Universität Zürich[UZH]

# Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

## Immobilien-Sacheinlagen als strategisches Akquisitions- und Wachstumsinstrument aus Sicht von Anlagestiftungen


Verfasser: Sadriu Vigan


Eingereicht bei: Dr. Georg Meier

Abgabedatum: 07.09.2026

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis ..... IV
Abbildungsverzeichnis ..... VI
Tabellenverzeichnis ..... VII
Executive Summary ..... VIII
1. Einleitung ..... 1
1.1 Ausgangslage ..... 1
1.2 Problemstellung ..... 2
1.3 Zielsetzung und Forschungsfragen ..... 3
1.4 Abgrenzung der Arbeit ..... 4
1.5 Methodisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit ..... 4
2. Theoretische Grundlagen ..... 6
2.1 Institutionelle Immobilienanlagen im Vorsorgekontext ..... 6
2.2 Immobilien als Anlageklasse ..... 7
2.3 Direkte und indirekte Immobilienanlagen ..... 7
2.4 Immobilien-Anlagestiftungen in der Schweiz ..... 8
2.5 Bewertung und Pricing bei Sacheinlagen ..... 9
2.6 Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen ..... 10
2.7 Entscheidungsdimensionen bei Sacheinlagen ..... 12
3. Marktanalyse von Sacheinlagen in der Schweiz ..... 13
3.1 Datenbasis der Marktanalyse ..... 13
3.2 Entwicklung des Schweizer Sacheinlagemarktes ..... 14
3.3 Anzahl und Struktur der Transaktionen ..... 15
3.4 Motive der Sacheinlage aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen ..... 17
3.5 Steuerliche Themen ..... 18
4. Empirische Untersuchung ..... 19
4.1 Forschungsdesign ..... 19
4.1.1 Untersuchungsansatz und Datengrundlage ..... 19
4.1.2 Kurzeinschätzung und Auswahl der Interviewpartner ..... 19
4.1.3 Durchführung und Aufbereitung der Interviews ..... 21
4.1.4 Auswertung der Interviews ..... 22
4.2 Fallstudie Avadis ..... 23
4.2.1 Bedeutung und erste Prüfung ..... 23
4.2.2 Due Diligence, Bewertung und Entscheid ..... 25
4.2.3 Vollzug, Integration und Erkenntnisse ..... 27

4.3 Ergebnisse der Experteninterviews ..... 28
4.3.1 Strategische Bedeutung von Sacheinlagen ..... 28
4.3.2 Auswahlkriterien und Portfoliowirkung ..... 31
4.3.3 Prüfungsprozess und Governance ..... 33
4.3.4 Bewertung, Pricing und steuerliche Themen ..... 35
4.3.5 Datenqualität, nicht zustande gekommene Prozesse und Integration ..... 37
4.3.6 Marktausblick und Wettbewerb ..... 38
5. Diskussion ..... 41
5.1 Strategische Rolle und Entscheidungslogik (Forschungsfrage 1) ..... 41
5.2 Chancen, Risiken und Wirkungszusammenhänge (Forschungsfrage 2) ..... 42
5.3 Künftige Bedeutung und Wettbewerb (Forschungsfrage 3) ..... 43
5.4 Handlungsempfehlungen für Immobilien-Anlagestiftungen ..... 44
5.5 Kritische Würdigung und Limitationen ..... 46
6. Schlussbetrachtung ..... 48
6.1 Fazit ..... 48
6.2 Ausblick ..... 48
Literaturverzeichnis ..... 50
Anhang ..... 52

# Abkürzungsverzeichnis

| | |
|---|---|
| AST | Anlagestiftung |
| ASV | Verordnung über die Anlagestiftungen |
| BFS | Bundesamt für Statistik |
| BGE | Bundesgerichtentscheid |
| BO | Binding Offer |
| BVG | Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge |
| BVV 2 | Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge |
| CAPEX | Capital Expenditures |
| CHF | Schweizer Franken |
| DCF | Discounted Cashflow |
| ESG | Environmental, Social and Governance |
| FusG | Fusionsgesetz |
| GAV | Gross Asset Value (Bruttovermögen) |
| IMAST | Investitionsmodalitäten und Kennzahlen der Anlagestiftungen |
| KGAST | Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen |
| Mio. | Millionen |
| Mrd. | Milliarden |
| NAV | Net Asset Value |
| NBO | Non-Binding Offer |
| OAK BV | Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge |
| RfP | Request for Proposal |

| | |
|---|---|
| z. B. | zum Beispiel |

# Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Jährliches Volumen der Immobilien-Sacheinlagen in der Schweiz, 2002-2025 .... 15
Abbildung 2: Anzahl der abgeschlossenen Sacheinlagen in der Schweiz, 2002-2025 ..... 16
Abbildung 3: Anzahl der übertragenen Liegenschaften, 2002-2025 ..... 17
Abbildung 4: Strategische Bedeutung von Sacheinlagen..... 29
Abbildung 5: Chancen und Nutzen von Sacheinlagen aus Sicht der Anlagestiftungen ..... 31
Abbildung 6: Wichtigste Prüfkriterien bei Sacheinlagen..... 32
Abbildung 7: Praktische Herausforderungen bei Sacheinlagen..... 35
Abbildung 8: Erwartete Entwicklung des Sacheinlagemarkts in den nächsten fünf Jahren ..... 40

# Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht Interviewpartner ..... 21

## Executive Summary

Schweizer Pensionskassen hielten Ende 2024 Immobilienanlagen von rund CHF 267,7 Mrd. Der direkte Besitz bietet Kontrolle über die Liegenschaften, bindet aber Fachwissen, personelle Ressourcen und geeignete Systeme. Kleinere und mittelgrosse Vorsorgeeinrichtungen mit historisch gewachsenen Portfolios prüfen deshalb, ob sie ihre Liegenschaften weiterhin selbst führen können. Ein möglicher Weg ist die Sacheinlage. Die Vorsorgeeinrichtung überträgt ihre Liegenschaften auf eine Immobilien-Anlagegruppe, erhält dafür Ansprüche und bleibt indirekt investiert. Für die aufnehmende Anlagestiftung ist das keine gewöhnliche Akquisition. Sie übernimmt gleichzeitig ein Immobilienportfolio und eine neue Anlegerin. Untersucht wurde diese Transaktion bisher fast nur aus Sicht der einbringenden Partei. Diese Lücke schliesst die vorliegende Arbeit.

Grundlage sind eine Marktanalyse der KGAST-/UBS-Erhebungen, eine Fallstudie mit internem Prozesszugang, eine standardisierte Kurzeinschätzung sowie Interviews mit sechs Anlagestiftungen und einem Investment Consultant. Die vertretenen Anlagegruppen halten zusammen ein Nettovermögen von rund CHF 29 Mrd. Das zentrale Ergebnis fällt differenzierter aus, als es der Begriff Wachstumsinstrument vermuten lässt. Sacheinlagen sind kein verlässlicher Wachstumskanal, sondern ein bedingtes Akquisitionsinstrument. Grosse und breit diversifizierte Anlagegruppen prüfen Angebote opportunistisch. Kleinere oder wachstumsorientierte Gefässe können mit einer einzigen Transaktion Portfolio und Anlegerbasis gleichzeitig vergrössern. Entscheidend ist in beiden Fällen nicht das zusätzliche Volumen, sondern die Wirkung auf das bestehende Portfolio.

Chancen und Risiken haben dabei dieselbe Ursache. Wer ein ganzes Portfolio übernimmt, wächst rasch und erhält Zugang zu Beständen ausserhalb des offenen Markts, kann aber nicht nur die attraktiven Objekte auswählen. Die grössten Risiken liegen bei Portfolioqualität, Preis, latenten Steuern und Datenqualität. Sie hängen zusammen und lassen sich nach dem Closing kaum noch korrigieren. Die wirtschaftliche Grenze bildet der Schutz der bestehenden Anleger.

Für die nächsten fünf Jahre erwarten die Befragten eine stabile bis leicht zunehmende Bedeutung. Treiber sind die Konsolidierung der Vorsorgeeinrichtungen und ungelöste Nachfolgefragen. Der Markt bleibt aber von einzelnen Transaktionen geprägt und lässt sich nicht planen. Aus den Ergebnissen werden acht Handlungsempfehlungen abgeleitet. Sie folgen einem Grundsatz. Eine Sacheinlage lohnt sich nur, wenn sie das Bestandesportfolio nicht nur vergrössert, sondern besser macht.

# 1. Einleitung

## 1.1 Ausgangslage

Für die Schweizer Vorsorgeeinrichtungen gehören Immobilien zu den wichtigsten Anlageklassen. Ende 2024 beliefen sich die Immobilienanlagen der Schweizer Pensionskassen auf rund CHF 267,7 Mrd. und entsprachen 21,9 % der aggregierten Bilanzsumme. Davon entfielen rund CHF 230,4 Mrd. auf Immobilien in der Schweiz. Die Zahl der Vorsorgeeinrichtungen sank von 1'353 im Jahr 2022 auf 1'292 im Jahr 2024. Gleichzeitig setzte sich der Konzentrationsprozess fort. Im Jahr 2008 hatten 64,6 % der Vorsorgeeinrichtungen weniger als 300 aktive Versicherte, im Jahr 2024 waren es noch 42,8 %. Umgekehrt stieg der Anteil der Einrichtungen mit mehr als 10'000 aktiven Versicherten von 2,5 % auf 6,7 %. Im Jahr 2024 verwalteten 15,7 % der Vorsorgeeinrichtungen 80,6 % des gesamten Anlagevermögens (BFS, 2026, S. 5-8). Für langfristig orientierte Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen bieten direkte Investitionen in Immobilien attraktive Konditionen, da sie laufende Erträge einbringen und zur Diversifikation gegenüber anderen Anlageklassen wie Aktien oder Obligationen eingesetzt werden können. Direkte Investitionen in Immobilien bringen jedoch zusätzliche Aufgaben mit sich. Dazu gehören die Bewirtschaftung, Instandhaltung, Instandsetzung und Weiterentwicklung der einzelnen Objekte. Zusätzlich müssen die Risiken auf Objekt- und Portfolioebene laufend überwacht werden. Diese Aufgaben setzen personelle Ressourcen, branchenspezifisches «Know-how» und geeignete Systeme voraus. Besonders anspruchsvoll kann der Direktbesitz bei historisch gewachsenen Portfolios sein. Solche Bestände bestehen teilweise aus Liegenschaften, die stark regional konzentriert sind oder weisen einen hohen Investitionsbedarf auf. Kleinere Vorsorgeeinrichtungen stehen dadurch immer häufiger vor der Frage, ob die direkte Immobilienanlage langfristig noch die passende Form der Investition darstellt (Monvoisin, 2024, S. VIII). Für die Reduktion direkter Immobilienanlagen stehen verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung. Eine Vorsorgeeinrichtung kann die Liegenschaften verkaufen und den Erlös anschliessend in andere Anlageformen (z. B. Aktien, Obligationen, Private Equity) oder in ein indirektes Immobilien-Anlagegefäss investieren. Alternativ können die Liegenschaften direkt als Sacheinlage in ein solches Immobiliengefäss eingebracht werden. Als Gegenleistung erhält die einbringende Vorsorgeeinrichtung Ansprüche am Gefäss. Sie gibt somit das direkte Eigentum und die Kontrolle über die Liegenschaften ab, bleibt aber wirtschaftlich in indirekter Form im Schweizer Immobilienmarkt investiert (Guerra, 2008, S. 6–8). Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen spielen bei solchen Transaktionen eine wichtige Rolle. Sie ermöglichen Vorsorgeeinrichtungen durch

eine Sacheinlage den Zugang zu professionell bewirtschafteten und diversifizierten Immobilienportfolios. Die Beteiligung erfolgt über Ansprüche an einer Anlagegruppe. Nach der Sacheinlage ist die Vorsorgeeinrichtung nicht mehr nur an den Erträgen ihrer bisherigen Liegenschaften beteiligt, sondern am gesamten Immobilienportfolio der Anlagegruppe.

## 1.2 Problemstellung

Eine Sacheinlage ist für die aufnehmende Anlagestiftung mehr als eine normale Transaktion. Zusätzlich zu den Liegenschaften wird auch die einbringende Vorsorgeeinrichtung als neue Anlegerin in die Anlagegruppe aufgenommen. Die Transaktion verbindet gleichzeitig den Erwerb von Immobilien, die Ausgabe neuer Ansprüche und die Erweiterung des Anlegerkreises. Die angebotenen Liegenschaften müssen nicht nur einen angemessenen Wert aufweisen, sondern auch zur Strategie und zum Bestandesportfolio passen. Dafür müssen unter anderem die Lage, Objektqualität, Ertragskraft und der erwartete Investitionsbedarf beurteilt werden. Gleichzeitig muss das verantwortliche Immobilienmanagement der Anlagestiftung innerhalb des Prozesses sicherstellen, dass die bestehenden Anleger durch den Sacheinlagepreis, die Ausgabe neuer Ansprüche oder die anfallenden Transaktionsnebenkosten nicht wirtschaftlich benachteiligt werden. Je nach Reglement kann eine Ausgabekommission erhoben werden. Damit lassen sich transaktionsbedingte Aufwände und mögliche Verwässerungseffekte zulasten der bestehenden Anleger ausgleichen.

Die Transaktion kann auch auf steuerlicher und rechtlicher Ebene beeinflusst werden. Dazu gehören insbesondere die Grundstückgewinnsteuer, die Handänderungssteuer, der Umgang mit latenten Steuern, mögliche Steuerrulings und die gewählte Form der Eigentumsübertragung (z. B. mittels Vermögensübertragungsvertrag). Diese Punkte wirken sich direkt auf den Sacheinlagepreis, die Transaktionsnebenkosten und die Sicherheit des Vollzugs aus. Zusätzlich muss die Anlagestiftung mit ihrem Immobilien-Team früh beurteilen, welcher Aufwand nach dem Abschluss des Deals für die Übernahme und Integration der Daten, Mietverträge, Bewirtschaftungsmandate und weiteren Dokumente entsteht. Die Sacheinlage ist für die Anlagestiftung somit nicht nur ein attraktiver Wachstumskanal. Sie kann auch zusätzliche Risiken in das Bestandesportfolio einbringen, wenn die Due Diligence nicht sorgfältig durchgeführt wird. Dies kann beispielsweise der Fall sein, wenn einige der eingebrachten Liegenschaften nicht zur Strategie der Anlagegruppe passen, ein hoher Sanierungsbedarf

erst spät erkannt wird oder eine zu starke regionale Konzentration die Diversifikation negativ beeinflusst.

Frühere CUREM-Arbeiten, die das Thema Sacheinlagen untersuchten, haben vor allem die Entscheidungsgründe der einbringenden Vorsorgeeinrichtungen analysiert. Dabei standen die Professionalisierung des Immobilienmanagements, die Reduktion des internen Aufwands und eine bessere Diversifikation im Vordergrund (Guerra, 2008, S. 34–46). Eine neuere Untersuchung zeigt ebenfalls, dass organisatorische Gründe häufig wichtiger sind als eine kurzfristige Verbesserung der Rendite. Monvoisin untersuchte abgeschlossene, laufende und geplante Sacheinlagen im Umfang von rund CHF 670 Mio., verteilt auf 70 Liegenschaften. Berücksichtigt wurden dabei nur Direktbestände unter CHF 300 Mio. Er kommt zum Schluss, dass eine Sacheinlage ihren Mehrwert vor allem dadurch schafft, dass sie das Management entlastet und Risiken auslagert, und dass keine generellen Performanceeinbussen erkennbar sind (Monvoisin, 2024, S. VIII). Beide Untersuchungen betrachten die Transaktion damit aus der Sicht der einbringenden Partei. Wie die aufnehmende Anlagestiftung dieselbe Transaktion beurteilt, welche Kriterien über Annahme oder Ablehnung entscheiden und wie sie die Interessen ihrer bestehenden Anleger schützt, bleibt offen.

## 1.3 Zielsetzung und Forschungsfragen

Ziel der Arbeit ist es, Sacheinlagen als strategisches Transaktions- und Wachstumsinstrument aus Sicht der aufnehmenden Anlagestiftung zu untersuchen. Im Mittelpunkt steht die Frage, nach welchen Kriterien eine angebotene Sacheinlage angenommen oder abgelehnt wird. Dazu kommen die Chancen und Risiken bei Prüfung, Übernahme und Integration sowie die künftige Bedeutung des Sacheinlagemarkts. Aus den Ergebnissen werden Handlungsempfehlungen für aufnehmende Anlagestiftungen abgeleitet. Im Mittelpunkt steht die Frage, wie eine aufnehmende Anlagestiftung eine angebotene Sacheinlage beurteilt, welchen Beitrag die Transaktion zur Portfolioentwicklung leisten kann und welche Risiken berücksichtigt werden müssen. In einem ersten Schritt wird die Entwicklung des Schweizer Sacheinlagemarkts anhand der KGAST-/UBS-Erhebungen untersucht. Danach wird am Beispiel der Avadis Anlagestiftung dargestellt, wie eine Sacheinlage in der Praxis geprüft, bewertet, genehmigt und integriert wird. Die Erkenntnisse aus der Marktanalyse und der Fallstudie werden anschliessend durch eine standardisierte Kurzeinschätzung und Experteninterviews mit weiteren Marktteilnehmern ergänzt.

Daraus ergeben sich folgende Forschungsfragen:

1) Welche strategische Rolle spielen Sacheinlagen im Wachstums- und Portfoliokonzept von Immobilien-Anlagestiftungen und nach welchen Kriterien erfolgt deren Annahme und Genehmigung?
2) Welche Chancen und Risiken sind für Immobilien-Anlagestiftungen mit der Prüfung, Übernahme und Integration von Sacheinlagen verbunden?
3) Welche Bedeutung werden Sacheinlagen künftig im institutionellen Immobilienmarkt haben und welche Handlungsempfehlungen lassen sich für Immobilien-Anlagestiftungen ableiten?

## 1.4 Abgrenzung der Arbeit

Die Untersuchung fokussiert sich auf Immobilien-Sacheinlagen bei Schweizer Anlagestiftungen. Im Mittelpunkt stehen Anlagegruppen, die direkt in Immobilien verschiedener Nutzungsarten wie z. B. Wohnen, Büro oder Logistik in der Schweiz investieren. In dieser Arbeit werden Sacheinlagen in Immobilienfonds oder Immobilienaktiengesellschaften nicht behandelt. Der Blickwinkel der Vorsorgeeinrichtungen wird nur so weit einbezogen, wie es für das Verständnis des Sacheinlageprozesses notwendig ist. Der Schwerpunkt liegt auf der Perspektive der aufnehmenden Anlagestiftung.

Die Arbeit enthält keine umfassende steuerrechtliche Analyse. Die Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer, latenten Steuern und Steuerrulings werden dort behandelt, wo sie die Preisfindung oder den Entscheid der Anlagestiftung beeinflussen. Die einzelnen kantonalen Steuergesetze wie auch die verschiedenen Transaktionsstrukturen werden nicht vollständig beurteilt. Weiter wird nicht untersucht, wie sich die langfristige Performance der eingebrachten Liegenschaften nach Abschluss der Sacheinlage entwickelt hat. Da hierfür vergleichbare historische Daten und Vergleichstransaktionen aus mehreren Sacheinlagen notwendig wären und diese innerhalb der Anlagestiftungen vertraulich behandelt werden, ist dies nicht möglich. Der Fokus liegt deshalb auf der strategischen Bedeutung, dem Prüfungs- und Genehmigungsprozess sowie den wichtigsten Entscheidungskriterien.

## 1.5 Methodisches Vorgehen und Aufbau der Arbeit

Die Untersuchung ist qualitativ angelegt. Dabei werden eine Literatur- und Marktanalyse, eine Fallstudie, eine standardisierte Kurzeinschätzung und Experteninterviews miteinander verbunden. Die Literatur- und Marktanalyse dient der Einordnung des Themas in die bestehende Literatur und der Darstellung des Markts. Für die Marktanalyse wird

hauptsächlich die KGAST-/UBS-Erhebung aus dem Jahr 2026 verwendet. Sie enthält historische Angaben zum Transaktionsvolumen, zur Anzahl der Transaktionen und zur Anzahl der eingebrachten Liegenschaften der letzten 30 Jahre (1995–2025). Die vorletzte Erhebung aus dem Jahr 2020 wird ergänzend beigezogen, um frühere Einschätzungen zu Motiven, Steuern und Markterwartungen mit der aktuellen Umfrage zu vergleichen.

Die Avadis Anlagestiftung bildet den Untersuchungsfall der Fallstudie. Dabei wird auf interne Prozesskenntnisse zurückgegriffen und es werden ausgewählte Unterlagen untersucht. Im Zentrum der Fallstudie stehen der Erstkontakt mit der Vorsorgeeinrichtung, die Vorprüfung, das unverbindliche Angebot (NBO) und das verbindliche Angebot (BO), der Due-Diligence-Prozess, die Bewertung durch einen unabhängigen externen Partner, die steuerliche und rechtliche Strukturierung, die interne Genehmigung sowie der Vollzug und die Integration der Liegenschaften.

Vor den Interviews erhalten die Teilnehmenden eine standardisierte Kurzeinschätzung. Darin werden unter anderem die strategische Bedeutung von Sacheinlagen, Chancen, Herausforderungen, Prüfkriterien und die erwartete Marktentwicklung bewertet. Besonders auffällige oder voneinander abweichende Antworten werden im anschliessenden Interview vertieft. Mit der Zustimmung der jeweiligen Interviewpartner werden die Gespräche aufgenommen, transkribiert und anonymisiert ausgewertet.

