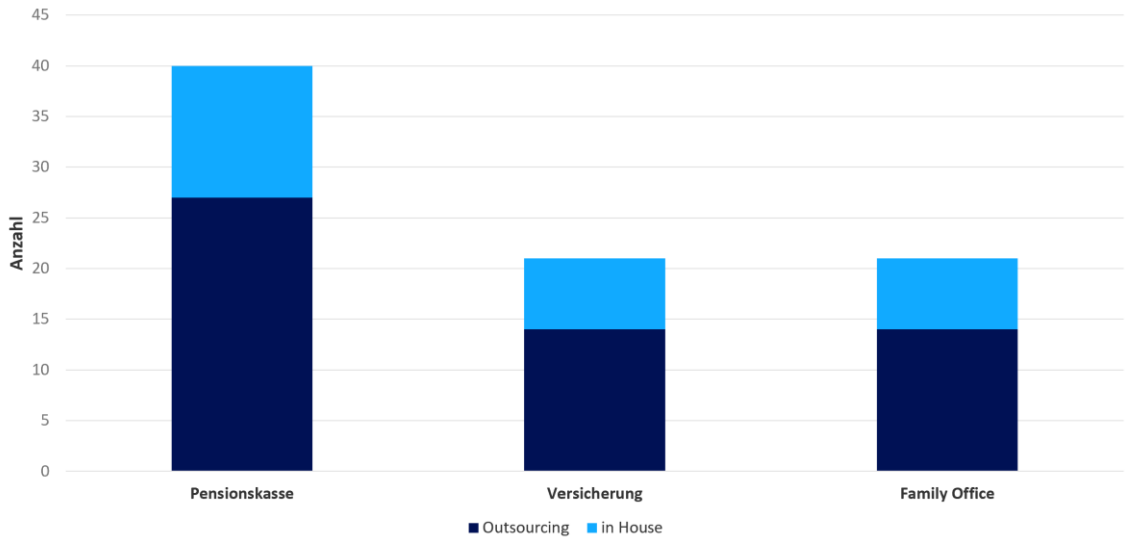
Anhang 3.17:

Inhouse vs. Outsourcing der Instandhaltung nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



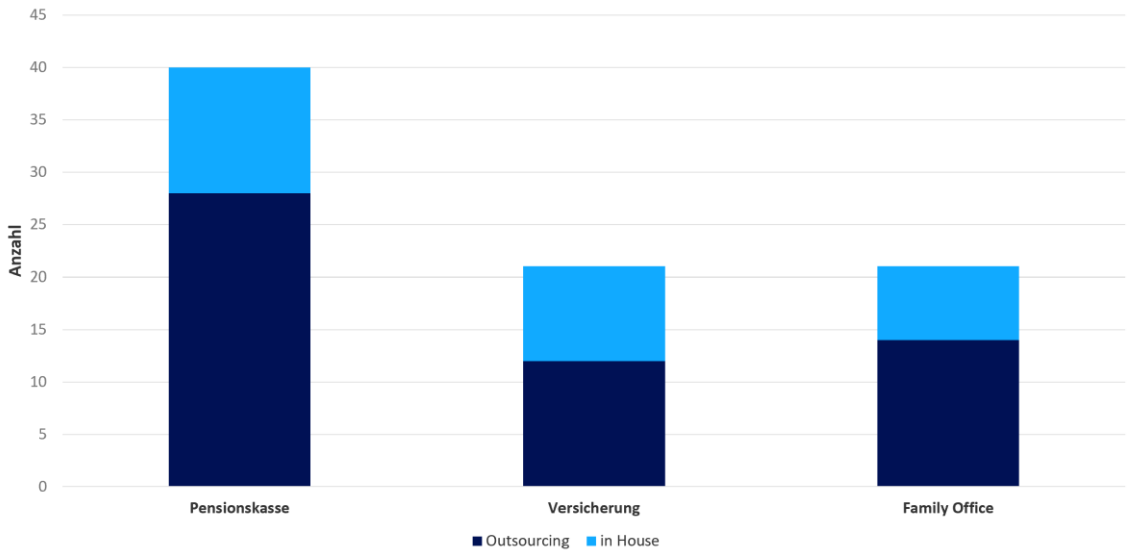
Anhang 3.18:

Inhouse vs. Outsourcing der Bewirtschaftung nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



Anhang 3.19:

Inhouse vs. Outsourcing der Instandhaltung nach Investorentyp (Absolute Zahlen)



Ehrenwörtliche Erklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die vorliegende Arbeit selbstständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Mir ist bekannt, dass ich die volle Verantwortung für die Wissenschaftlichkeit des vorgelegten Textes selbst übernehme, auch wenn KI-Hilfsmittel eingesetzt und deklariert wurden. Alle Stellen, die wörtlich oder sinngemäss aus veröffentlichten oder nicht veröffentlichten Schriften entnommen wurden, sind als solche kenntlich gemacht. Die Arbeit ist in gleicher oder ähnlicher Form oder auszugsweise im Rahmen einer anderen Prüfung noch nicht vorgelegt worden.

Zürich, den 08.09.2025

Manuela Heidi Zürcher-Kiener