Nach der Einleitung werden in Kapitel 2 die theoretischen, rechtlichen und immobilienwirtschaftlichen Grundlagen dargestellt. Anschliessend wird in Kapitel 3 die Entwicklung des Schweizer Sacheinlagemarkts analysiert. Kapitel 4 enthält das Forschungsdesign, die Fallstudie und später die Ergebnisse der Experteninterviews. Darauf aufbauend werden in Kapitel 5 die Forschungsfragen beantwortet, die Ergebnisse diskutiert und Handlungsempfehlungen abgeleitet. Kapitel 6 fasst die wichtigsten Erkenntnisse zusammen und gibt einen Ausblick.

# 2. Theoretische Grundlagen

## 2.1 Institutionelle Immobilienanlagen im Vorsorgekontext

Die zweite Säule des schweizerischen Drei-Säulen-Systems ist die berufliche Vorsorge. Sie ergänzt die staatliche Vorsorge der ersten Säule und die private Vorsorge der dritten Säule. Vorsorgeeinrichtungen haben gegenüber ihren Versicherten die Verantwortung, die versprochenen Leistungen zu erfüllen. Dazu müssen sie das gebundene Vermögen optimal verwalten und anlegen. Für eine optimale Handhabung müssen die erwarteten Renditen mit den eingegangenen Risiken, der Sicherheit und der Liquidität in Einklang gebracht werden, damit der Vorsorgezweck langfristig erfüllt wird (Art. 71 Abs. 1 BVG; Art. 50 Abs. 2 und 3 BVV 2). Immobilien nehmen innerhalb der Vermögensanlage der beruflichen Vorsorge eine wichtige Stellung ein. Ende 2024 betrug ihr Anteil an der aggregierten Bilanzsumme der Schweizer Pensionskassen 21,9 %. Von den Immobilienanlagen im Umfang von rund CHF 267,7 Mrd. entfielen rund CHF 230,4 Mrd. auf Immobilien in der Schweiz (BFS, 2026, S. 5-6). Neben Immobilien sind Vorsorgeeinrichtungen auch in Aktien und Obligationen investiert.

Vorsorgeeinrichtungen müssen sich nicht nur die Frage stellen, wie viel Kapital sie in Immobilien investieren möchten, sondern zusätzlich auch, in welcher Form das Investment stattfinden soll. Die Kontrolle liegt vollständig bei der Vorsorgeeinrichtung, wenn direkt in Immobilien investiert wird. Jedoch muss in diesem Fall die Vorsorgeeinrichtung personelle, organisatorische und finanzielle Ressourcen bereitstellen. Investiert die Vorsorgeeinrichtung dagegen indirekt, übernimmt das Anlagegefäss die Bewirtschaftung, die Instandhaltung, die Bewertung und die Weiterentwicklung der Liegenschaften. Die Vorsorgeeinrichtung gibt damit auch die Kontrolle über die einzelnen Objekte ab. Welche Anlageform langfristig sinnvoll und rentabel ist, hängt von der Grösse, Zusammensetzung und Managementstruktur des Portfolios ab. Klumpenrisiken können innerhalb des Portfolios entstehen, wenn die Allokation stark regional konzentriert ist. Zusätzlich kann sich der Aufwand bei der direkten Anlageform erhöhen, wenn die Vorsorgeeinrichtung keine Fachkräfte hat, die Nachfolgeregelung erschwert ist und das Portfolio einen hohen CAPEX-Bedarf aufweist. Deswegen ist der Wechsel der Anlageform nicht nur eine finanzielle, sondern auch eine strategische und organisatorische Entscheidung (Monvoisin, 2024, S. VIII).

## 2.2 Immobilien als Anlageklasse

Immobilien unterscheiden sich in mehreren Punkten von klassischen Finanzanlagen. Sie sind standortgebunden, kapitalintensiv, nicht beliebig teilbar und nur eingeschränkt handelbar. Die einzelne Liegenschaft wird nicht an der Börse gehandelt. Somit sind keine laufenden Marktpreise wie bei Aktien oder Obligationen beobachtbar. Der Wert einer Immobilie muss deshalb mit anerkannten Bewertungsverfahren wie z. B. der Discounted-Cashflow-Methode (DCF) geschätzt werden. Dabei werden unter anderem die zukünftigen Mieterträge, Betriebskosten, Investitionen und objektspezifischen Risiken geschätzt und auf den Bewertungsstichtag diskontiert. Wert und Preis sind aber nicht dasselbe. Den Wert schätzt der Bewerter, der Preis entsteht in der konkreten Transaktion. In Bieterverfahren kann er deutlich über der Marktwertschätzung liegen (Fahrländer & Kloess, 2024b, S. 319–320).

Direkte Immobilienanlagen sind nicht standardisiert und weisen eine hohe Heterogenität auf. Die geografische Lage, die Nutzungsart, das Alter und der bauliche Zustand prägen die Eigenschaften und das Risiko- und Ertragsprofil einer Liegenschaft. Die Gesamtrendite (Total Return) einer direkten Immobilienanlage besteht aus zwei Teilen. Die Cashflow-Rendite bildet den laufenden Mietertrag nach Abzug der Kosten ab. Die Wertänderungsrendite zeigt die Entwicklung des Immobilienwerts (Krauz, 2009, S. 31). Auf Portfolioebene lassen sich immobilienspezifische Risiken über eine Streuung nach Standort, Nutzungsart und Objekteigenschaften reduzieren (Guerra, 2008, S. 37).

## 2.3 Direkte und indirekte Immobilienanlagen

Wenn eine Vorsorgeeinrichtung direkt in Immobilien investiert, ist sie Eigentümerin der Parzelle und somit namentlich im Grundbuch eingetragen. Sie trägt die wirtschaftliche, rechtliche und nachhaltigkeitsbezogene Verantwortung für die Liegenschaften. Dazu gehören die Vermietung, die Bewirtschaftung, die Instandhaltung, die Finanzierung, die Bewertung und die Weiterentwicklung. Aufgrund des hohen Masses an Kontrolle kann die Vorsorgeeinrichtung objektspezifische Entscheidungen selbst treffen und die Leitplanken des Portfolios so festlegen, dass die eigenen Ziele erreicht werden können. Für die optimale Umsetzung ist jedoch ein professionelles Immobilienmanagement mit genügend personellen Ressourcen notwendig, das die aktuellen Herausforderungen des Schweizer Immobilienmarkts kennt und bewältigen kann. Zudem ist der Aufbau eines solchen Immobilien-Teams mit hohen internen und externen Kosten verbunden.

Bei einer indirekten Immobilienanlage ist die Vorsorgeeinrichtung nicht Eigentümerin der Parzelle und somit nicht im Grundbuch eingetragen. Eingetragen ist das Anlagegefäss, das die Immobilie hält und bewirtschaftet. Vorsorgeeinrichtungen können z. B. über Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften und Anlagestiftungen indirekt in den Schweizer Immobilienmarkt investieren. Diese einzelnen Gefässe unterscheiden sich jedoch in der Anlegerstruktur, der Handelbarkeit, den Kosten und dem Mitspracherecht. Anlagestiftungen versuchen mit ihrem «Club»-Gedanken, ein passendes Angebot für Vorsorgeeinrichtungen bereitzustellen, da sich der Anlegerkreis auf Einrichtungen der beruflichen Vorsorge beschränkt.

Neben dem Verkauf kann eine Vorsorgeeinrichtung ihre Liegenschaften auch als Sacheinlage in ein Anlagegefäss einbringen. Bei einer Anlagestiftung erhält sie dafür Ansprüche an der Anlagegruppe. Die operative Verantwortung liegt danach bei der Anlagestiftung. Die wirtschaftliche Beteiligung am Immobilienmarkt bleibt bei der Vorsorgeeinrichtung weiterhin bestehen (Guerra, 2008, S. 6–8). Nach der Sacheinlage ist die Vorsorgeeinrichtung nicht nur an den Erträgen, Potenzialen und Risiken ihrer bisherigen Liegenschaften beteiligt, sondern partizipiert an allen übrigen Liegenschaften im Portfolio. Deswegen spielt für die einlegende Partei nicht nur der Sacheinlagepreis eine grosse Rolle, sondern auch die Qualität, Strategie, Kosten und Governance der aufnehmenden Anlagegruppe.

## 2.4 Immobilien-Anlagestiftungen in der Schweiz

Anlagestiftungen sind Einrichtungen der beruflichen Vorsorge, die das Vermögen mehrerer Vorsorgeeinrichtungen gemeinsam anlegen und verwalten. Als Anleger zugelassen sind Vorsorgeeinrichtungen und weitere in der Schweiz domizilierte Einrichtungen, die von den Steuern befreit sind und ihrem Zweck nach der beruflichen Vorsorge dienen (Art. 1 ASV). Ist eine Vorsorgeeinrichtung in einer Anlagestiftung investiert, wird festgehalten, für welche Anlagegruppe sie Ansprüche hält. Jede Anlagegruppe wird buchhalterisch eigenständig geführt und ist wirtschaftlich von den übrigen Anlagegruppen getrennt. Für ihre Verbindlichkeiten haftet ausschliesslich ihr eigenes Vermögen (Art. 53i Abs. 2 und Art. 53j Abs. 2 BVG). Anlagestiftungen unterstehen der direkten Aufsicht der Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (Art. 64a Abs. 2 BVG). Mit ihren Immobilienanlagegefässen investieren Anlagestiftungen die Gelder der Vorsorgeeinrichtungen direkt oder indirekt in den Immobilienmarkt. Die Anlagegruppen können beispielsweise auf Wohnliegenschaften, Geschäftsliegenschaften oder gemischte Portfolios ausgerichtet

sein. Die Ansprüche der Anlagegruppen werden nicht öffentlich an der Börse gehandelt. Sie werden zu einem bestimmten NAV-Stichtag bewertet.

Da Anlagestiftungen mit ihren Immobilien-Anlagegruppen den Zugang zu einem professionell verwalteten Immobilienportfolio ermöglichen, haben sie in der beruflichen Vorsorge einen hohen Stellenwert. Durch ihre Anlage können sich Vorsorgeeinrichtungen im Anlageuniversum breiter diversifizieren und ihre eigenen Immobilientätigkeiten, die bei einem direkten Investment entstehen, reduzieren. Anhand der Anlagestrategie, der Zusammensetzung der Liegenschaften, der Performance, der Kosten, der Fremdfinanzierung und des NAV lassen sich die verschiedenen Anlagegruppen vergleichen. Die in der KGAST zusammengeschlossenen Anlagestiftungen melden ihre Kennzahlen regelmässig. Auf dieser Grundlage publiziert die KGAST eine Kennzahlenübersicht, in der die Schweizer Immobilien-Anlagegruppen nach den Nutzungen «Wohnen», «Geschäft» und «Gemischt» gegliedert sind. Zu jeder Anlagegruppe werden Kennzahlen wie das Gesamtvermögen, das Nettovermögen, die Fremdfinanzierungsquote und die Anlagerendite ausgewiesen (KGAST, 2026, S. 3–4).

## 2.5 Bewertung und Pricing bei Sacheinlagen

Die interne und externe Bewertung ist ein zentraler Bestandteil jeder Sacheinlage. Die Bewertung durch einen unabhängigen externen Bewerter bestimmt, zu welchem Wert die Liegenschaften in die Anlagegruppe eingebracht werden und hat einen massgebenden Einfluss darauf, wie viele Ansprüche die einbringende Vorsorgeeinrichtung erhält. Ist der Sacheinlagepreis des Portfolios zu hoch, werden die bestehenden Anleger durch die Transaktion benachteiligt. Im anderen Fall erhält die einlegende Partei zu wenige Ansprüche und der Deal verliert an Attraktivität.

Swiss GAAP FER 26 wird sinngemäss auch auf Anlagestiftungen angewandt (Swiss GAAP FER 26, Erläuterung 11 zu Ziff. 1). Die Aktiven sind zu den am Bilanzstichtag zutreffenden aktuellen Werten zu bewerten. Bei Immobilien ohne regelmässigen öffentlichen Handel wird der aktuelle Wert anhand des erwarteten Ertrags unter Berücksichtigung eines risikogerechten Kapitalisierungszinssatzes ermittelt, durch den Vergleich mit ähnlichen Objekten geschätzt oder nach einem anderen anerkannten Verfahren berechnet. Die angewandte Bewertungsmethode und ihre Kernelemente sind offenzulegen (Swiss GAAP FER 26, Ziff. 3 und Erläuterung 13 zu Ziff. 3). Bei der Bewertung von Renditeliegenschaften gehört die DCF-Methode zu den in der Praxis etablierten Methoden (Krauz, 2009, S. 31). Innerhalb des Due-Diligence-Prozesses werden die Grundlagen der

Bewertungen überprüft. Die Ergebnisse der finanziellen Due Diligence, insbesondere die erwarteten Zahlungsströme und der Instandstellungsbedarf, bilden eine wesentliche Grundlage der Wertermittlung. Diese erfolgt bei institutionellen Anlegern in der Regel nach der DCF-Methode, weil sie die künftigen Erträge und Aufwände periodengerecht abbildet (Brüesch, 2009, S. 41–42). Dennoch fällt der Wert aus Investorensicht (Investment Value) für jeden Käufer anders aus. In die Wertermittlung fliessen eigene Risikozuschläge, Finanzierungsüberlegungen und Mietannahmen ein. Der Investment Value liegt deshalb je nach Investor über oder unter dem Marktwert (Fahrländer & Kloess, 2024b, S. 329–330).

## 2.6 Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen

Die Immobilien können durch einzelne Grundstückkaufverträge oder über eine Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG übertragen werden. Bei einer Vermögensübertragung werden die im Inventar aufgeführten Aktiven und Passiven mit dem Eintrag ins Handelsregister in einem einzigen Schritt auf die aufnehmende Anlagestiftung übertragen. Für den Eigentumsübergang an den Liegenschaften braucht es keinen Grundbucheintrag. Dieser wirkt nur deklaratorisch. Es ist in der Lehre umstritten, ob die im Inventar aufgeführten Verträge mit Dritten ohne deren Zustimmung zeitgleich übergehen (Pavelka, 2011, S. 25–26). Welche Übertragungsform am besten geeignet ist, hängt unter anderem von der Anzahl der Liegenschaften, den betroffenen Kantonen und den steuerlichen Folgen der gewählten Struktur ab. Aus der Wahl der Vertragsart lässt sich kein allgemeiner steuerlicher Vorteil ableiten. Bei einer Übertragung über einen Vermögensübertragungsvertrag kann die Handänderungssteuer unter Umständen entfallen. Die Handänderungssteuer und die Grundstückgewinnsteuer liegen jedoch in der Zuständigkeit der Kantone. Eine allgemein gültige Regel lässt sich daraus deshalb nicht ableiten (Pavelka, 2011, S. 42). Eine gesamtschweizerische Befragung der kantonalen Steuerämter bestätigt dies. In fast allen Kantonen bleibt es für die steuerliche Beurteilung ohne Bedeutung, ob ein Sacheinlagevertrag, ein Vermögensübertragungsvertrag oder ein Kaufvertrag verwendet wird. Nur die Kantone Genf und Graubünden werten einen Kaufvertrag als steuerbare Veräusserung und gewähren in diesem Fall keinen Aufschub (Frey & Kehrle, 2025, S. 357).

Auf steuerlicher Ebene sind die Grundstückgewinnsteuer und die Handänderungssteuer von grosser Bedeutung. Ein Bundesgerichtsentscheid aus dem Jahr 2022 bestätigte, dass die Übertragung des gesamten Immobilienbestands einer Vorsorgeeinrichtung auf eine Anlagestiftung gegen Ansprüche an der Anlagegruppe als Aufteilung im Sinne von Art.

80 Abs. 4 BVG beurteilt werden kann. Dabei muss gelten, dass die eingebrachten Immobilien weiterhin dem Vorsorgezweck dienen. Somit ist in diesem Fall ein Aufschub der Grundstückgewinnsteuer möglich (BGE 148 II 259, E. 6.4–6.5). Der Bundesgerichtsentscheid schafft vor allem für die Übertragung des gesamten Immobilienbestands Klarheit. Bei abweichenden Transaktionsstrukturen wird die steuerliche Beurteilung auf den Einzelfall bezogen. Insbesondere Barkomponenten werden von den Kantonen unterschiedlich beurteilt. Während einzelne Kantone bestimmte Barkomponenten als unschädlich betrachten, wenden andere Kantone Schwellenwerte an oder lehnen Barkomponenten grundsätzlich ab (Frey & Kehrle, 2025, S. 356–357). Auch bei der Handänderungssteuer besteht keine vollständig einheitliche kantonale Praxis (Frey & Kehrle, 2025, S. 361). Die steuerliche Behandlung sollte daher vor dem Vollzug für jede Transaktion separat geprüft und bei Bedarf mit einem Steuerruling abgesichert werden. Positiv beurteilte Rulings aus der Vergangenheit können jedoch nicht ohne Weiteres als Benchmark verwendet werden, da kleine Unterschiede im Deal zu einer anderen Beurteilung führen können (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 8).

Wenn beide Parteien einen Aufschub der Grundstückgewinnsteuer anstreben und dieser von der Steuerbehörde genehmigt wurde, muss die Höhe der latenten Steuerlast festgelegt werden, weil sie den Sacheinlagepreis unmittelbar beeinflusst. Vor dem Aufschub wird die latente Steuerlast von beiden Parteien individuell kalkuliert. Hierbei werden häufig externe Steuerexperten beigezogen. Di Grundlage für die Kalkulation bilden das Erwerbs- beziehungsweise Erstellungsjahr, der Marktwert, die Anlagekosten, die Haltedauer, der kantonale Steuersatz und wertvermehrende Investitionen. Eine verlässliche und vollständige Dokumentation ist für die Kalkulation unerlässlich. Wie stark über den Betrag verhandelt wird, ist unterschiedlich. Ein Teil der Anlagestiftungen behandelt die übernommene Steuerlast nach derselben Methode wie beim eigenen Bestandesportfolio und lässt darüber keinen oder nur einen sehr begrenzten Spielraum zu. Andere behandeln die Höhe der latenten Steuerlast als regelmässigen Verhandlungspunkt. In beiden Fällen werden die kalkulierten Beträge dargelegt und begründet. Einigen sich die Parteien, wird der Betrag vom vereinbarten Sacheinlagepreis abgezogen und vertraglich festgehalten. Erschwerend kommt hinzu, dass Vorsorgeeinrichtungen für die latente Grundstückgewinnsteuer keine separate Rückstellung bilden müssen. Die Steuerlast erscheint deshalb in ihren Büchern nicht als Position und wird im Verkaufsfall erstmals sichtbar. Der Abzug vom Sacheinlagepreis wird von der einbringenden Partei daher häufig als Wertminderung wahrgenommen. Dieser Punkt führt in der Praxis regelmässig zu Unstimmigkeiten zwischen den Parteien

## 2.7 Entscheidungsdimensionen bei Sacheinlagen

Aus den vorstehenden Grundlagen lassen sich fünf Dimensionen ableiten, die eine Anlagestiftung bei der Prüfung einer Sacheinlage beurteilt. Die erste Dimension ist der strategische Fit. Lage, Objektgrösse, Objektqualität und Entwicklungspotenzial müssen zur Ausrichtung der Anlagegruppe passen. Die zweite betrifft die Portfoliowirkung. Die eingebrachten Liegenschaften verändern die geografische und die nutzungsbezogene Diversifikation und können ein Klumpenrisiko schaffen, weshalb eine Sacheinlage nie allein auf Objektebene beurteilt werden kann. Die dritte betrifft die Datenqualität. Ohne vollständige wirtschaftliche, technische, rechtliche und steuerliche Unterlagen steigt die Unsicherheit und der Prozess verlangsamt sich. Die Unterschiede zwischen den einbringenden Vorsorgeeinrichtungen sind dabei gross (vgl. Kap. 4.3). Die vierte ist die Bewertung. Interne und externe Bewertungen stützen den Sacheinlagepreis und machen ihn nachvollziehbar. Einigen müssen sich beide Parteien zusätzlich über die Transaktionsnebenkosten, die latenten Steuern und den NAV-Stichtag. Die fünfte umfasst die rechtliche und die steuerliche Struktur, die Kosten und Zeitplan bis zum Closing wesentlich beeinflusst.

Über die Annahme entscheiden anschliessend die zuständigen Gremien, in der Regel eine Immobilien-Kommission oder der Stiftungsrat. Sie beurteilen den strategischen Fit und prüfen, ob die wesentlichen Risiken erkannt und ausreichend berücksichtigt wurden. Stimmen die Gremien beider Parteien zu, folgen Signing, Closing und die operative Integration. Ob dieser theoretisch hergeleitete Rahmen die tatsächliche Entscheidungslogik abbildet, zeigen die Fallstudie und die Interviews. Die Antwort darauf gibt der Abschnitt zur strategischen Rolle und Entscheidungslogik in Kapitel 5.

# 3. Marktanalyse von Sacheinlagen in der Schweiz

## 3.1 Datenbasis der Marktanalyse

Die aktuelle Ausgabe der KGAST-Umfrage aus dem Jahr 2026 bildet die wichtigste Grundlage der Marktanalyse zu Immobilien-Sacheinlagen in der Schweiz. Durchgeführt wurde die Umfrage durch die KGAST-Fachgruppe in Zusammenarbeit mit UBS Asset Management. Die Erhebung wird seit mehreren Jahren wiederholt. Zwischen der Ausgabe von 2020 und der aktuellen Ausgabe von 2026 wurde sie ausgesetzt. Jede Ausgabe beinhaltet historische Angaben zum Transaktionsvolumen, zur Anzahl der Transaktionen und zur Anzahl der eingebrachten Liegenschaften. An der aktuellen Umfrage, die im Juli 2026 publiziert wurde, beteiligten sich 30 Anlagestiftungen mit insgesamt 50 Immobilien-Anlagegruppen. Das Nettovermögen (NAV) der teilnehmenden Anlagegruppen betrug rund CHF 83 Mrd. und deckt somit einen bedeutenden Teil des Schweizer Immobilienmarkts für Anlagestiftungen ab (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 2). Aus Vergleichsgründen wird die vorletzte Umfrage einbezogen, die im Jahr 2020 durchgeführt wurde. An der damaligen Erhebung nahmen 20 Anlagestiftungen mit insgesamt 34 Immobilien-Anlagegruppen teil. Das Immobilienvermögen betrug brutto (GAV) rund CHF 50 Mrd. (Fäs & Barmettler, 2020, S. 3). Ein Blick auf die ältere Umfrage erlaubt es, die damaligen Motive, steuerlichen Themen und Markterwartungen einzuschätzen und mit der aktuellen Version und den heutigen Antworten zu vergleichen (Fäs & Barmettler, 2020, S. 2–13). Wichtig zu erwähnen ist, dass die von der KGAST erstellten Umfragen keine Vollerhebungen sind. Die Antworten und Darstellungen der Ergebnisse beruhen auf den Angaben der teilnehmenden Anlagestiftungen. Zudem ist nicht ersichtlich, welche Anlagestiftung wie viele Sacheinlagen durchgeführt hat. Für die vorliegende Arbeit sind die Umfragen dennoch geeignet, um die allgemeine Entwicklung des Markts und die wichtigsten Themen über einen längeren Zeitraum darzustellen. Zu erwähnen ist, dass die Erhebungen nicht durchgehend auf einem konstanten Teilnehmerkreis basiert. Die Zahl der teilnehmenden Anlagestiftungen und Anlagegruppen sowie das repräsentierte Immobilienvermögen veränderten sich zwischen den Erhebungsjahren. Historische Werte können deshalb in späteren Ausgaben ergänzt oder angepasst worden sein. Für die Darstellung der vergangenen Zeitreihen wird in dieser Arbeit die aktuelle Erhebung aus dem Jahr 2026 verwendet.

## 3.2 Entwicklung des Schweizer Sacheinlagemarktes

Aus den Ergebnissen der Umfrage ist ersichtlich, dass der Schweizer Sacheinlagemarkt keinen gleichmässigen Wachstumsverlauf aufweist. Das durch die Anlagestiftungen eingelegte Volumen schwankt deutlich und wird teilweise durch einzelne grosse Sacheinlagen beeinflusst. Das höchste ausgewiesene Jahresvolumen wurde 2003 mit rund CHF 1,8 Mrd. erreicht. Weitere auffällige Jahre waren 2002 mit CHF 788 Mio., 2013 mit CHF 610 Mio. und 2022 mit CHF 923 Mio. In mehreren anderen Jahren lag das Volumen deutlich tiefer (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 3).

Zwischen 2020 und 2025 wurden Sacheinlagen mit einem Gesamtvolumen von rund CHF 2,1 Mrd. erfasst (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 12). Der von der Erhebung ausgewiesene Durchschnitt der letzten fünf Jahre (2021-2025) beträgt CHF 409 Mio. und liegt deutlich über dem entsprechenden Wert der Erhebung von 2020 (CHF 246 Mio.). Auch der 15-Jahres-Durchschnitt stieg leicht an und liegt bei CHF 326 Mio. gegenüber CHF 319 Mio. in der Erhebung von 2020 (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 3; Fäs & Barmettler, 2020, S. 4). Im Jahr 2025 wurden Sacheinlagen im Umfang von CHF 220 Mio. durchgeführt und damit rund ein Drittel weniger als im 15-Jahres-Durchschnitt (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 3 und 12). Die jährlichen Schwankungen zeigen, dass Sacheinlagen kein Massenmarkt sind. Die Entwicklung des Transaktionsvolumens hängt stark davon ab, wie viele Liegenschaften von Vorsorgeeinrichtungen auf den Markt gebracht werden und wie die Verhandlungen verlaufen. Weiter können einzelne Sacheinlagen mit einem hohen Immobilienmarktwert das jährliche Transaktionsvolumen stark beeinflussen. Aus den Umfragen ist somit nicht ersichtlich, ob Anlagestiftungen Sacheinlagen als Wachstumskanal betrachten oder lediglich auf einzelne Opportunitäten reagieren.

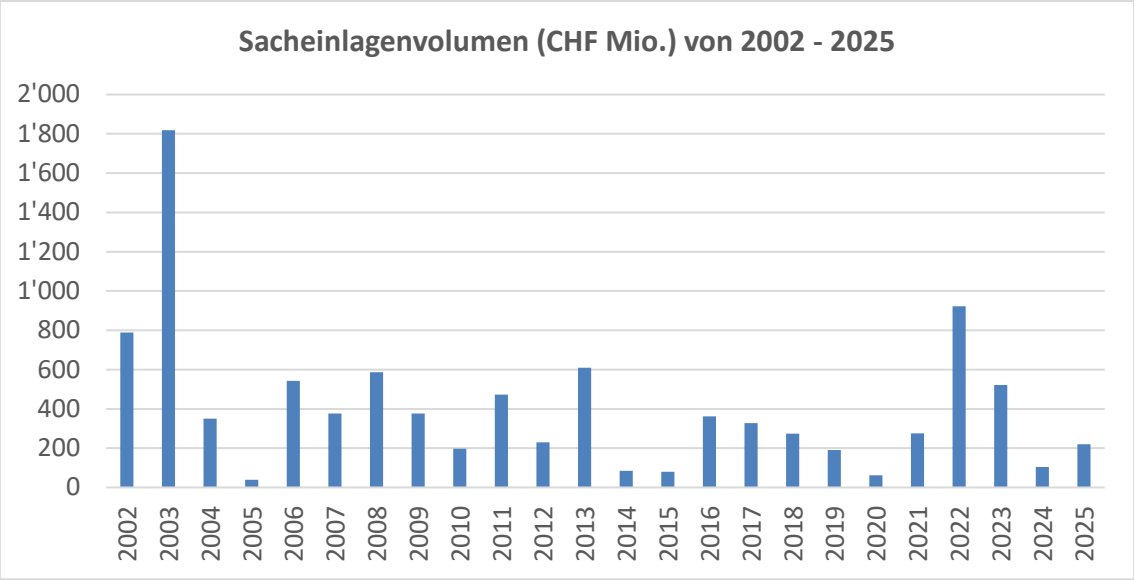


Abbildung 1: Jährliches Volumen der Immobilien-Sacheinlagen in der Schweiz, 2002-2025

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Braun, Bumann & Stokanic (2026, S. 3).

## 3.3 Anzahl und Struktur der Transaktionen

Neben dem Transaktionsvolumen schwankt auch die Anzahl der einzelnen Sacheinlageabschlüsse stark. Laut der Umfrage wurden zwischen 2020 und 2025 insgesamt 29 Sacheinlagen abgeschlossen. Im letzten Jahr waren es sieben Transaktionen. Mit den 29 Sacheinlagen fanden insgesamt 138 Liegenschaften einen neuen Eigentümer. Im Spitzenjahr des letzten halben Jahrzehnts (2022) wurden 56 Liegenschaften in Form einer Sacheinlage übertragen (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 4–5 und 12). Gliedert man alle in den Umfragen aufgelisteten Transaktionen in Tranchen von CHF 10 Mio., sind die meisten Sacheinlagen den kleineren oder mittleren Grössenklassen zuzuordnen (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 6).

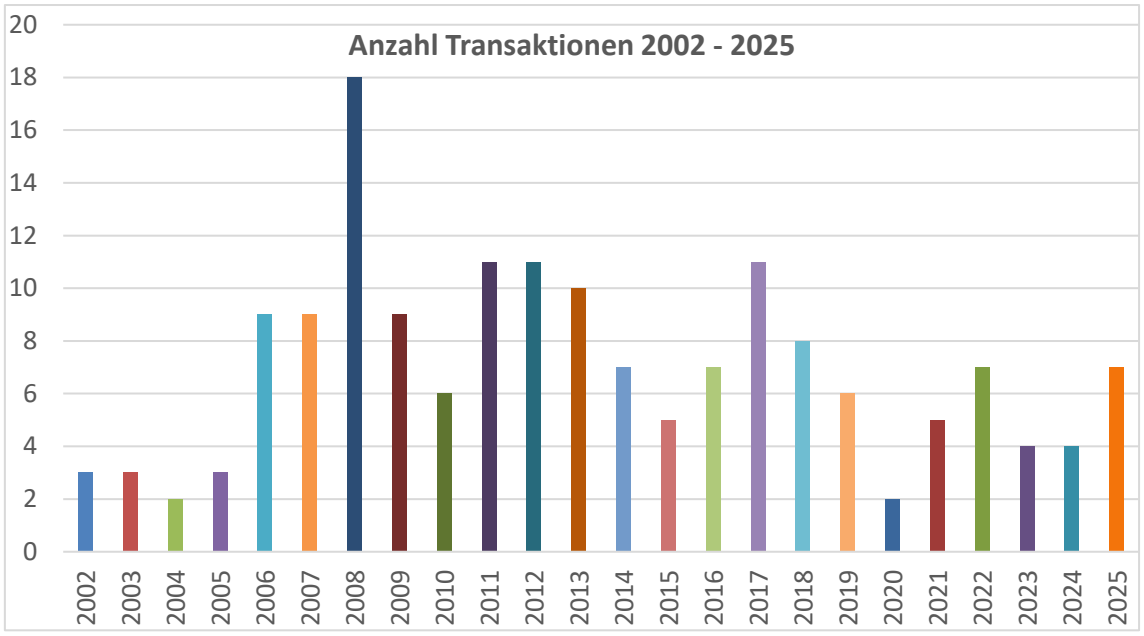


Abbildung 2: Anzahl der abgeschlossenen Sacheinlagen in der Schweiz, 2002-2025

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Braun, Bumann & Stokanic (2026, S. 5).

Die historische Verteilung nach Volumen zeigt, dass Sacheinlagen in unterschiedlichen Grössenklassen vorkommen. Die am häufigsten besetzte Einzelklasse liegt zwischen CHF 10 Mio. und CHF 20 Mio. Gleichzeitig entfallen 15 der erfassten Sacheinlagen auf die oberste Klasse von mehr als CHF 150 Mio. Aus der Grössenverteilung allein lässt sich jedoch nicht ableiten, ob die einbringende Vorsorgeeinrichtung ihren gesamten Immobilienbestand oder lediglich ein Teilportfolio übertragen hat (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 6).

Im Jahr 2025 entfielen fünf der sieben klassifizierten Sacheinlagen auf Wohnliegenschaften. Wohnen war damit im jüngsten Erhebungsjahr die häufigste Nutzungsart (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 12). Diese Dominanz ist kein neues Phänomen. Bereits die Erhebung für das Jahr 2009 wies Wohnen mit 87 % des eingebrachten Volumens als bedeutendste Nutzungsart aus (Fäs & Bamert, 2009, S. 6–7). Für die im jeweiligen Erhebungsjahr übertragenen Liegenschaften lag der Wohnanteil bei 57 % (2014), 67 % (2015) und 73 % (2016) sowie bei über 80 % in den Jahren 2017 und 2018 (Fäs & Odile, 2014, S. 14; Fäs & Stokanic, 2016, S. 14; Fäs & Stokanic, 2017, S. 12; Fäs & Stokanic, 2018, S. 12; Fäs & Stokanic, 2019, S. 12). Eine durchgehend vergleichbare Zeitreihe lässt sich daraus nicht bilden, weil die früheren Ausgaben den Anteil teilweise kumuliert über die gesamte erfasste Historie und teilweise bezogen auf das einzelne Jahr ausweisen.

Erkennbar ist aber, dass Wohnliegenschaften über die gesamte Erhebungsperiode die bedeutendste Nutzungsart geblieben sind.

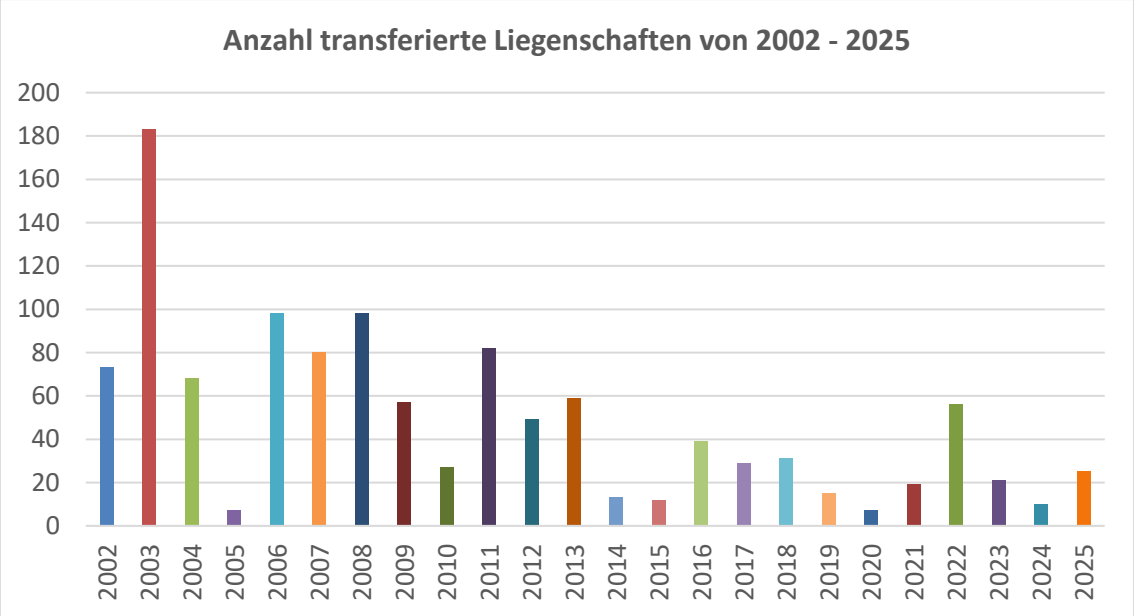


Abbildung 3: Anzahl der übertragenen Liegenschaften, 2002-2025

Quelle: Eigene Darstellung auf Basis von Braun, Bumann & Stokanic (2026, S. 4).

## 3.4 Motive der Sacheinlage aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen

Die Umfrage unterscheidet zwischen den Motiven vergangener und künftig erwarteter Sacheinlagen. Für bereits durchgeführte Transaktionen wurden das professionelle Immobilienmanagement, ein Wechsel der Anlagestrategie und die Reduktion von Kosten am häufigsten genannt. Für künftige Sacheinlagen steht weiterhin das professionelle Immobilienmanagement an erster Stelle. An zweiter Stelle folgt neu die Personal- und Nachfolgeregelung, an dritter die Kostenreduktion (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 11–12). Die in der Erhebung genannten Motive decken sich mit den Ergebnissen früherer Untersuchungen. Kleinere Vorsorgeeinrichtungen bringen häufig regional konzentrierte Bestände ein und erreichen dadurch eine nationale geografische Diversifikation, die sie mit einem kleinen Direktportfolio nicht erzielen könnten. Die Diversifikationswirkung einer Sacheinlage nimmt aber mit zunehmender Portfoliogrösse ab. Unabhängig von der Grösse wird die Sacheinlage auch zur Portfoliobereinigung genutzt, wenn Teilportfolios oder einzelne Liegenschaften wegen Lage, Objektqualität oder aufgrund der nicht marktkonformen Mieten nicht mehr zum eigenen Bestand passen (Guerra, 2008, S. 43–46). Die genannten Motive erklären nicht, weshalb eine Anlagestiftung dem Deal zustimmt, da sie die Perspektive der Vorsorgeeinrichtungen wiedergeben. Die Perspektive der

Anlagestiftung wird in der Fallstudie und in den Experteninterviews aufgenommen und genauer betrachtet.

## 3.5 Steuerliche Themen

Die KGAST-Erhebung hat auch Antworten zu steuerlichen Themen wie der Handhabung der latenten Steuerlast und des Steuerrulings gesammelt. Bei Letzterem ist erkennbar, dass die Handhabung und die Erfahrungen mit Steuerrulings kantonal unterschiedlich sind. Da einige Kantone sowohl positive als auch negative Entscheide ausweisen, kann ein positiver Entscheid in der Vergangenheit nicht automatisch zu einem weiteren positiven Entscheid führen. Kleine Unterschiede in der Deal-Struktur oder bei den beteiligten Parteien können zu einem anderen Entscheid führen (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 8). Der Bundesgerichtsentscheid aus dem Jahr 2022 bestätigt, dass die Übertragung des gesamten Immobilienbestands einer Vorsorgeeinrichtung auf eine Anlagestiftung unter den Voraussetzungen des Umstrukturierungstatbestands einen Aufschub der Grundstückgewinnsteuer ermöglichen kann. Die Handänderungssteuer wird im Entscheid nur am Rande erwähnt. Das Bundesgericht nimmt dazu keine eigene Beurteilung vor. Kantonale Unterschiede treten vor allem bei der Einbringung von Teilportfolios oder einzelner Objekte und bei der Kombination von Ansprüchen und Barkomponenten auf. Deshalb wird empfohlen, jede Transaktion einzeln zu prüfen und allenfalls einen externen Steuerexperten beizuziehen (BGE 148 II 259, E. 6.4.4–6.5; Frey & Kehrle, 2025, S. 356–357, 361 und 363).

In der KGAST-Erhebung konnten die Teilnehmer angeben, wie sie mit den latenten Grundstückgewinnsteuern umgehen. Sechs der 15 antwortenden Anlagestiftungen ziehen die zum Transaktionszeitpunkt berechnete Steuerlast direkt vom Kaufpreis ab. Neun haben mit den Vorsorgeeinrichtungen eine Lösung vereinbart, bei der eine bestimmte Haltedauer angenommen und beim Abzug berücksichtigt wurde. Der Beizug spezialisierter Steuerberatung ist deshalb üblich. Bei grösseren Transaktionen kann die latente Grundstückgewinnsteuer einen zweistelligen Millionenbetrag erreichen und den Sacheinlagepreis entsprechend beeinflussen. Keine der antwortenden Anlagestiftungen liess die latente Steuerlast unberücksichtigt (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 9).

# 4. Empirische Untersuchung

## 4.1 Forschungsdesign

### 4.1.1 Untersuchungsansatz und Datengrundlage

Die empirische Untersuchung dieser Abschlussarbeit beinhaltet eine Literatur- und Marktanalyse, eine Fallstudie, eine standardisierte Kurzeinschätzung und Experteninterviews. Die verschiedenen Zugänge sollen dafür sorgen, dass das Thema nicht nur anhand der bestehenden Literatur, sondern auch anhand praktischer Erfahrungen untersucht wird. Ziel dieser Analyse ist es nicht, eine repräsentative Aussage für den gesamten Sacheinlagemarkt zu treffen. Im Vordergrund stehen die Erfahrungen, Begründungen und Entscheidungsprozesse der beteiligten Marktteilnehmer.

Für die Literatur- und Marktanalyse werden Fachliteratur, frühere CUREM-Abschlussarbeiten, die KGAST-/UBS-Erhebungen sowie rechtliche und regulatorische Grundlagen ausgewertet. Für die Fallstudie wurde die Avadis Anlagestiftung ausgewählt. Die Auswahl ist damit zu begründen, dass innerhalb der Stiftung praktische Erfahrungen mit der Prüfung und Umsetzung von Sacheinlagen vorhanden sind. Die Datengrundlage besteht aus einer strukturierten Aufarbeitung des Prozesses, ausgewählten internen Unterlagen und der beruflichen Erfahrung des Verfassers.

### 4.1.2 Kurzeinschätzung und Auswahl der Interviewpartner

Vor dem Interview erhielten die Teilnehmenden eine standardisierte Kurzeinschätzung. In dieser Excel-Datei konnten die Teilnehmenden ihre Erfahrungen mit Sacheinlagen schildern und verschiedene Komponenten der strategischen Bedeutung, der Chancen, Herausforderungen, Prüfkriterien und Marktentwicklung bewerten. Die Komponenten konnten mit einer sechsstufigen Skala von 1 bis 6 bewertet und optional schriftlich weiter vertieft werden. Die Antworten aus den Kurzeinschätzungen dienten dazu, die Angaben der verschiedenen Teilnehmenden besser miteinander vergleichen zu können. Antworten, die weit auseinanderlagen oder zu Unklarheiten führten, konnten in den mündlichen Interviews erwähnt und vertieft analysiert werden. Die Antworten wurden gesammelt und anhand statistischer Werte wie Median oder Spannweite betrachtet. Da die Stichprobe sehr klein ist, wurden keine weiteren statistischen Verfahren für die Auswertung verwendet.

Für die Auswahl der Interviewpartner wurden alle 30 Anlagestiftungen kontaktiert, die an der aktuellen KGAST-/UBS-Erhebung im Jahr 2026 teilgenommen hatten. Sechs Anlagestiftungen stimmten der Anfrage zu. Acht Anlagestiftungen lehnten die Teilnahme ab

und von den restlichen 16 ging keine Rückmeldung ein. Die acht Anlagestiftungen begründeten ihre Absage hauptsächlich damit, dass sie Sacheinlagen nicht aktiv prüfen oder in der Vergangenheit keine durchgeführt haben. Die Anlagestiftungen, die der Anfrage zugestimmt hatten, haben in der Vergangenheit Sacheinlagen aktiv geprüft und abgeschlossen. Am Gespräch nahm jeweils ein Immobilienexperte aus dem Portfoliomanagement oder aus einer leitenden Gesamtfunktion teil. Alle Interviewpartner verfügten über praktische Erfahrungen mit der Prüfung und Umsetzung von Sacheinlagen und konnten die jüngsten Entwicklungen auf dem Markt sehr gut einordnen.

Gemäss dem KGAST-IMAST-Reporting mit Stand vom 30. Juni 2026 weisen die Immobilien-Anlagegruppen, für die die befragten Personen verantwortlich sind, zusammen ein Nettovermögen von rund CHF 29 Mrd. auf (KGAST, 2026, S. 3–4). Im Vergleich zum aggregierten Nettovermögen der Teilnehmer der KGAST-/UBS Umfrage (CHF 83 Mrd.) ist das Volumen kleiner. Aussagekräftiger als das Nettovermögen ist die tatsächliche Transaktionsaktivität. Die KGAST-/UBS-Erhebung weist für die Jahre 2020 bis 2025 Sacheinlagen im Umfang von rund CHF 2,1 Mrd. aus (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 12). Die sechs befragten Anlagestiftungen haben im selben Zeitraum zusammen Sacheinlagen im Umfang von etwas mehr als der Hälfte dieses Volumens übernommen. Die Stichprobe deckt damit einen wesentlichen Teil der erfassten Marktaktivität ab. Sie bildet den Gesamtmarkt nicht repräsentativ ab, umfasst aber mehrere der in diesem Zeitraum besonders aktiven Marktteilnehmer. Für die Beantwortung der Forschungsfragen ist deshalb weniger die Zahl der Interviews entscheidend als deren Abdeckung des tatsächlichen Transaktionsgeschehens. Einzelne Volumen- und Transaktionsangaben werden aus Gründen der Anonymisierung nicht ausgewiesen.

Die Personen und Organisationen werden anonymisiert. Die Vertreter der Anlagestiftungen werden mit den Codes AST-01 bis AST-06 und der Investment Consultant mit dem Code BER-01 bezeichnet. Direkte Zitate werden ebenfalls diesen Codes zugeordnet. Die einzelnen Nettovermögen werden in der anonymisierten Übersicht nur anhand von breiten Volumenklassen dargestellt. Exakte Nettovermögen und charakteristische Transaktionsangaben werden nicht veröffentlicht, da dadurch Rückschlüsse auf eine Organisation möglich wären.

| Code | Institution | Funktion / Rolle | Erhebungs-form | Datum | Volumen |
|---|---|---|---|---|---|
| BER-01 | Investment Consultant | Managing Director | Mündlich | 11.08.26 | - |
| AST-01 | Anlagestiftung | Geschäftsführer / Portfoliomanager | Mündlich | 14.08.26 | > 5 Mrd. CHF |
| AST-02 | Anlagestiftung | Leitung Portfoliomanagement | Mündlich | 18.08.26 | > 5 Mrd. CHF |
| AST-03 | Anlagestiftung | Leitung Portfoliomanagement | Schriftlich | 13.08.26 | 1 - 3 Mrd. CHF |
| AST-04 | Anlagestiftung | Portfoliomanager | Schriftlich | 14.08.26 | 1 - 3 Mrd. CHF |
| AST-05 | Anlagestiftung | Leitung Portfoliomanagement | Schriftlich | 20.08.26 | 3 - 5 Mrd. CHF |
| AST-06 | Anlagestiftung | Portfoliomanager | Schriftlich | 28.08.26 | 1 - 3 Mrd. CHF |

Tabelle 1: Übersicht Interviewpartner

### 4.1.3 Durchführung und Aufbereitung der Interviews

Für die Befragung der Anlagestiftungen wurde ein strukturierter Interviewleitfaden verwendet. Die Fragen bezogen sich auf die strategische Bedeutung von Sacheinlagen, den Prüfungs- und Genehmigungsprozess, die Portfoliowirkung, die Preisfindung und -verhandlung, steuerliche und rechtliche Themen, die Integration sowie die künftige Entwicklung des Sacheinlagemarkts. Der Fragebogen für den Investment Consultant wurde leicht angepasst. Die wesentlichen Themenblöcke blieben jedoch vergleichbar. Die Form des Interviews erlaubt es, die Reihenfolge der Fragen am Gesprächsverlauf anzupassen. Falls der Interviewpartner bereits früh Antworten auf spätere Fragen gegeben hat, konnten die entsprechenden Fragen übersprungen oder mit einer gezielten Nachfrage vertieft werden.

Drei der sieben Interviews wurden mündlich über Microsoft Teams durchgeführt. Zwei Interviewpartner haben der Aufnahme des Interviews zugestimmt. Vor den mündlichen Interviews wurden die Teilnehmenden über das Ziel der Abschlussarbeit, die Verwendung ihrer Aussagen und die Anonymisierung informiert. Die Gespräche dauerten zwischen 30 und 40 Minuten. Vorgesehen war, alle sieben Interviews mündlich zu führen. Bei vier Interviewpartnern liess sich innerhalb des Erhebungszeitraums kein gemeinsamer Termin finden. Diese vier beantworteten die Fragen deshalb schriftlich. Die schriftliche Form war damit keine methodische Entscheidung, sondern eine Folge der Terminlage. Die schriftlichen Antworten folgten derselben thematischen Struktur. Nach den mündlichen Interviews wurde das automatisch generierte Transkript heruntergeladen und sprachlich geglättet. Füllwörter, Wiederholungen und abgebrochene Satzanfänge wurden

entfernt. Die schriftlichen Antworten wurden direkt in der erhaltenen Form ausgewertet. Der Fragebogen, die standardisierte Kurzeinschätzung und das verwendete Kategoriensystem werden im Anhang aufgeführt. Die anonymisierten Transkripte der mündlichen Interviews und die schriftlichen Interviewantworten werden als separate elektronische Beilagen eingereicht. Die Audioaufnahmen werden entsprechend den Vorgaben nicht eingereicht und während zwei bis drei Jahren sicher aufbewahrt (CUREM, 2026, S. 1).

### 4.1.4 Auswertung der Interviews

Die Inhalte der Interviews wurden strukturiert und qualitativ ausgewertet. Die Forschungsfragen, die Fallstudie und der Theorieteil bildeten die wichtigsten Hauptkategorien. Insgesamt wurden elf Hauptkategorien gebildet, die den Prozess von der strategischen Einordnung über Prüfung, Bewertung und Steuern bis zur Integration und zum Marktausblick abdecken. Das vollständige Kategoriensystem ist im Anhang aufgeführt. Zusätzlich wurden weitere Unterkategorien festgelegt. Die Kategorien wurden somit sowohl aus den theoretischen Grundlagen als auch aus dem erhobenen Material abgeleitet (Kuckartz & Rädiker, 2024, S. 102).

In einem ersten Schritt wurden sämtliche Interviews und schriftlichen Antworten vollständig analysiert. Die Textstellen wurden anschliessend den einzelnen Kategorien zugeordnet. Als nächstes wurden die Aussagen in den Interviews thematisch miteinander verglichen. Dabei wurde untersucht, bei welchen Punkten ähnliche Erfahrungen oder Einschätzungen vorlagen und bei welchen Themen die Antworten voneinander abwichen. Die Codes in den Klammern zeigen, auf welche Interviewpartner sich die jeweilige Aussage stützt. Die mündlichen und schriftlichen Antworten wurden mit demselben Kategoriensystem ausgewertet. Wurde ein Thema in den schriftlichen Antworten nicht aufgegriffen, wurde dies nicht automatisch als gegenteilige Einschätzung interpretiert. Ergänzend wurden die Ergebnisse der standardisierten Kurzeinschätzung ausgewertet. Die Ergebnisse wurden anhand des Medians, der Spannweite und der Rangfolge der wichtigsten Prüfkriterien zusammengefasst. Auf weiterführende statistische Verfahren wurde aufgrund der Grösse der Stichprobe verzichtet. Abschliessend wurden die Ergebnisse der Interviews mit der Marktanalyse und der Avadis-Fallstudie verglichen.

## 4.2 Fallstudie Avadis

### 4.2.1 Bedeutung und erste Prüfung

Für die Fallstudie wurde die Avadis Anlagestiftung ausgewählt, da der interne Zugang zu den Informationen vorhanden ist und Sacheinlagen innerhalb der Stiftung aktiv als Wachstumskanal geprüft und umgesetzt werden. Die Untersuchung betrachtet nicht einzelne Transaktionen, sondern fasst wiederkehrende Erfahrungen und Abläufe aus verschiedenen Sacheinlageprozessen zusammen. Die Grundlage der Fallstudie bilden ein strukturierter interner Fragenkatalog mit 70 Fragen entlang des gesamten Prozesses, ausgewählte Unterlagen und die berufliche Erfahrung des Verfassers. Der Fragenkatalog ist im Anhang aufgeführt. Vertrauliche Informationen werden nicht offengelegt und bewusst anonymisiert.

Die Anlagestiftung besitzt insgesamt drei Immobilien-Anlagegruppen, für die sie Sacheinlagen prüfen und abschliessen kann. Welcher Anlagegruppe eine Liegenschaft zugeordnet wird, hängt von der Nutzung, Lage, dem Volumen, der Qualität und der strategischen Ausrichtung der Anlagegruppe ab. Wenn einzelne Liegenschaften nicht strategiekonform sind, einen hohen CAPEX-Bedarf aufweisen oder kein Cashflow- und Entwicklungspotenzial haben, werden sie früh vom NBO ausgeschlossen. Eine Sacheinlage kann auch vollständig abgelehnt werden, wenn der angebotene Bestand hauptsächlich aus solchen Liegenschaften besteht. Die Grösse des Portfolios ist kein festes Kriterium dafür, ob eine Sacheinlage untersucht wird oder nicht. Jedoch sind grössere Portfolios attraktiver, da der Aufwand der Prüfung und Integration auf ein höheres Transaktionsvolumen verteilt werden kann.

Der Erstkontakt erfolgt heute häufig über einen Investment Consultant der einbringenden Vorsorgeeinrichtung. Der Investment Consultant hilft der Vorsorgeeinrichtung, die verschiedenen Anlagestiftungen zu vergleichen und einen geeigneten Partner zu finden. Der Investment Consultant vergleicht dabei unter anderem das verwaltete Vermögen, die Kostenstruktur und die Höhe der Ausgabekommission der infrage kommenden Anlagestiftungen. Wird die Avadis Anlagestiftung in die Longlist der Vorsorgeeinrichtung aufgenommen, erhält sie vom Investment Consultant einige Eckdaten zu den Liegenschaften und meistens einen Fragenkatalog zur vorgesehenen Anlagegruppe. Die Qualität und Quantität der Daten variieren sehr stark. Vorsorgeeinrichtungen, die ihre Daten gut gepflegt haben, können bereits in der Frühphase Unterlagen wie einen Mieterspiegel nach Branchenstandard, Liegenschaftsabrechnungen, Investitionslisten und einige anonymisierte Mietverträge zur Verfügung stellen. Diese Unterlagen reichen vollkommen aus, um

eine erste Beurteilung durchzuführen. Ist die erste Untersuchung abgeschlossen, prüft das Portfoliomanagement gemeinsam mit dem Mandatsleiter, ob die Immobilien weiterverfolgt werden sollen. Die Untersuchung wird mit einer internen DCF-Bewertung plausibilisiert. Weitere Kennzahlen wie die Brutto- und Nettorendite, der Leerstand, das Mietzinspotenzial, der Diskontsatz und der CAPEX-Bedarf werden mit dem Bestandesportfolio abgeglichen. Wenn die Liegenschaften alle Kriterien erfüllen, wird anschliessend ein Non-Binding Offer (NBO) ausgearbeitet. Das NBO bezieht sich auf jene Liegenschaften, die weiterverfolgt werden sollen und gibt an, welcher Anlagegruppe die Immobilien zugeordnet werden. Informationen zu den Anlagegruppen sind ebenfalls im NBO zu finden. Ziel der Abgabe ist es, vom Investment Consultant in die nächste Runde eingeladen zu werden. Die Vorsorgeeinrichtung bestimmt gemeinsam mit dem Investment Consultant, welche Anlagestiftungen von der Longlist in die Shortlist aufgenommen werden sollen. Die Hauptkriterien für die Eingrenzung sind der Preis, aber auch die Strategie, Performance und Kosten der Anlagegruppe. Wie aktiv die Rolle der Anlagestiftung in der Due-Diligence-Phase und bei der Integration ist, ist für die einlegende Partei sehr entscheidend. Viele Vorsorgeeinrichtungen führen eine Transaktion dieser Grössenordnung zum ersten und letzten Mal durch und verfügen intern nicht über Erfahrung mit einer Due Diligence über mehrere Liegenschaften bis zum Closing. Sie erwarten deshalb, dass die Anlagestiftung den Lead im Prozess übernimmt und den Ablauf strukturiert. Eine Anlagestiftung, die diese Rolle glaubwürdig ausfüllen kann, verschafft sich im Auswahlverfahren einen Vorteil.

Nach der Abgabe des NBO wird die Stiftung über die Entscheidung der Vorsorgeeinrichtung informiert. In der Regel werden alle Anlagestiftungen, die als Partner für die Vorsorgeeinrichtung infrage kommen, zu einem persönlichen Gespräch eingeladen. In diesem Gespräch stellt sich die Anlagestiftung mit ihren Immobilien-Anlagegruppen vor und versucht, die Vorsorgeeinrichtung anhand ihrer Erfahrung, Performance, Kosten- und Gremienstruktur davon zu überzeugen, sie als übernehmende Partei der Immobilien auszuwählen. An diesem Gespräch nehmen beide Parteien sowie der Investment Consultant teil. Wenn die Vorsorgeeinrichtung noch spezielle Fragen zum Angebot oder zur Stiftung hat, werden diese im Gespräch behandelt. Nachdem alle Gespräche mit den Parteien aus der Shortlist durchgeführt wurden, entscheidet die Vorsorgeeinrichtung, mit welcher Anlagestiftung sie exklusiv in die Due-Diligence-Phase eintreten möchte. Dies liegt auch im Interesse der Anlagestiftung, da sie ungern hohe Kosten auslösen möchte, wenn keine exklusiven Verhandlungen in Aussicht stehen.

### 4.2.2 Due Diligence, Bewertung und Entscheid

Die Due Diligence beginnt, sobald die Vorsorgeeinrichtung der exklusiven Verhandlung zugestimmt hat. Weil sie erhebliche externe Kosten auslöst, wird sie erst zu diesem Zeitpunkt gestartet. In dieser Phase werden die wirtschaftlichen, technischen, rechtlichen und steuerlichen Themen gründlich geprüft. Die einzelnen Prüfungsbereiche dürfen nicht isoliert betrachtet werden. Weist eine Liegenschaft beispielsweise einen hohen CAPEX-Bedarf auf, beeinflusst dies sowohl die technische Beurteilung als auch die künftigen Cashflows und den Marktwert. Die Due Diligence sollte deshalb durch die beteiligten internen Abteilungen und externen Fachpersonen koordiniert durchgeführt und die Ergebnisse bereichsübergreifend abgestimmt werden (Brüesch, 2009, S. 34 und 41-42). Die wirtschaftliche Prüfung umfasst die bestehenden Erträge, Leerstände, Mietzinspotenziale und Betriebskosten der Liegenschaften. Dazu kommt die DCF-Bewertung durch einen unabhängigen Immobilienbewerter, der seine Ergebnisse in einem Bewertungsbericht festhält. Die Bewertung bildet die Grundlage für das finale Angebot beziehungsweise den Sacheinlagepreis und deckt eine der wichtigsten Komponenten der Due-Diligence-Phase ab. Die Bewertungsberichte werden mit dem Bewerter einzeln besprochen und plausibilisiert. Sollten Unstimmigkeiten bei den Mieten, dem Mietzinspotenzial oder dem Diskontsatz bestehen, werden diese gemeinsam besprochen. In der Regel wird der externe Bewerter von beiden Parteien gemeinsam berufen, sodass eine einzige Bewertung vorliegt. Akzeptiert die einbringende Vorsorgeeinrichtung den ermittelten Marktwert nicht, wird ein zweiter unabhängiger Bewerter beigezogen. Als Basis für die Verhandlung dient dann der Mittelwert der beiden Bewertungen. Unabhängig davon verlangt die Revision die Durchführung einer Second Opinion von einem weiteren Bewertungsexperten. In dieser Bewertung wird geprüft, ob die zentralen Annahmen und Parameter plausibel sind. Dieser Bericht wird hauptsächlich von der Revisionsstelle nach Abschluss der Transaktion verlangt und dient nicht der Festlegung des Sacheinlagepreises. Beide Schritte erhöhen jedoch die Nachvollziehbarkeit der Preisfindung und unterstützen den Schutz der bestehenden Anleger vor einem Einwertungsverlust. Die Resultate der technischen Analyse zum baulichen Zustand, Sanierungsbedarf oder zu künftigen Investitionen sind ebenfalls in den Bewertungen enthalten und werden monetär und zeitlich festgehalten. Somit stützt sich der unabhängige Bericht auf die Resultate des technischen Partners. Die rechtliche Due Diligence umfasst eine interne sowie externe Prüfung der Eigentumsverhältnisse, Grundbucheinträge, Mietverträge und öffentlich-rechtlichen Einschränkungen. Die rechtliche Prüfung wird von einem Partner gründlich durchgeführt und in einem Red-Flag-Report zusammengefasst. Bei der Vertragserstellung wird ebenfalls auf die

Dienstleistungen des rechtlichen Partners zurückgegriffen. In der steuerlichen Prüfung werden steuerliche Fragen früh geklärt. Wenn sich beide Parteien für einen Steueraufschub entscheiden, wird die latente Steuerlast mit Hilfe von Steuerexperten kalkuliert. Sollte die steuerliche Behandlung nicht eindeutig sein, kann auch ein Steuerruling erstellt werden. Der Bundesgerichtsentscheid schafft beim Steueraufschub Klarheit, wenn der gesamte Immobilienbestand übertragen wird und die Immobilien im Vorsorgekreislauf bleiben (BGE 148 II 259, E. 6.4–6.5). Kantonale Unterschiede bestehen, wenn sich der Steueraufschub auf Teilportfolios oder Barkomponenten sowie auf die Handänderungssteuer bezieht (Frey & Kehrle, 2025, S. 356–357, 361 und 363).

In fast jeder Due Diligence treten Probleme mit der Datenqualität auf. Ältere Portfolios sind davon am häufigsten betroffen. Mieterspiegel, Investitionslisten oder auch Bauabrechnungen sind meistens nicht vollständig vorhanden oder nicht nach Branchenstandard gepflegt. Fehlende oder unklare Informationen erhöhen den Prüfaufwand. Sollten in grossem Umfang relevante Daten fehlen, kann dies zu zusätzlichen Bedingungen im Vertrag, einem Preisabschlag oder sogar zu einem Abbruch der Verhandlungen führen. Sollte innerhalb der Due Diligence klar werden, dass die Liegenschaften einen hohen Investitionsbedarf, fehlendes Miet- oder Entwicklungspotenzial, schwierige Grundbuchverhältnisse, baurechtliche Hindernisse oder risikobehaftete Mietverträge aufweisen, kann dies auch zu einem Abbruch des Deals führen. Wenn der grösste Teil des angebotenen Portfolios attraktive Liegenschaften aufweist und nur einige die Abbruchkriterien erfüllen, kann bereits im Voraus eine Desinvestitionsstrategie für die schwächeren Liegenschaften geprüft werden. Diese Überlegungen müssen früh getroffen und bei der Kaufpreisermittlung berücksichtigt werden.

Der Sacheinlagepreis und der festgelegte NAV-Stichtag bilden die Grundlage für die Anzahl der ausgegebenen Ansprüche, welche die Pensionskasse erhält. Der angebotene Preis einschliesslich der zu tragenden Transaktionsnebenkosten darf den Bewertungswert nicht überschreiten, wenn die bestehenden Investoren nicht wirtschaftlich benachteiligt werden sollen. Kommt es dennoch dazu, muss die Anlagestiftung einen Einwertungsverlust verbuchen. Neben dieser Preissetzungslogik gibt es auch die Ausgabekommission, die die bestehenden Anleger vor einer Verwässerung schützt. Die Ausgabekommission wird von der einlegenden Partei getragen und bezahlt.

Damit ein verbindliches Angebot (BO) eingereicht werden kann, muss der Anlagekommission ein interner Antrag präsentiert werden. Je nach Grösse des Sacheinlageportfolios muss der Antrag auch dem Stiftungsrat präsentiert und von ihm genehmigt werden. Im

Antrag sind der Sacheinlagepreis, die einzelnen Bewertungen einschliesslich der Portfoliobewertung, die Ergebnisse der Due Diligence in wirtschaftlicher, rechtlicher und technischer Hinsicht sowie die geplanten Investitionen aufgeführt. Szenarioanalysen wie eine Sensitivitätsprüfung werden ebenfalls aufgeführt, wenn die aktuelle Marktlage oder die Mietzinsen als unsicher betrachtet werden. Besonders relevant ist die Wirkung des Sacheinlageportfolios auf die bestehende Anlagegruppe. Es wird aufgezeigt, wie sich das Volumen, die Ertragskraft, die geografische Verteilung, die Nutzungsstruktur und der Investitionsbedarf verändern. Wenn die einzelnen Gremien dem Antrag zustimmen, wird das entsprechende Protokoll erstellt und anschliessend ein BO abgegeben. Die Vorsorgeeinrichtung bestätigt den Erhalt des BO und bespricht das finale Angebot noch einmal mit den zuständigen Gremien. Wenn die Mehrheit der zuständigen Gremien der Transaktion und dem Sacheinlagepreis zustimmt, wird dies ebenfalls in einem Protokoll festgehalten. Anschliessend wird die Anlagestiftung über die positive Rückmeldung informiert.

### 4.2.3 Vollzug, Integration und Erkenntnisse

Nach der Annahme des verbindlichen Angebots werden die Verträge ausgearbeitet. Im Vertrag müssen die wichtigsten Punkte wie der finale Sacheinlagepreis, der Umgang mit den latenten Steuern, die Verteilung der Transaktionsnebenkosten, der Zeitpunkt der Übertragung von Nutzen und Gefahr sowie der NAV-Stichtag schriftlich festgehalten werden. Die Übertragung kann über einzelne Grundstückkaufverträge oder über eine Vermögensübertragung nach Art. 69 ff. FusG erfolgen. Welche Vertragsform zweckmässig ist, hängt insbesondere von der Anzahl der Liegenschaften, den betroffenen Kantonen, den zu übertragenden Vertragsverhältnissen und den steuerlichen Folgen der gewählten Struktur ab (Pavelka, 2011, S. 23 – 26 und 42). Die definitive Anzahl der Ansprüche ergibt sich aus dem finalen Sacheinlagepreis und dem Nettoinventarwert zum vereinbarten Stichtag. Erfolgt die Transaktion über eine Vermögensübertragung, werden diese Werte im entsprechenden Übertragungsvertrag festgehalten.

Nach der Vertragsunterzeichnung (Closing) sind noch nicht alle operativen Tätigkeiten abgeschlossen. Die eingelegten Liegenschaften müssen in die internen Systeme, Bewirtschaftungsstrukturen und Reportingprozesse der Anlagestiftung integriert werden. Für die effektive Abwicklung der Daten, die Ausarbeitung der Schlussabrechnungen oder die Übernahme aller Mietverträge treffen sich die bisherige und die neue Bewirtschaftungsfirma regelmässig, z. B. über Microsoft Teams, und besprechen die nächsten Schritte. Die Asset Manager der Anlagestiftung, die operativ für die neuen Liegenschaften verantwortlich sind, nehmen ebenfalls an den Sitzungen teil. Besonders die Schlussabrechnung und

die Übernahme uneinheitlicher Daten können einen hohen Aufwand verursachen. Falls diese Risiken bereits während der Due Diligence erkennbar werden, muss dies früh abgestimmt und eingeplant werden. Ansonsten ist der personelle wie auch der finanzielle Aufwand nach dem Closing zu hoch. Mit dem Vollzug der Transaktion wird die Anzahl der Ansprüche definitiv festgelegt und der Vorsorgeeinrichtung verbindlich bestätigt. Ab diesem Zeitpunkt ist sie nicht mehr direkt in den Schweizer Immobilienmarkt investiert, sondern wirtschaftlich am gesamten Immobilienportfolio der Anlagegruppe beteiligt

Final lassen sich aus der Fallstudie drei zentrale Erkenntnisse ableiten. Sacheinlagen können das Wachstum einer Anlagegruppe deutlich beschleunigen. Dennoch darf das Volumen nicht das entscheidende Kriterium für die Aufnahme der Liegenschaften sein. Die Sacheinlage und ihre Immobilien müssen zur Strategie der aufnehmenden Anlagegruppe passen und dürfen die Qualität (Objekt und Lage) des bestehenden Portfolios nicht verschlechtern. Zweitens stehen die Bewertung, der Sacheinlagepreis und der Schutz der bestehenden Anleger während des gesamten Prozesses im Mittelpunkt. Die Transaktion ist im Grunde nur dann sinnvoll, wenn die neue Anlegerin zu fairen Bedingungen aufgenommen wird und kein Einwertungsverlust für die Anlagestiftung entsteht. Drittens endet der Prozess nicht mit dem rechtlichen Closing. Je nach Grösse der Transaktion kann es Monate dauern, bis die Daten, Verträge, Bewirtschaftungsmandate und Reportingformate vollständig in die bestehenden Strukturen migriert wurden. Die Integration sollte deshalb bereits während der Due Diligence vorbereitet und in der Ressourcenplanung berücksichtigt werden.

## 4.3 Ergebnisse der Experteninterviews

### 4.3.1 Strategische Bedeutung von Sacheinlagen

Die strategische Bedeutung von Sacheinlagen wurde von den Interviewpartnern unterschiedlich beurteilt. Keine der befragten Anlagestiftungen verfolgt jedoch ein Wachstum ohne Rücksicht auf die Qualität. Anlagestiftungen mit grossen und gut diversifizierten Anlagegruppen prüfen Sacheinlagen mehrheitlich opportunistisch, da sie nicht gezwungen sind, eine kritische Grösse zu erreichen oder die Investorenbasis zu verbreitern. Sie starten erst mit einer vertieften Prüfung der Transaktion, wenn die angebotenen Liegenschaften einen Mehrwert für das bestehende Portfolio schaffen. Der erste Interviewpartner (Anlagevermögen > 5 Mrd. CHF) fasste die Haltung seiner Anlagestiftung mit der Aussage «Qualität vor Quantität» zusammen (AST-01).

Bei kleineren oder stärker wachstumsorientierten Anlagegruppen kann eine Sacheinlage gleichzeitig das Immobilienvermögen und die Anlegerbasis vergrössern. Eine einzelne Transaktion kann die Diversifikation spürbar verbessern und das Wachstum erheblich beschleunigen. Dieser Effekt ist besonders relevant, wenn eine Anlagegruppe ihre kritische Grösse noch nicht erreicht hat oder ihre Investorenbasis verbreitern möchte. Einzelne wachstumsorientierte Gefässe prüfen Sacheinlagen deshalb regelmässig im Rahmen von RfPs. Gleichzeitig verursacht eine Sacheinlage zusätzliche Prüfungs-, Genehmigungs- und Integrationsarbeiten. Bei kleinen Portfolios kann dieser Aufwand den Wachstumsvorteil relativieren. Sacheinlagen sind deshalb vor allem dann strategisch interessant, wenn die qualitative Portfoliowirkung und das Transaktionsvolumen den zusätzlichen Aufwand rechtfertigen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-05; AST-06).

Die Kurzeinschätzung bestätigt diese unterschiedlichen strategischen Positionen. Die heutige Bedeutung von Sacheinlagen und ihre aktive Nutzung als Wachstumskanal erreichten jeweils einen Medianwert von 3,5. Noch zurückhaltender wurde der Beitrag zu den mittel- und langfristigen Wachstumszielen beurteilt. Der Medianwert lag bei 2. Die Ergebnisse sind vor dem Hintergrund der Stichprobenzusammensetzung zu interpretieren. Fünf der sechs vertretenen Anlagegruppen weisen ein Nettovermögen von mindestens CHF 2 Mrd. auf, drei davon mehr als CHF 5 Mrd. Bei bereits grossen und diversifizierten Gefässen ist der zusätzliche Wachstums- und Diversifikationsnutzen einer Sacheinlage geringer. Die Ergebnisse bilden deshalb stärker die Haltung etablierter Anlagegruppen.

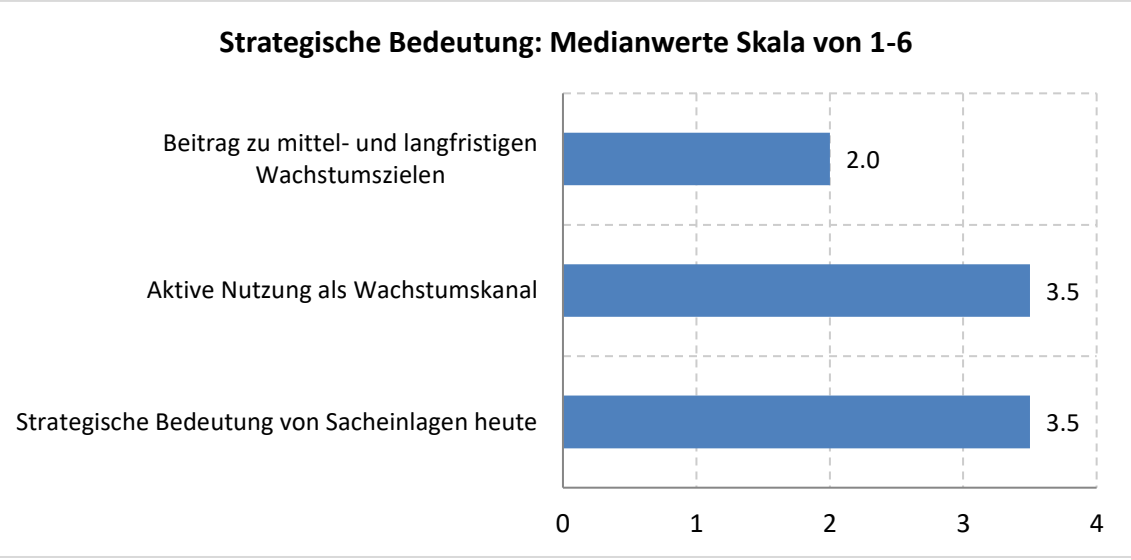


Abbildung 4: Strategische Bedeutung von Sacheinlagen

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung, standardisierte Kurzeinschätzung der befragten Anlagestiftungen, Skala 1 = keine Bedeutung bis 6 = sehr hohe Bedeutung, (n = 6).

Der Investment Consultant beobachtet eine leicht zunehmende Bedeutung von Sacheinlagen. Er stuft das Segment aber weiterhin als Feld einzelner Transaktionen und nicht als Massengeschäft ein. Diese Einschätzung stützt sich auf eine breite eigene Mandatsbasis. Das Beratungsunternehmen hat in den vergangenen fünf Jahren rund eineinhalb Dutzend Einbringungen in indirekte Immobiliengefässe begleitet. Da diese Mandate neben Anlagestiftungen auch Immobilienfonds umfassen, lassen sie sich nicht unmittelbar mit den Werten der KGAST-Erhebung vergleichen. Gemessen an den dort für 2020 bis 2025 ausgewiesenen 29 Sacheinlagen deuten sie aber darauf hin, dass ein erheblicher Teil der Transaktionen beraterbegleitet abgewickelt wird. Aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen sind häufig organisatorische Gründe entscheidend, ob eine Sacheinlage die richtige Transaktionsform ist. Dazu gehören fehlende personelle Ressourcen, eine ungeklärte Nachfolge und zunehmende regulatorische Anforderungen. Der Investment Consultant sieht dabei steigenden Tendenzen in den organisatorischen Hürden. Deswegen werden weiterhin Sacheinlagen vollzogen (BER-01).

Die Interviewpartner wurden gefragt, ob sich ihre Preisbereitschaft verändern würde, wenn dasselbe Portfolio als klassischer Asset Deal angeboten würde. Die Frage wurde nicht einheitlich beantwortet. Mehrere Interviewpartner gaben an, die Liegenschaften unabhängig von der Transaktionsform nach denselben wirtschaftlichen Kriterien zu beurteilen. Andere wiesen darauf hin, dass eine Sacheinlage das Eigenkapital der Anlagegruppe erhöht und dadurch Verwässerungseffekte entstehen als bei einem fremdfinanzierten Asset Deal. Die strategische Fremdfinanzierungsquote kann deshalb die relative Attraktivität der Transaktionsform zusätzlich beeinflussen. Liegt sie am oberen Ende des Zielbandes, ermöglicht eine Sacheinlage Wachstum bei gleichzeitigem Abbau des Fremdkapitals. Möchte die Anlagegruppe ihre Fremdfinanzierungsquote dagegen erhöhen, kann ein klassischer Asset Deal attraktiver sein, weil der zusätzliche Leverage-Effekt in die Preisbereitschaft einfliesst. Aus der anderen Perspektive kann die Vorsorgeeinrichtung bereit sein, einen tieferen Preis, im Vergleich zu einem Asset Deal, zu akzeptieren, wenn sie im Gegenzug Zugang zu einem attraktiven oder geschlossenen Immobiliengefäss erhält. Somit kann man nicht allgemein festlegen, dass eine Sacheinlage automatisch zu einer höheren oder tieferen Preisbereitschaft führt. Entscheidend sind die Portfolioqualität, die Finanzierungssituation, die steuerliche Struktur und der Nutzen für beide Parteien (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Die Kurzeinschätzung erfasst auch, welche Chancen die Anlagestiftungen einer Sacheinlage zuschreiben. Am höchsten bewertet wurde der Zugang zu nicht frei verfügbaren

Portfolios und Objekten mit einem Median von 4,5. Die Verbesserung der Diversifikation und die Gewinnung einer langfristigen Anlegerin erreichten jeweils einen Median von 4. Das beschleunigte Wachstum erreichte einen Median von 3,5.

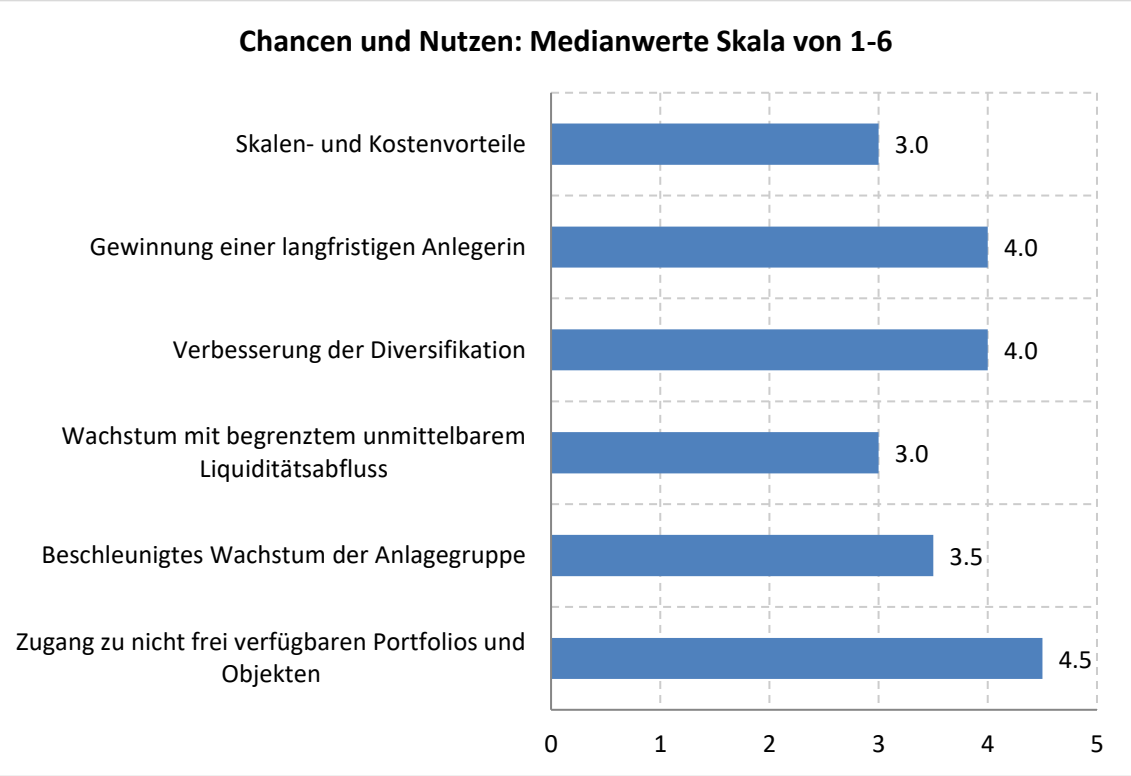


Abbildung 5: Chancen und Nutzen von Sacheinlagen aus Sicht der Anlagestiftungen

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung, standardisierte Kurzeinschätzung der befragten Anlagestiftungen, Skala 1 = sehr geringer Nutzen bis 6 = sehr hoher Nutzen (n = 6).

### 4.3.2 Auswahlkriterien und Portfoliowirkung

Bei den Prüfkriterien zeigte sich eine hohe Übereinstimmung. Das zusammengefasste Kriterium «strategischer Fit, Rendite-/Risikoprofil und Portfoliowirkung» wurde von allen sechs Teilnehmenden unter die drei wichtigsten Kriterien gesetzt. Fünf nannten die Objekt- und Standortqualität, vier den baulichen Zustand und den künftigen Investitionsbedarf, drei die Bewertung und faire Preisfindung gegenüber den bestehenden Anlegern. Aufschlussreich ist die Verteilung der ersten Ränge: Die Bewertung und faire Preisfindung wurde nur dreimal genannt, dann aber jedes Mal an erster Stelle. Die qualitative Auswertung bestätigt diese Prioritäten. Die Anlagestiftungen prüfen nicht nur die Qualität der einzelnen Liegenschaften, sondern auch die Wirkung des gesamten Portfolios auf die Anlagegruppe. Die internen Spezialisten aus Portfolio- und Assetmanagement sowie aus dem Baubereich beurteilen die Objekte anhand derselben Kriterien, die auch für das Bestandesportfolio gelten. Im Vordergrund stehen die geografische Verteilung, die Ertragskraft und der künftige CAPEX-Bedarf. Bei mehreren Anlagestiftungen werden die

Auswertungen anschliessend aggregiert und mit dem durchschnittlichen Bestandesportfolio oder dem langfristigen Businessplan verglichen. Verschlechtert die Sacheinlage die Qualität, die Rendite oder das Risikoprofil der Anlagegruppe, wird sie abgelehnt oder nur unter angepassten Bedingungen weiterverfolgt (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

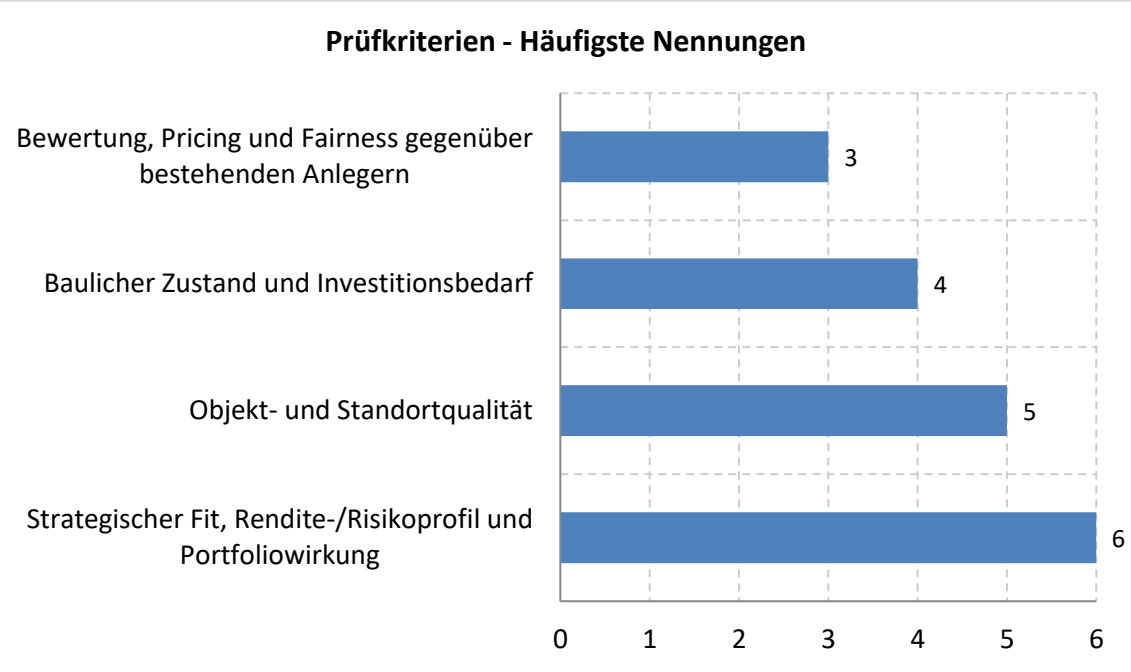


Abbildung 6: Wichtigste Prüfkriterien bei Sacheinlagen

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung, standardisierte Kurzeinschätzung der befragten Anlagestiftungen (n = 6).

Alle sechs Anlagestiftungen nannten Mindestgrössen, ab denen die Prüfung einer Sacheinlage wirtschaftlich sinnvoll ist. Die Angaben beziehen sich jedoch auf zwei unterschiedliche Ebenen und sind deshalb getrennt zu betrachten. Auf der Ebene der gesamten Transaktion reichen die genannten Schwellen von CHF 20 Mio. bis CHF 200 Mio. Der höchste Wert stammt von einem der grössten Gefässe. Er zeigt, dass die Schwelle mit der Grösse der Anlagegruppe steigt, weil der Prüf- und Integrationsaufwand auf ein entsprechend höheres Volumen verteilt werden muss. Auf der Ebene der einzelnen Liegenschaft liegen die genannten Werte zwischen CHF 10 Mio. und CHF 20 Mio. Beide Grössen erfüllen dieselbe Funktion. Sie stellen sicher, dass der weitgehend fixe Prüfaufwand in einem vertretbaren Verhältnis zum übernommenen Volumen steht. Eine Mindestanzahl an Liegenschaften ist dagegen unüblich (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06). Drei Anlagestiftungen verneinten sie ausdrücklich, wobei mehrfach betont wurde, dass eine geringe Anzahl an Liegenschaften mit hohem Volumen bevorzugt wird. Liegt das Transaktionsvolumen unter dem genannten Mindestvolumen, wird eine

Sacheinlage dennoch weiterverfolgt, wenn die Liegenschaften eine sehr gute Qualität, eine attraktive Lage oder ein Entwicklungspotenzial aufweisen, mit dem die Mindestgrösse künftig erreicht werden kann (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Zu den häufig genannten Dealbreakern gehörten eine nicht strategiekonforme Nutzung, eine ungenügende Objekt- oder Standortqualität, ein hoher CAPEX-Bedarf ohne ausreichendes Potenzial und eine unrealistische Preisvorstellung. Hinsichtlich der Nutzungsarten sind einige Anlagestiftungen zurückhaltend, wenn es um Hotel-, Produktions-, Logistik- und andere Spezialliegenschaften geht, da das interne Fachwissen fehlt. Hierzu ergänzte der Investment Consultant, dass für sehr kleine Liegenschaften, Miteigentumsanteile und Objekte in abgelegenen Regionen kaum Angebote eingehen. Für gewöhnliche Wohn- und gemischt genutzte Renditeliegenschaften liegen dagegen in der Regel mehrere Angebote vor, da die Erfahrung und das interne Know-How innerhalb der Stiftung vorhanden sind. Dennoch entscheidet am Schluss der Preis, ob die Transaktion zustande kommt. Laut dem Investment Consultant haben die Vorsorgeeinrichtungen in den meisten Fällen den Prozess abgebrochen, wenn die eingegangenen NBO-Preise deutlich unter ihren Preisvorstellungen lagen (BER-01). Nicht strategiekonforme Liegenschaften werden nach Möglichkeit bereits vor dem NBO oder während der Due Diligence ausgeschlossen. Werden einzelne Objekte für den Abschluss des Gesamtportfolios dennoch übernommen, sind sie früh als Verkaufskandidaten zu kennzeichnen. Die geplante Veräusserung, die Kaufpreisallokation und mögliche Buchverluste müssen den zuständigen Gremien transparent dargestellt werden. Eine Übernahme ist nur vertretbar, wenn der Anteil dieser Objekte begrenzt bleibt und das übrige Portfolio einen klaren Mehrwert schafft (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06)

### 4.3.3 Prüfungsprozess und Governance

Alle befragten Anlagestiftungen haben ihren Prüfungsprozess der Liegenschaften ähnlich aufgebaut. Nach der Erstprüfung und einem NBO startet die vertiefte Due Diligence. Anschliessen kommt es zu einer internen Genehmigung der Gremien und Abgabe des BO's. Die beteiligten Gremien unterscheiden sich nach Organisation und Transaktionsvolumen. Je nach Anlagestiftung entscheiden die Geschäftsführung, eine Anlagekommission oder der Stiftungsrat. Die Aufnahme der neuen Anlegerin wird separat oder gemeinsam mit dem Investitionsentscheid genehmigt. Falls die Vorsorgeeinrichtungen mit einem Investment Consultant die Transaktion aufgegleist haben, entscheiden sie gemeinsam, welche Anlagestiftungen in die nächste Runde aufgenommen werden sollten. Der Investment

Consultant empfiehlt, während der NBO-Phase eine möglichst breite Auswahl an Anlagegefässen anzufragen. Je mehr Angebote eintreffen, desto stärker ist die Konkurrenzsituation. Dadurch sind die Preise und Qualitäten der einzelnen Anlagegruppen besser zu vergleichen. In der Beratungsphase werden die einzelnen Gefässe auf die Performance, Kosten, Diversifikation, Governance und langfristige strategische Orientierung analysiert und verglichen. Zusätzlich zu den vertieften Analysen ist es üblich, dass die Anlagestiftungen auf der Short-List zu einem Gespräch eingeladen werden. Somit haben die Vorsorgeeinrichtungen genügend Informationen, um zu entscheiden, in welches Anlagegefäss sie ihre direkt gehaltenen Liegenschaften einbringen möchten (BER-01).

Vor dem Beginn der kostenintensiven Due Diligence verlangen mehrere Anlagestiftungen eine exklusive Verhandlung. Dadurch soll vermieden werden, dass hohe externe und interne Kosten entstehen, währenddessen die Gegenpartei parallel mit weiteren Anbietern verhandelt. Die Exklusivität dient somit auch dem Schutz der bestehenden Anleger. Die Interviews zeigen zudem, dass bei reinen Sacheinlagen häufig weniger unmittelbarer Abschluss- und Reinvestitionsdruck besteht als bei einem klassischen Verkauf. Die Vorsorgeeinrichtung erhält als Gegenleistung Ansprüche an der Anlagegruppe und muss keinen Verkaufserlös kurzfristig wieder anlegen. Dadurch können die Parteien den Übertragungszeitpunkt sorgfältiger festlegen und sich ausreichend Zeit für die Due Diligence sowie die steuerliche und rechtliche Strukturierung nehmen. Der grössere zeitliche Spielraum führt jedoch nicht zwingend zu einem kürzeren Prozess. Vielmehr wird die zusätzliche Zeit bewusst für eine umfassende Prüfung und die Vorbereitung der Integration genutzt (AST-01; AST-02).

Nach Abschluss der Due Diligence werden die Ergebnisse mit den Berichten von externen Partnern in einem internen Antrag zusammengefasst und den zuständigen Gremien präsentiert. In diesen Gremiensitzungen entscheiden die einzelnen Mitglieder darüber, ob die Sacheinlagen vollzogen werden soll. Zusätzlich müssen die Gremien die Aufnahme der neuen Anlegerin genehmigen. Dabei spielen die Veränderung der Anteils- und Stimmrechtsverhältnisse sowie mögliche Mitwirkungsrechte in den Gremien eine wichtige Rolle. Eine Anlagestiftung erwähnte zusätzlich eine Anleger-Due-Diligence, die durchgeführt werden muss. Andere Interviewpartner beurteilten die Aufnahme eher neutral, sofern die wirtschaftlichen Interessen der bestehenden Anleger geschützt bleiben (AST-01; AST-02; AST-03; AST-06). Der Schutz der bestehenden Anleger erreichte mit einem Median von 5,5 den höchsten Wert der untersuchten Herausforderungen. Ebenfalls hoch bewertet wurden der strategische Fit zur Anlagegruppe, die faire Preisfindung sowie

der bauliche Zustand und der zukünftige CAPEX-Bedarf mit einem Median von jeweils 5.

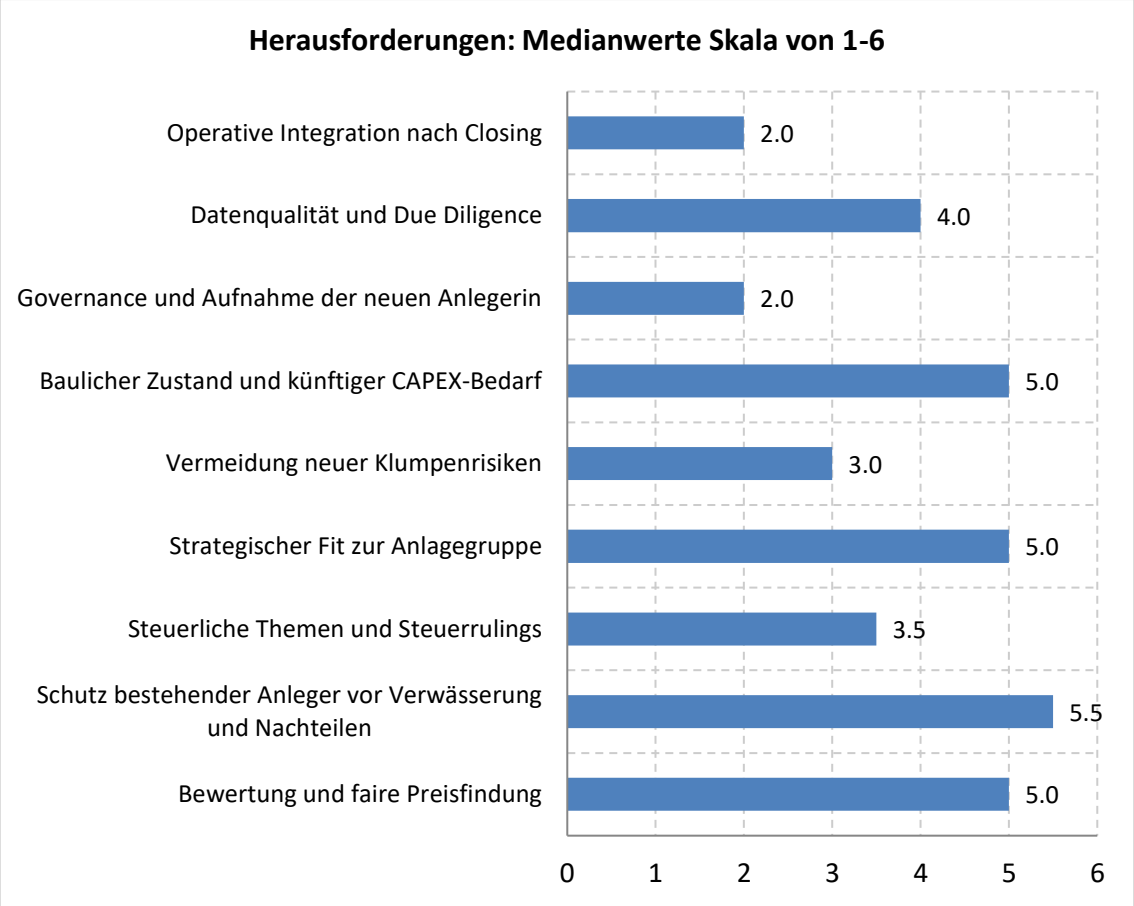


Abbildung 7: Praktische Herausforderungen bei Sacheinlagen

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung, standardisierte Kurzeinschätzung der befragten Anlagestiftungen, Skala 1 = sehr geringe Herausforderung bis 6 = sehr grosse Herausforderung, (n = 6).

### 4.3.4 Bewertung, Pricing und steuerliche Themen

Die interne und externe Bewertung bilden bei allen befragten Anlagestiftungen die Grundlage für den Sacheinlagepreis. Die Bewertungen werden mit den Ergebnissen der wirtschaftlichen und technischen Due Diligence verbunden. In den Bewertungen werden das aktuelle und potenzielle Mietzinsniveau, der Leerstand, der Diskontsatz, die Betriebskosten und der künftige CAPEX-Bedarf berücksichtigt. Beide Parteien müssen sich zunächst darauf einigen, welcher Bewerter die Liegenschaften beurteilt. In der Regel schlägt die Anlagestiftung ihren Hausbewerter vor. Er kennt das Bestandesportfolio und kann deshalb am besten einschätzen, welche Chancen und Risiken die Einbringung der neuen Liegenschaften für die bestehende Anlagegruppe mit sich bringt. Ein zweiter Bewerter wird beigezogen, wenn die einbringende Vorsorgeeinrichtung das Ergebnis der ersten Bewertung nicht akzeptiert oder ihre eigene Policy eine Zweitbewertung vorschreibt. Als

Grundlage für die Verhandlung dient dann der Mittelwert der beiden Bewertungen. Davon zu unterscheiden ist die Second Opinion. Ein weiterer Bewertungsexperte prüft dabei, ob die ermittelten Werte und die verwendeten Parameter plausibel sind. Dieser Bericht wird von der Revisionsstelle nach Abschluss der Transaktion verlangt und dient nicht der Festlegung des Sacheinlagepreises. Alle drei Instrumente erhöhen die Nachvollziehbarkeit der Preisfindung und helfen der Anlagestiftung, bei der Übernahme der Liegenschaften einen Einwertungsverlust zu vermeiden (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06). Wenn der finale Sacheinlagepreis einschliesslich der Transaktionsnebenkosten durch die DCF-Bewertung und deren Marktwert gedeckt ist, wird kein Bewertungsverlust verbucht und die bestehenden Anleger dadurch nicht wirtschaftlich benachteiligt. Gleichzeitig muss der Preis für die einbringende Vorsorgeeinrichtung attraktiv genug sein, damit sie der Transaktion zustimmt. Besonders bei historisch gewachsenen und konservativ bewerteten Portfolios können zwischen dem aktuellen Buchwert, dem Marktwert und der Preisvorstellung der Vorsorgeeinrichtung grössere Unterschiede entstehen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Mehrere Anlagestiftungen erheben zusätzlich eine Ausgabekommission, die von der einbringenden Vorsorgeeinrichtung getragen wird. Sie dient je nach Anlagestiftung dem Verwässerungsschutz oder der Deckung des internen Aufwands. Einheitlich ist die Praxis jedoch nicht. Eine Anlagestiftung gibt die Ansprüche ausdrücklich zum Nettoinventarwert aus und verzichtet auf eine Ausgabekommission. Bei anderen hängt es von der Ausgestaltung ab, welche Kosten über die Kommission und welche über einen Abzug vom Marktwert berücksichtigt werden (AST-01; AST-02; AST-05; AST-06). Die externen Transaktionsnebenkosten werden je nach Anlagestiftung und Verhandlung vollständig von einer Partei übernommen oder zwischen den Parteien aufgeteilt. Zu den Transaktionsnebenkosten gehören z. B. die Kosten des Bewerters einschliesslich technischer Due Diligence, Grundbuchgebühren, Erstellung und Beratung bezüglich Steuerruling und weiteren rechtlichen Themen. Auch die latenten Grundstückgewinnsteuern werden von den Anlagestiftungen berücksichtigt. Die Berücksichtigung unterscheidet sich in der Berechnungsmethode oder in der Haltedauer. Mehrere Interviewpartner legten klar fest, dass die berechnete Steuerlast keinen oder nur einen sehr begrenzten Verhandlungsspielraum aufweist. Andere bezeichneten den Umgang mit den latenten Steuern als einen regelmässigen Verhandlungspunkt. In Bezug auf den Schutz der bestehenden Anleger sind sich die Interviewpartner jedoch einig. Sie möchten nicht, dass die Steuerlast unberücksichtigt übernommen wird. Zudem können die Vorsorgeeinrichtungen jedoch selbst entscheiden, ob sie die Grundstückgewinnsteuer vor dem Closing realisieren möchten. Im Gegenzug

erhalten sie den vollen Sacheinlagepreis. Andernfalls wird die berechnete Steuerlast vom Preis abgezogen. Aus Sicht des Investment Consultants stellen beide Varianten die einbringenden Vorsorgeeinrichtungen vor Schwierigkeiten, weil sie in ihren Büchern keine separate Rückstellung für die latente Grundstückgewinnsteuer ausweisen und die Belastung deshalb erst im Transaktionsfall sichtbar wird (BER-01).

### 4.3.5 Datenqualität, nicht zustande gekommene Prozesse und Integration

Die Datenqualität wurde unterschiedlich beurteilt. Mehrere Interviewpartner berichteten, dass häufig Anlagekosten, Bauabrechnungen, Verträge und weitere technische Unterlagen fehlten und der Prozess sich dadurch verzögerte. Kleinere Vorsorgeeinrichtungen und historisch gewachsene Portfolios weisen häufiger eine Datenqualität auf, die nicht dem Branchenstandard entspricht. Wenn wichtige Informationen fehlen, können die Bewertungen, die technische Beurteilung sowie die Berechnung der latenten Steuern nicht sauber durchgeführt werden. Werden die Daten innerhalb der gesamten Transaktion nicht zur Verfügung gestellt, kann dies zu zusätzlichen Vertragsbedingungen, Preisabschlägen oder einem Abbruch der Transaktion führen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-05). Andere Interviewpartner berichteten, dass bei ihren bisherigen Prozessen keine wesentlichen Datenlücken bestanden hätten. Grund dafür waren eine frühzeitige und umfassende Due Diligence verbunden mit den Analysen aller internen Fachbereiche. Die unterschiedlichen Aussagen zeigen, dass die Datenqualität stark von der Professionalität der einbringenden Vorsorgeeinrichtung abhängt.

Nicht zustande gekommene Sacheinlageprozesse scheiterten am häufigsten an unterschiedlichen Preisvorstellungen. Teilweise lagen die Preisvorstellungen der Vorsorgeeinrichtungen deutlich über den NBO-Angeboten. Dies führte zu einem schnellen Abbruch des gesamten Sacheinlageprozesses. Als weiterer Grund wurde genannt, dass die offerierende Anlagegruppe nicht zur Anlagestrategie der Vorsorgeeinrichtung passte. Aus Sicht der Anlagestiftungen kam es nach Beginn der vertieften Due Diligence kaum zu Abbrüchen des Prozesses, da sie bereits früh eine strenge Selektion durchgeführt haben. Der Investment Consultant bestätigt, dass Abbrüche mehrheitlich während oder kurz nach der NBO-Phase erfolgen. Sobald sich die Parteien auf die Durchführung einer Sacheinlage geeinigt haben und die Binding-Offer-Phase erreicht ist, besteht eine hohe Transaktionssicherheit. Sollte es dennoch in der vertieften Prüfung zu seltenen Abbrüchen kommen, wird dies mit unerwarteten Altlasten, internen Veränderungen bei der Vorsorgeeinrichtung oder neuen steuerlichen Problemen begründet (BER-01).

Beim Integrationsaufwand zeigten sich grosse Unterschiede. Bei kleineren und gut vorbereiteten Sacheinlagen kann die operative Übergabe innerhalb von wenigen Wochen oder Monaten abgeschlossen werden. Mit zunehmendem Transaktionsvolumen und insbesondere mit einer höheren Anzahl Liegenschaften steigt der Aufwand tendenziell. Das Volumen allein erklärt die Dauer jedoch nicht. Zusätzlich wirken sich die Datenqualität, die vorhandenen Systeme, steuerliche Abklärungen sowie die Übernahme von Bewirtschaftungsstrukturen auf den Aufwand aus. Zu den wiederkehrenden Aufgaben gehören die Übernahme der Mietverträge, die Schlussabrechnung, die Digitalisierung von Plänen sowie die Integration in Bewertungs-, Reporting- und ESG-Systeme. Während strukturierte Übergaben teilweise innerhalb von vier bis sechs Wochen abgeschlossen werden können, dauerte die vollständige Integration bei einer aussergewöhnlich grossen und organisatorisch komplexen Transaktion deutlich länger. Die Integration sollte deshalb bereits während der Due Diligence geplant und bei der Ressourcenplanung berücksichtigt werden (AST-01; AST-05; AST-06).

### 4.3.6 Marktausblick und Wettbewerb

Die Interviewpartner erwarten keine rückläufige Bedeutung von Sacheinlagen. Die Antworten fielen mehrheitlich positiv aus. Die Anlagestiftungen gehen in den nächsten fünf Jahren konsolidiert von einer leicht steigenden Bedeutung des Sacheinlagemarktes aus. Diese Annahme bestätigte der Investment Consultant ebenfalls. Als Treiber wurden insbesondere die Konsolidierung der Pensionskassen, Personal- und Nachfolgethemen, die Professionalisierung des Immobilienmanagements sowie steigende regulatorische und nachhaltigkeitsbezogene Anforderungen an direkt gehaltene Immobilienanlagen genannt. Der ansteigende Sanierungs- und Entwicklungsbedarf der historisch gewachsene Direktbestände kann den Weg zur Sacheinlage zusätzlich beflügeln. Aus Sicht der Anlagestiftungen können die hohe Preisvorstellungen der Pensionskassen und der wachsende Prüfungsaufwand die künftige Bedeutung etwas dämpfen. Das aktuelle Tiefzinsniveau wurde von einzelnen Befragten ebenfalls als dämpfende Wirkung betrachtet, da die Eigenkapitalrendite aufgrund des positiven Leverage-Effektes bei einem klassischen Asset Deal besser als bei einer Sacheinlage ausfällt (AST-01; AST-02; AST-03; AST-4; AST-05; AST-06; BER-01). Beim Angebot geeigneter Portfolios ist das Bild unterschiedlich. Zwei Anlagestiftungen erwarten eine Zunahme, drei eine gleichbleibende Entwicklung und eine einen Rückgang. Die zu beobachtenden Portfolios auf den Markt sind jedoch nicht mit der Zahl strategiekonformer Opportunitäten gleichzusetzen. Ältere Gebäude, ein hoher CAPEX-Bedarf, Datenlücken und eine ungeeignete Nutzungs- oder Standortstruktur

werden von teilnehmenden Anlagestiftungen als ungünstig betrachtet und begrenzen die Zahl geeigneter Portfolios auf dem Markt (AST-01; AST-02; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

Beim Wettbewerb zeigt sich eine klarere Tendenz. Drei Anlagestiftungen erwarten einen zunehmenden, eine einen stark zunehmenden und die restlichen zwei einen gleichbleibenden Wettbewerb. Grosse und etablierte Anlagegruppen verfügen über diversifizierte Portfolios und eine lange Performancehistorie. Dies wird von den einlegenden Pensionskassen als sehr attraktiv betrachtet. Da die Immobiliengefässe der grossen Anlagestiftungen für neue Investoren in der Regel geschlossen sind, können sie nur mittels einer Sacheinlage ein Teil des Investorenkreises werden. Kleinere oder wachstumsorientierte Anlagestiftungen versuchen dagegen mitzuhalten, in dem sie mit ihrer Flexibilität, Betreuung und einem konkurrenzfähigen Angebot punkten möchten (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; BER-01). Dies beobachtete auch der Investment Consultant. Die Beratungsunternehmung sieht einen wiederkehrenden Zusammenhang zwischen der Qualität eines Anlagegefässes und dessen Preisbereitschaft. Gefässe, die stark wachsen müssen oder wenig diversifiziert sind, zeigen eine höhere Zahlungsbereitschaft. Gefässe, die nicht auf Wachstum angewiesen sind, bieten den Preis, den sie für richtig halten und nehmen in Kauf, nicht den Zuschlag des Deals zu erhalten. Aus Sicht der einbringenden Vorsorgeeinrichtung bedeutet das, dass der höchste gebotene Preis nicht zwingend vom qualitativ besten Gefäss stammt (BER-01). Daraus lässt sich nicht ableiten, dass kleinere Gefässe keine Chance auf attraktive Sacheinlagen haben. Für die einbringende Vorsorgeeinrichtung sind neben dem Preis auch die Qualität, Diversifikation, Performance, Kostenstruktur und langfristige Eignung der Anlagegruppe relevant (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

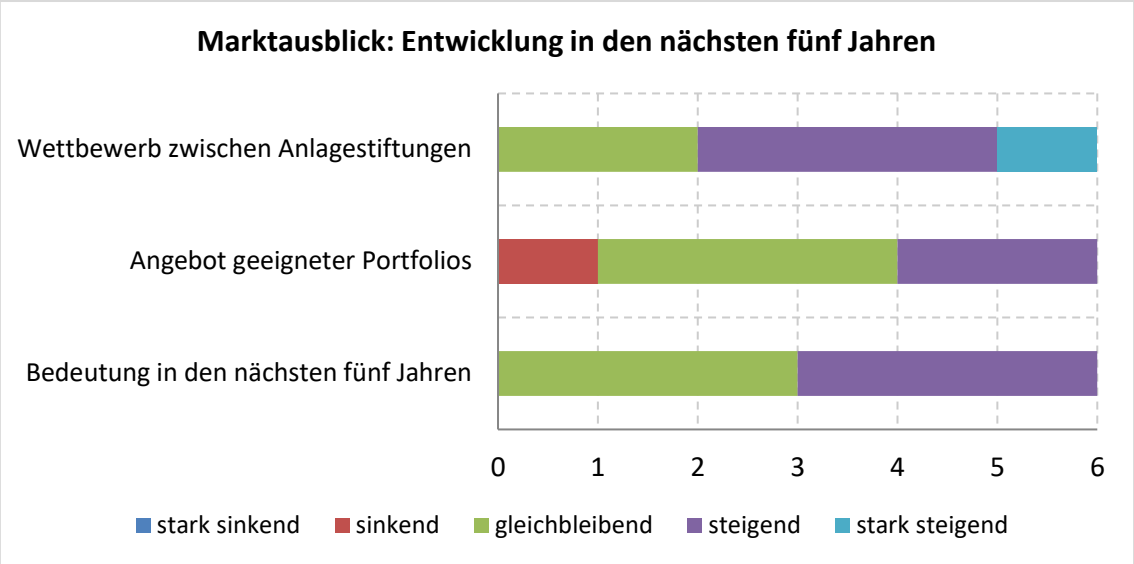


Abbildung 8: Erwartete Entwicklung des Sacheinlagemarkts in den nächsten fünf Jahren

Quelle: Eigene Erhebung und Darstellung, standardisierte Kurzeinschätzung der befragten Anlagestiftungen (n = 6).

# 5. Diskussion

## 5.1 Strategische Rolle und Entscheidungslogik (Forschungsfrage 1)

Die Ergebnisse zeigen, dass Sacheinlagen für Immobilien-Anlagestiftungen keine einheitliche strategische Rolle spielen. Ihre Bedeutung hängt vor allem von der Grösse, der Diversifikation und dem Wachstumsbedarf der jeweiligen Anlagegruppe ab. Kleinere oder wachstumsorientierte Gefässe können mit einer Transaktion das Immobilienvermögen und die Anlegerbasis gleichzeitig vergrössern und ihre Diversifikation verbessern. Grosse und bereits breit diversifizierte Anlagegruppen sind dagegen nicht auf zusätzliches Volumen angewiesen. Sie prüfen Sacheinlagen überwiegend opportunistisch und verfolgen eine Transaktion nur weiter, wenn das angebotene Portfolio einen klaren qualitativen oder wirtschaftlichen Mehrwert schafft. Sacheinlagen sind damit kein allgemeines Wachstumsziel, sondern ein selektiv eingesetzter Akquisitions- und Wachstumskanal (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Der Prüfungs- und Integrationsaufwand fällt bei kleineren Transaktionen im Verhältnis zum übernommenen Volumen stärker ins Gewicht. Die genannten Mindestvolumen sind deshalb wichtige Orientierungswerte, aber keine starren Ausschlusskriterien. Eine kleinere Sacheinlage kann attraktiv bleiben, wenn die Liegenschaften eine überdurchschnittliche Qualität, eine strategische Arrondierungsmöglichkeit oder ein überzeugendes Entwicklungspotenzial aufweisen. Umgekehrt kann auch ein grosses Portfolio abgelehnt werden, wenn die Zusammensetzung, der Preis oder der künftige CAPEX-Bedarf nicht überzeugen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Die Annahmeentscheidung erfolgt auf drei Ebenen. Auf der Objektebene werden insbesondere Lage, Nutzung, Vermietungssituation, baulicher Zustand und Investitionsbedarf beurteilt. Auf der Portfolioebene steht die Wirkung auf Rendite, Risiko, Diversifikation und mögliche Klumpenrisiken der gesamten Anlagegruppe im Vordergrund. Auf der Anlegerebene wird geprüft, ob die einbringende Vorsorgeeinrichtung zur bestehenden Investorenstruktur passt und wie sich die Sacheinlage auf Anteils-, Stimmrechts- und Mitwirkungsverhältnisse auswirkt. Diese zusätzliche Anlegerebene unterscheidet die Sacheinlage vom klassischen Asset Deal. Sie kann dazu führen, dass eine Transaktion trotz geeigneter Liegenschaften nicht genehmigt wird (AST-01; AST-02; AST-03; AST-05; AST-06).

Für die Genehmigung reicht ein strategisch passendes Portfolio allein nicht aus. Der Sacheinlagepreis, die latenten Steuern und die Transaktionsnebenkosten müssen so

festgelegt werden, dass die bestehenden Anleger wirtschaftlich nicht benachteiligt werden. Gleichzeitig müssen die Datenlage, die Vertrags- und Steuerstruktur sowie die internen Zuständigkeiten einen sicheren Vollzug ermöglichen. Die erste Forschungsfrage lässt sich daher wie folgt beantworten. Sacheinlagen ermöglichen ein kontrolliertes Wachstum, sofern der strategische Fit, die wirtschaftliche Gleichbehandlung der Anleger und die Umsetzbarkeit der Transaktion gemeinsam gewährleistet sind.

## 5.2 Chancen, Risiken und Wirkungszusammenhänge (Forschungsfrage 2)

Eine Sacheinlage ermöglicht es, mehrere Liegenschaften in einer Transaktion zu übernehmen und gleichzeitig eine neue Anlegerin aufzunehmen. Dadurch kann die Anlagegruppe schneller wachsen als über einzelne Käufe und erhält Zugang zu Portfolios, die nicht zwingend am offenen Markt angeboten werden. Wird ein ganzes Portfolio eingebracht, kann die Anlagestiftung jedoch nicht nur die attraktivsten Objekte auswählen. Historisch gewachsene Bestände enthalten teilweise ältere Liegenschaften, regionale Konzentrationen oder Objekte mit einem hohen Sanierungsbedarf. Werden diese Merkmale nicht erkannt oder im Preis ungenügend berücksichtigt, tragen die bestehenden Anleger die daraus entstehenden Risiken (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

Auch die Finanzierung beeinflusst die Attraktivität der Transaktionsform. Da die Gegenleistung in Ansprüchen erfolgt, entsteht für die Anlagestiftung kein unmittelbarer Kaufpreisabfluss. Bei einer bereits hohen Fremdfinanzierungsquote kann dies vorteilhaft sein, weil Wachstum über zusätzliches Eigenkapital möglich wird. Bei einer tiefen Fremdfinanzierungsquote kann ein fremdfinanzierter Asset Deal dagegen attraktiver sein, wenn die Anlagegruppe bewusst einen Leverage-Effekt nutzen möchte. Diese Überlegung wurde nicht von allen Befragten gleich stark gewichtet und ist deshalb als ergänzende Entscheidungsdimension zu verstehen (AST-03; AST-06).

Der Schutz der bestehenden Anleger bildet die zentrale Vorgabe für Bewertung und Preisfindung. Der Sacheinlagepreis, eine allfällige Ausgabekommission und die Verteilung der Transaktionsnebenkosten müssen so festgelegt werden, dass kein Einwertungsverlust entsteht und die neue Anlegerin nicht bevorzugt wird. Auch die latente Grundstückgewinnsteuer ist wirtschaftlich zu berücksichtigen. Ein Steueraufschub verhindert zwar eine unmittelbare Steuerzahlung, beseitigt die wirtschaftliche Steuerlast aber nicht. Aufgrund der kantonal unterschiedlichen Praxis sollte die steuerliche Behandlung früh geprüft und

bei Unsicherheit mit einem Steuerruling abgesichert werden (Frey & Kehrle, 2025, S. 356–357, 361 und 363; AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

Die Datenqualität wirkt sich auf mehrere Phasen der Transaktion aus. Fehlende Anlagekosten und Bauabrechnungen erschweren die Berechnung der latenten Steuern. Unvollständige Miet-, Vertrags- oder Zustandsdaten erhöhen die Unsicherheit bei Bewertung und Due Diligence. Nach dem Closing können dieselben Lücken die Vertragsübernahme, die Schlussabrechnung und die Integration in die internen Systeme verzögern. Die Datenqualität entscheidet nicht allein über den Erfolg einer Sacheinlage, beeinflusst aber die Zuverlässigkeit der Prüfung und den späteren Integrationsaufwand. Wie stark dieses Risiko ausfällt, hängt wesentlich davon ab, wie professionell die einbringende Vorsorgeeinrichtung ihren Bestand bisher dokumentiert und bewirtschaftet hat (AST-01; AST-02; AST-03; AST-05; AST-06).

Bei einer insgesamt attraktiven Portfoliotransaktion kann es vorkommen, dass einzelne nicht strategiekonforme Liegenschaften mitübernommen werden. In diesem Fall sollte bereits vor dem Closing festgelegt werden, ob die Objekte repositioniert oder später verkauft werden. Ebenso müssen die Kaufpreisallokation und die möglichen Auswirkungen eines Verkaufs transparent dargestellt werden. Die Chancen einer Sacheinlage überwiegen, wenn Portfolioqualität, Preis, Steuern, Daten und Integration früh gemeinsam beurteilt und gesteuert werden. Damit beantwortet die Untersuchung die zweite Forschungsfrage. Sacheinlagen bieten einen schnellen und liquiditätsschonenden Zugang zu ganzen Portfolios, sind aber nur dann vorteilhaft, wenn die übernommenen Risiken erkannt, eingepreist und operativ beherrscht werden (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06).

## 5.3 Künftige Bedeutung und Wettbewerb (Forschungsfrage 3)

Die Bedeutung von Sacheinlagen dürfte sich in den nächsten fünf Jahren stabil bis leicht zunehmend entwickeln. Ein kontinuierlicher Wachstumspfad ist jedoch nicht zu erwarten. Die Marktanalyse zeigt starke jährliche Schwankungen bei Anzahl und Volumen, wobei einzelne Grossportfolios die Jahreswerte deutlich beeinflussen. Auch künftig dürfte deshalb eine begrenzte Zahl von Einzeltransaktionen den Markt prägen (Braun, Bumann & Stokanic, 2026, S. 3–5 und 12; AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

Als Treiber wirken die Konsolidierung der Vorsorgeeinrichtungen, ungelöste Nachfolgefragen, steigende Anforderungen an Nachhaltigkeit sowie der Sanierungsbedarf älterer

Direktbestände. Diese Faktoren erhöhen den Druck, das Immobilienmanagement zu professionalisieren, führen aber nicht automatisch zu einer Sacheinlage. Grössere Vorsorgeeinrichtungen verfügen häufig über eigene Immobilienfachleute. Ein Teil der kleineren Einrichtungen hat seine Direktbestände bereits verkauft oder in ein Anlagegefäss eingebracht. Entscheidend ist deshalb weniger, wie viele Portfolios grundsätzlich angeboten werden, sondern wie viele davon hinsichtlich Strategie, Qualität und Umsetzbarkeit zu einer bestimmten Anlagegruppe passen (Guerra, 2008, S. 43-44; Monvoisin, 2024, S. VIII; AST-01 bis AST-06; BER-01).

Der Wettbewerb zwischen den Anlagestiftungen dürfte zunehmen, bleibt aber von unterschiedlichen Ausgangslagen geprägt. Grosse Anlagegruppen verfügen über eine breite Diversifikation, eine lange Performancehistorie und teilweise geschlossene Gefässe. Dies macht sie für einbringende Vorsorgeeinrichtungen attraktiv und stärkt ihre Verhandlungsposition. Sie können bei Preis und Qualität selektiver auftreten. Kleinere oder wachstumsorientierte Anbieter sind stärker auf zusätzliches Volumen angewiesen und können sich über Flexibilität, persönliche Betreuung und ein konkurrenzfähiges Angebot differenzieren. Für die einbringende Vorsorgeeinrichtung entsteht dadurch ein Zielkonflikt. Der höchste angebotene Preis stammt nicht zwingend vom langfristig am besten geeigneten Anlagegefäss (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

Der erste Teil der dritten Forschungsfrage lässt sich damit wie folgt beantworten. Sacheinlagen werden ihre Bedeutung als Spezialinstrument behalten und punktuell ausbauen. Entscheidend ist weniger die absolute Marktgrösse als die Fähigkeit einer Anlagestiftung, geeignete Portfolios früh zu erkennen und ein überzeugendes Gesamtpaket aus Qualität, Preis, Governance und Betreuung anzubieten.

## 5.4 Handlungsempfehlungen für Immobilien-Anlagestiftungen

Aus den Ergebnissen lassen sich acht Handlungsempfehlungen ableiten. Sie beantworten den zweiten Teil der dritten Forschungsfrage.

### 1. Strategische Zielsetzung und Mindestkriterien festlegen

Eine Anlagestiftung sollte vor der Prüfung einer Sacheinlage festlegen, welche Funktion die Transaktion erfüllen soll. Dazu gehören Zielgrössen für Volumen, Nutzungsarten, Lage, Objektqualität und Portfoliowirkung sowie klare Dealbreaker. Ungeeignete Angebote lassen sich damit früh ausschliessen und die internen Ressourcen gezielt einsetzen (AST-01; AST-02; AST-05; AST-06).

**2. Portfoliowirkung bereits vor dem NBO simulieren**

Die Prüfung darf sich nicht auf die Bewertung einzelner Liegenschaften beschränken. Bereits vor dem NBO sollte simuliert werden, wie die Transaktion auf Rendite, Risiko, Diversifikation, Fremdfinanzierungsquote und Nachhaltigkeitskennzahlen der gesamten Anlagegruppe wirkt (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-06).

**3. Preisdisziplin und Schutz der bestehenden Anleger sicherstellen**

Die interne und externe Bewertung, die erforderlichen Plausibilisierungen, die Ausgabekommission, die Aufteilung der Transaktionsnebenkosten und die latenten Steuern müssen gemeinsam betrachtet werden. Der finale Sacheinlagepreis muss durch den Marktwert des Portfolios gedeckt sein. Ein konkurrenzfähiges Angebot ist für den Abschluss wichtig, darf aber keinen Einwertungsverlust und keine dauerhafte Verwässerung der Rendite auslösen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-05; AST-06; BER-01).

**4. Exklusivität vor der vertieften Due Diligence anstreben**

Vor der kostenintensiven vertieften Due Diligence sollte nach Möglichkeit eine Exklusivität vereinbart werden. Dadurch reduziert die Anlagestiftung das Risiko, hohe interne und externe Kosten zu tragen, obwohl die Gegenpartei parallel mit anderen Anbietern verhandelt oder den Prozess abbricht. Die Exklusivität schützt damit auch die bestehenden Anleger (AST-02; BER-01).

**5. Steuer- und Datenhistorie früh prüfen**

Anlagekosten, Bauabrechnungen und wertvermehrende Investitionen sollten bereits zu Beginn angefordert werden. Sind mehrere Kantone betroffen oder ist die steuerliche Ausgangslage unklar, ist ein Steuerruling frühzeitig mit einem Steuerexperten vorzubereiten. Fehlende Daten müssen vor dem BO ergänzt oder über Vertragsbedingungen und Preisabschläge berücksichtigt werden (AST-01; AST-02; AST-03; AST-05; AST-06).

**6. Integration bereits während der Due Diligence planen**

Die Anlagestiftung sollte früh definieren, welche Daten, Verträge und ESG-Informationen für die operative Übernahme erforderlich sind. Vor dem Closing sind mit der Vorsorgeeinrichtung und ihrer Bewirtschaftung die Verantwortlichkeiten, Termine und Datenformate festzulegen. So lässt sich vermeiden, dass die operative Übernahme zu einem unerwartet langwierigen Integrationsprojekt wird (AST-01; AST-03; AST-05; AST-06).

**7. Nicht strategiekonforme Liegenschaften transparent behandeln**

Müssen einzelne nicht strategiekonforme Liegenschaften übernommen werden, sind deren Anteil am Portfolio, die Kaufpreisallokation und die geplante Handhabung bereits im Investitionsantrag auszuweisen. Eine Repositionierung oder ein späterer Verkauf ist früh zu planen. Dadurch können die zuständigen Gremien die Auswirkungen auf das Gesamtportfolio nachvollziehen (AST-01; AST-02; AST-03; AST-04; AST-06).

**8. Marktposition und Beziehungen aktiv entwickeln**

Wer Sacheinlagen systematisch nutzen möchte, darf nicht nur auf eingehende RfPs warten. Kontakte zu Vorsorgeeinrichtungen, Investment Consultants und weiteren Marktteilnehmern sind aktiv zu pflegen. Gleichzeitig müssen die Vorteile des eigenen Anlagegefässes und der konkrete Nutzen einer Sacheinlage verständlich dargestellt werden. Kleinere Gefässe können sich insbesondere über Flexibilität, persönliche Betreuung und eine klare Positionierung von etablierten Anbietern unterscheiden (AST-03; AST-06; BER-01).

## 5.5 Kritische Würdigung und Limitationen

Die Interviewbasis beinhaltet sechs Anlagestiftungen und ein Investment Consultant. Deswegen ist eine statistische Verallgemeinerung für den gesamten Schweizer Sacheinlagemarkt nicht möglich. Dies war auch nicht das Ziel der Arbeit. Die Ergebnisse zeigen vielmehr typische Entscheidungslogiken, Gemeinsamkeiten und Unterschiede erfahrener Marktteilnehmer. Da die Teilnahme freiwillig war, ist von einer Selbstselektion auszugehen. Anlagestiftungen mit praktischen Erfahrungen in Sacheinlagen dürften eher zu einer Teilnahme bereit gewesen sein. Die Ergebnisse bilden deshalb vor allem die Praxis aktiver Anbieter ab.

Innerhalb der Stichprobe sind grosse und etablierte Anlagegruppen überproportional vertreten. Ihre Portfolios sind bereits breit diversifiziert und sie sind nicht zwingend auf weiteres Wachstum angewiesen. Dadurch dürfte die strategische Bedeutung von Sacheinlagen für kleine oder neu aufgebaute Gefässe eher unterschätzt werden. Gleichzeitig erhöht die umfangreiche Transaktionserfahrung der befragten Personen die inhaltliche Aussagekraft zu Prüfung, Pricing und Integration.

Eine weitere Einschränkung ergibt sich aus der unterschiedlichen Erhebungsform. Drei Interviews wurden mündlich durchgeführt, vier Personen beantworteten die Fragen schriftlich. Die mündlichen Gespräche ermöglichten unmittelbare Rückfragen. Die

schriftlichen Antworten waren teilweise kompakter. Das Fehlen eines Themas in einer schriftlichen Antwort kann deshalb nicht als abweichende Haltung interpretiert werden.

Die Fallstudie profitiert vom internen Zugang zu Prozessen und Unterlagen. Dadurch konnte der Ablauf einer Sacheinlage detaillierter dargestellt werden, als dies allein mit externen Interviews möglich gewesen wäre. Gleichzeitig besteht durch die Nähe des Verfassers zum untersuchten Fall das Risiko, dass einzelne Aspekte stärker gewichtet werden als andere. Der Vergleich mit den weiteren Interviews, der Kurzeinschätzung und der Marktanalyse reduziert dieses Risiko, kann es aber nicht vollständig ausschliessen.

Nicht untersucht wurde, wie sich die eingebrachten Liegenschaften nach dem Closing auf die aufnehmende Anlagegruppe auswirken. Deshalb lässt sich nicht abschliessend beurteilen, ob die erwarteten Vorteile bei Rendite, Diversifikation und Kosten tatsächlich eingetreten sind. Die Arbeit zeigt in erster Linie, nach welchen Kriterien Anlagestiftungen entscheiden und wie sie die Risiken im Transaktionsprozess steuern.

# 6. Schlussbetrachtung

## 6.1 Fazit

Die Arbeit untersucht Immobilien-Sacheinlagen aus der Perspektive der aufnehmenden Anlagestiftung. Die Ergebnisse zeigen, dass Sacheinlagen keinen einheitlich genutzten Wachstumskanal darstellen. Sie werden selektiv eingesetzt, wenn das angebotene Portfolio zur Strategie der Anlagegruppe passt, der Sacheinlagepreis die bestehenden Anleger schützt und die Transaktion organisatorisch sowie rechtlich umsetzbar ist. Das zusätzliche Volumen allein begründet keinen Abschluss.

Für den Entscheid müssen mehrere Themen gemeinsam betrachtet werden. Eine unvollständige Datenbasis erschwert die Bewertung und die steuerliche Beurteilung und kann später den Integrationsaufwand erhöhen. Ein hoher CAPEX-Bedarf beeinflusst die künftigen Cashflows und damit den Preis. Nicht strategiekonforme Liegenschaften können die Qualität des Gesamtportfolios belasten und benötigen bereits vor dem Closing eine klare Behandlung. Eine Sacheinlage verlangt deshalb einen durchgängigen Prozess von der ersten Prüfung bis zur operativen Übernahme.

Hinzu kommt eine Dimension, die bei einem klassischen Asset Deal fehlt. Mit den Liegenschaften wird gleichzeitig eine neue Anlegerin aufgenommen. Der Entscheid betrifft damit nicht nur die Qualität und den Preis des Portfolios, sondern auch die Investorenstruktur, mögliche Mitwirkungsrechte und die Gleichbehandlung der bestehenden Anleger. Gerade diese Verbindung aus Immobilienerwerb und Erweiterung des Anlegerkreises macht die Sacheinlage zu einer anspruchsvollen Transaktionsform.

Insgesamt ist eine Sacheinlage dann erfolgreich, wenn sie die Anlagegruppe nicht nur vergrössert, sondern ihre Qualität langfristig stärkt.

## 6.2 Ausblick

Die Bedeutung von Sacheinlagen dürfte sich in den nächsten Jahren stabil bis leicht zunehmend entwickeln. Die im Abschnitt zur künftigen Bedeutung und zum Wettbewerb genannten strukturellen Treiber wirken weiter und schaffen zusätzliche Opportunitäten. Begrenzt wird die Entwicklung durch die Qualität der angebotenen Portfolios, hohe Preisvorstellungen und den erheblichen Prüfungs- und Integrationsaufwand. Der Markt dürfte deshalb weiterhin von einzelnen, teilweise grossen Transaktionen geprägt bleiben.

Für die weitere Forschung ergeben sich drei Ansatzpunkte. Erstens sollte untersucht werden, wie sich eingebrachte Portfolios nach dem Closing langfristig auf die Anlagegruppe

auswirken. Geeignete Kennzahlen wären unter anderem die Anlagerendite, der Leerstand, die Investitionsquote und die Wertentwicklung. Zweitens könnten gezielt Anlagestiftungen befragt werden, die Sacheinlagen bewusst nicht verfolgen. Ihre Gründe würden die Einschätzung des Marktpotenzials und der bestehenden Hindernisse ergänzen. Drittens bleibt die kantonale Steuerpraxis bei Teilportfolios, einzelnen Liegenschaften und Barkomponenten ein relevantes Untersuchungsfeld. Eine solche Analyse könnte zeigen, wie stark steuerliche Unterschiede die Struktur und Umsetzbarkeit künftiger Transaktionen beeinflussen.

## Literaturverzeichnis

Verordnung über die Anlagestiftungen vom 22. Juni 2011 (ASV; SR 831.403.2).

BGE 148 II 259, Urteil des Bundesgerichts 2C_380/2021 vom 28. Februar 2022.

Braun, U., Bumann, L. & Stokanic, V. (2026). *KGAST-Umfrage zu Immobilien-Sacheinlagen*. Zürich: KGAST / UBS Asset Management.

Brüesch, R. (2009). *Due Diligence Real Estate – Schwerpunkte in der Praxis*. Masterthesis, CUREM, Universität Zürich.

Bundesamt für Statistik BFS (2026). *Pensionskassenstatistik 2024*. Neuchâtel: Bundesamt für Statistik.

Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 25. Juni 1982 (BVG; SR 831.40).

Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung vom 3. Oktober 2003 (FusG; SR 221.301).

CUREM (2026). *Merkblatt zu der Methode «Befragung/Interview» in Abschlussarbeiten im MAS UZH Real Estate*. Zürich: Universität Zürich.

Fäs, U. & Bamert, A. (2009). *Auswertung der Umfrage von Sacheinlage-Transaktionen bei KGAST-Teilnehmern*. Zürich: UBS Global Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Barmettler, M. (2020). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Odile, M. (2014). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlage-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Global Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Stokanic, V. (2016). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Stokanic, V. (2017). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Stokanic, V. (2018). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Asset Management / KGAST.

Fäs, U. & Stokanic, V. (2019). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern*. Zürich: UBS Asset Management / KGAST.

Fahrländer, S. S., & Kloess, S. G. (2024a). *Grundlagen der Immobilienökonomie* (2., erweiterte Auflage, Band 1). Zürich: SIV.

Fahrländer, S. S., & Kloess, S. G. (2024b). *Angewandte Immobilienökonomie* (2., erweiterte Auflage, Band 2). Zürich: SIV.

Frey, C. & Kehrle, N. (2025). Steueraspekte des Immobilien-Asset-Swaps. Ein interkantonaler Vergleich. *Steuer Revue*, 5/2025, S. 346–363.

Guerra, F. (2008). *Abwicklung von Asset-Swap-Immobilientransaktionen in der Schweiz unter spezieller Berücksichtigung der Umwandlung von direkten Pensionskassen-Immobilienanlagen zu Anlagestiftungen*. Masterthesis, CUREM, Universität Zürich.

KGAST (2026). *Investitionsmodalitäten und Kennzahlen der Anlagestiftungen mit Immobilien-Anlagegruppen*. Stand 30. Juni 2026. Zürich: Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen.

Krauz, A. (2009). *Investitionen von Vorsorgeeinrichtungen in Anlagestiftungen mittels Immobilien-Sacheinlage*. Masterthesis, CUREM, Universität Zürich.

Kuckartz, U. & Rädiker, S. (2024). *Qualitative Inhaltsanalyse. Methoden, Praxis, Umsetzung mit Software und künstlicher Intelligenz*. 6. Auflage. Weinheim: Beltz Juventa.

Monvoisin, C. N. (2024). *Immobiliensacheinlage von Pensionskassen in Anlagestiftungen. Eine Untersuchung zu Entscheidungsgrundlagen, Treibern und Auswirkungen auf die Performance*. Abschlussarbeit, CUREM, Universität Zürich.

Pavelka, A. (2011). *Übertragung eines Immobilienpakets einer Vorsorgeeinrichtung auf eine Anlagestiftung gemäss Art. 69 ff. und Art. 98 FusG*. Masterthesis, CUREM, Universität Zürich.

Swiss GAAP FER 26 (2013). *Rechnungslegung von Vorsorgeeinrichtungen*. Zürich: Stiftung für Fachempfehlungen zur Rechnungslegung.

Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge vom 18. April 1984 (BVV 2; SR 831.441.1).

# Anhang

## Anhang A: Interviewleitfaden für die Anlagestiftungen

### Block 0 Einstieg und Erfahrung

1. Können Sie Ihre Rolle und Ihre praktische Erfahrung mit Immobilien-Sacheinlagen kurz einordnen?

### Block 1 Strategische Bedeutung und Wachstum

2. Welche Rolle spielen Sacheinlagen heute in Ihrer Akquisitions- und Wachstumsstrategie?

3. Unter welchen Voraussetzungen ist eine Sacheinlage für Ihre Anlagestiftung attraktiver als ein klassischer Asset Deal oder eine Kapitalerhöhung?

4. Hätte sich Ihre Preisbereitschaft verändert, wenn dasselbe Portfolio am offenen Transaktionsmarkt (Asset Deal) angeboten worden wäre? Weshalb?

### Block 2 Prüfungs- und Genehmigungsprozess

5. Wie läuft die Prüfung einer Sacheinlage vom ersten Kontakt bis zum Closing ab und welche Gremien entscheiden an den zentralen Punkten?

6. Welche Mindestgrössen, Ausschlusskriterien oder Dealbreaker gelten für das Portfolio und die einzelnen Liegenschaften?

7. Wie beurteilen Sie den strategischen Fit und die Wirkung der eingebrachten Liegenschaften auf das bestehende Portfolio? Welche Kennzahlen sind dabei besonders wichtig?

8. Wie gehen Sie mit einzelnen Liegenschaften um, die nicht vollständig strategiekonform sind, für den Abschluss der gesamten Transaktion aber mitübernommen werden müssten?

9. Welche Due-Diligence-Themen und Datenlücken verursachen vor dem Investitionsentscheid die grössten Unsicherheiten oder Verzögerungen?

**Block 3 Pricing, Governance und Umsetzung**

10. Wie wird der Sacheinlagepreis hergeleitet und welche Punkte führen in der Verhandlung am häufigsten zu Differenzen?

11. Wie werden Ausgabekommission, Transaktionskosten und weitere Nebenkosten zwischen der einbringenden Vorsorgeeinrichtung und der Anlagestiftung aufgeteilt?

12. Welche steuerlichen oder rechtlichen Themen können eine grundsätzlich interessante Transaktion wesentlich verändern oder verhindern?

13. Wie stellen Sie sicher, dass die bestehenden Anleger wirtschaftlich gleichbehandelt werden und wie wird die einbringende Vorsorgeeinrichtung als neue Anlegerin von den alten Anlegern beurteilt?

14. Gab es in den letzten Jahren einen bereits vertieft geprüften Sacheinlageprozess, der nicht zustande kam? In welcher Phase wurde er abgebrochen, von welcher Seite und aus welchem Hauptgrund?

15. Welche Aufgaben verursachen nach dem Closing den grössten Integrationsaufwand und wie lange dauert es erfahrungsgemäss, bis die Übernahme vollständig abgeschlossen ist?

**Block 4 Marktausblick und Empfehlungen**

16. Wie wird sich die Bedeutung von Sacheinlagen in den nächsten fünf Jahren entwickeln und was würden Sie einer Anlagestiftung empfehlen, die Sacheinlagen systematisch als Wachstumskanal nutzen möchte?

17. Welche Unterschiede in der Entwicklung und Abschluss von Sacheinlagen erwarten Sie dabei zwischen grossen und kleineren Immobilien-Anlagestiftungen?

Abgedruckt ist die letzte Fassung. Drei der vier schriftlich befragten Anlagestiftungen erhielten eine frühere Fassung mit 18 Fragen, in der Block 3 «Portfoliowirkung, Pricing und Governance» hiess. Themenblöcke und abgedeckte Themen blieben gleich. Die elektronischen Beilagen enthalten jeweils die vorgelegte Fassung.

## Anhang B: Interviewleitfaden für den Investment Consultant

### Block 0 Einstieg und Erfahrung (Einordnung)

1. Können Sie Ihre Rolle und Ihre praktische Erfahrung mit Sacheinlagen kurz einordnen?

### Block 1 Markt, Volumen und strategische Bedeutung (Forschungsfrage 1 / 3)

2. Wie hat sich der Markt aus Ihrer Sicht für Sacheinlagen in den letzten fünf bis zehn Jahren entwickelt, insbesondere hinsichtlich Transaktionsvolumen, Anzahl Abschlüsse und typischer Transaktionsgrössen?

3. Welche Art von Vorsorgeeinrichtungen und Portfolios kommen heute typischerweise für eine Sacheinlage infrage und welches sind die Hauptgründe auf Seite der Vorsorgeeinrichtungen?

4. Die Anzahl der Sacheinlagen ist trotz einzelner volumenstarker Jahre vergleichsweise gering. Welches sind aus Ihrer Sicht die wichtigsten Hindernisse?

### Block 2 Beratungsprozess und Auswahl der Anlagestiftung (Forschungsfrage 1)

5. Wie läuft ein typisches Beratungsmandat ab, wenn eine Vorsorgeeinrichtung direkte Immobilien über eine Sacheinlage in eine Anlagestiftung überführen möchte? An welchen Stellen werden die wichtigsten Entscheide getroffen?

6. Nach welchen Kriterien wählt die Vorsorgeeinrichtung die aufnehmende Anlagestiftung aus?

7. Welche Mindestgrössen, Objektmerkmale oder Ausschlusskriterien sind in der Praxis besonders relevant?

### Block 3 Pricing, Steuern, Chancen und Risiken (Forschungsfrage 2)

8. In welcher Form sind Sie als Berater direkt oder indirekt in die Verhandlung des Sacheinlagepreises eingebunden, und welche Punkte führen dabei erfahrungsgemäss zu den grössten Diskussionen oder Differenzen?

9. Welche steuerlichen und rechtlichen Themen sind für das Zustandekommen einer Sacheinlage besonders entscheidend?

10. Gab es von Ihnen begleitete Sacheinlageprozesse, die trotz vertiefter Prüfung nicht zustande kamen? Falls ja, wie häufig kam dies vor, in welcher Phase wurden die Prozesse beendet, von welcher Partei ging der Entscheid aus und was waren die wichtigsten Gründe?

11. Welche Chancen und Risiken werden in der Praxis von den einbringenden Vorsorgeeinrichtungen und den aufnehmenden Anlagestiftungen häufig unterschätzt?

**Block 4 Marktausblick und Empfehlungen (Forschungsfrage 3)**

12. Welche Bedeutung werden Sacheinlagen in den nächsten fünf Jahren haben und welche Faktoren treiben oder begrenzen diese Entwicklung?

13. Wie werden sich das Angebot geeigneter Portfolios und der Wettbewerb zwischen den Anlagestiftungen entwickeln? Welche Unterschiede sehen Sie dabei zwischen grossen und kleineren Anlagestiftungen? Werden grössere AST eher bevorzugt?

14. Welche Empfehlungen würden Sie Anlagestiftungen geben, damit Sacheinlagen aus Sicht der Vorsorgeeinrichtungen attraktiv sind und langfristig erfolgreich umgesetzt werden können?

## Anhang C: Erhebungsformular der standardisierten Kurzeinschätzung

### A Angaben zur Person und Institution

**A1** Vor- und Nachname

**A2** Funktion / Rolle

**A3** Name der Anlagestiftung

**A4** Auf welche Immobilien-Anlagegruppe(n) beziehen sich Ihre Antworten? Mehrfachnennungen sind möglich

**A5** Gesamte Grössenklasse der oben genannten Immobilien-Anlagegruppe(n): unter CHF 1 Mrd. / CHF 1–3 Mrd. / CHF 3–5 Mrd. / über CHF 5 Mrd.

**A6** Anzahl der in den letzten fünf Jahren geprüften Sacheinlagen über alle genannten Anlagegruppen hinweg

**A7** Anzahl der in den letzten fünf Jahren umgesetzten Sacheinlagen über alle genannten Anlagegruppen hinweg

### B Strategische Bedeutung

Bitte beurteilen Sie die Bedeutung für die Akquisitions- und Wachstumsstrategie. 1 = keine Bedeutung / 6 = sehr hohe Bedeutung

**B1** Wie hoch ist die strategische Bedeutung von Sacheinlagen für Ihre Anlagestiftung heute?

**B2** Wie stark werden Sacheinlagen aktiv als Wachstumskanal genutzt?

**B3** Wie wichtig ist der Beitrag von Sacheinlagen zur Erreichung der mittel- bis langfristigen Wachstumsziele?

### C Chancen

Bitte beurteilen Sie den möglichen Nutzen für die aufnehmende Anlagestiftung. 1 = sehr geringer Nutzen / 6 = sehr hoher Nutzen

**C1** Zugang zu Portfolios und Objekten, die am Markt nicht frei erhältlich sind

**C2** Beschleunigtes Wachstum der Anlagegruppe

**C3** Wachstum mit begrenztem unmittelbarem Liquiditätsabfluss (Ausgabe von Ansprüchen statt Cashabfluss)

**C4** Verbesserung der Diversifikation (Lage, Nutzung, Objekt- und Mietermix)

**C5** Gewinnung der einbringenden Vorsorgeeinrichtung als langfristige Anlegerin

**C6** Skalen- und Kostenvorteile durch ein grösseres Anlagevolumen, beispielsweise tiefere Kosten pro Einheit, bessere Konditionen sowie eine effizientere Bewirtschaftung und Berichterstattung

**D Herausforderungen**

Bitte beurteilen Sie, wie gross die praktische Herausforderung der folgenden Aspekte bei der Prüfung und Umsetzung einer Sacheinlage ist. 1 = sehr geringe Herausforderung / 6 = sehr grosse Herausforderung

**D1** Bewertung und faire Preisfindung (Marktwert, Bewertungsdifferenzen und Transaktionskosten)

**D2** Schutz der bestehenden Anleger vor Verwässerung und transaktionsbedingten Nachteilen

**D3** Steuerliche Themen (Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer, latente Steuern und Steuerrulings)

**D4** Strategischer Fit zur Anlagegruppe (Anlagepolitik, Rendite-/Risikoprofil, Lage, Nutzung und Objektgrösse)

**D5** Vermeidung neuer Klumpenrisiken (Geografie, Nutzungsart, Einzelobjekte oder Mieterschaft)

**D6** Baulicher Zustand und künftiger Investitionsbedarf (Sanierungen, CAPEX und energetische Massnahmen)

**D7** Governance und Aufnahme der neuen Anlegerin (interne Genehmigungen, Interessenkonflikte, neue Ansprüche und Mitwirkungsrechte)

**D8** Datenqualität und Due Diligence (Vollständigkeit und Verlässlichkeit der wirtschaftlichen, technischen, rechtlichen und steuerlichen Unterlagen)

**D9** Operative Integration nach Closing (Daten, Mietverträge, Bewirtschaftung, Reporting und ESG-Prozesse)

## E Prüfkriterien

Bitte vergeben Sie die Ränge 1 bis 3 an die drei wichtigsten Kriterien. Jeder Rang darf nur einmal vergeben werden. Rang 1 bezeichnet das wichtigste Kriterium. Alle übrigen Felder bleiben leer.

**E1** Strategischer Fit, Rendite-/Risikoprofil und Portfoliowirkung

**E2** Objekt- und Standortqualität

**E3** Baulicher Zustand und Investitionsbedarf

**E4** Bewertung, Pricing und Fairness gegenüber den bestehenden Anlegern

**E5** Steuerliche und rechtliche Umsetzbarkeit

**E6** Datenqualität und Due Diligence

**E7** Governance und Aufnahme der neuen Anlegerin

**E8** Operativer Integrationsaufwand

## F Schwellen und Mindestgrössen

**F1** Gibt es ein übliches Mindestvolumen, ab dem die Prüfung einer Sacheinlage für Ihre Anlagestiftung wirtschaftlich sinnvoll ist? Falls ja, wie hoch ist dieses ungefähr?

**F2** Gibt es eine übliche Mindestanzahl an Liegenschaften? Falls ja, ab welcher Anzahl ist der Prüf- und Integrationsaufwand in der Regel wirtschaftlich vertretbar?

**F3** Welche Objektarten, Nutzungen oder weiteren Merkmale werden grundsätzlich ausgeschlossen?

**F4** Welche Faktoren können dazu führen, dass auch eine Sacheinlage unterhalb der üblichen Mindestgrösse weiterverfolgt wird? (z.B. sehr guter strategischer Fit, hohe Objektqualität, attraktive Lage, Entwicklungspotenzial oder Gewinnung einer bedeutenden Anlegerin)

## G Marktausblick

**G1** Wie wird sich Ihrer Meinung nach die Bedeutung von Sacheinlagen in den nächsten fünf Jahren entwickeln?

**G2** Welche drei Faktoren werden diese Entwicklung hauptsächlich beeinflussen?

**G3** Wie wird sich das Angebot an geeigneten Sacheinlageportfolios von Vorsorgeeinrichtungen in den nächsten fünf Jahren entwickeln?

**G4** Wie wird sich der Wettbewerb zwischen Anlagestiftungen um attraktive Sacheinlagen in den nächsten fünf Jahren entwickeln?

## Anhang D: Auswertung der Kurzeinschätzung

### B Strategische Bedeutung

1 = keine Bedeutung bis 6 = sehr hohe Bedeutung.

| Frage | Median | Spannweite |
|---|---|---|
| Wie hoch ist die strategische Bedeutung von Sacheinlagen für Ihre Anlagestiftung heute? | **3,5** | 2–5 |
| Wie stark werden Sacheinlagen aktiv als Wachstumskanal genutzt? | **3,5** | 1–5 |
| Wie wichtig ist der Beitrag von Sacheinlagen zur Erreichung der mittel- bis langfristigen Wachstumsziele? | **2** | 1–3 |

### C Chancen

1 = sehr geringer Nutzen bis 6 = sehr hoher Nutzen.

| | Median | Spannweite |
|---|---|---|
| Zugang zu Portfolios und Objekten, die am Markt nicht frei erhältlich sind | **4,5** | 3–5 |
| Beschleunigtes Wachstum der Anlagegruppe | **3,5** | 1–5 |
| Wachstum mit begrenztem unmittelbarem Liquiditätsabfluss (Ausgabe von Ansprüchen statt Cashabfluss) | **3** | 1–5 |
| Verbesserung der Diversifikation (Lage, Nutzung, Objekt- und Mietermix) | **4** | 1–5 |
| Gewinnung der einbringenden Vorsorgeeinrichtung als langfristige Anlegerin | **4** | 2–6 |

| | Median | Spannweite |
|---|---|---|
| Skalen- und Kostenvorteile durch ein grösseres Anlagevolumen, beispielsweise tiefere Kosten pro Einheit, bessere Konditionen sowie eine effizientere Bewirtschaftung und Berichterstattung | **3** | 2–5 |

**D Herausforderungen**

1 = sehr geringe Herausforderung bis 6 = sehr grosse Herausforderung.

| | Median | Spannweite |
|---|---|---|
| Bewertung und faire Preisfindung (Marktwert, Bewertungsdifferenzen und Transaktionskosten) | **5** | 3–6 |
| Schutz der bestehenden Anleger vor Verwässerung und transaktionsbedingten Nachteilen | **5,5** | 5–6 |
| Steuerliche Themen (Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer, latente Steuern und Steuerrulings) | **3,5** | 2–6 |
| Strategischer Fit zur Anlagegruppe (Anlagepolitik, Rendite-/Risikoprofil, Lage, Nutzung und Objektgrösse) | **5** | 4–6 |
| Vermeidung neuer Klumpenrisiken (Geografie, Nutzungsart, Einzelobjekte oder Mieterschaft) | **3** | 3–5 |
| Baulicher Zustand und künftiger Investitionsbedarf (Sanierungen, CAPEX und energetische Massnahmen) | **5** | 3–6 |
| Governance und Aufnahme der neuen Anlegerin (interne Genehmigungen, Interessenkonflikte, neue Ansprüche und Mitwirkungsrechte) | **2** | 2–6 |

| | Median | Spannweite |
|---|---|---|
| Datenqualität und Due Diligence (Vollständigkeit und Verlässlichkeit der wirtschaftlichen, technischen, rechtlichen und steuerlichen Unterlagen) | **4** | 2–6 |
| Operative Integration nach Closing (Daten, Mietverträge, Bewirtschaftung, Reporting und ESG-Prozesse) | **2** | 2–4 |

**E Prüfkriterien**

Jede Anlagestiftung vergab die Ränge 1 bis 3 an die drei aus ihrer Sicht wichtigsten Kriterien. Ausgewiesen werden die Anzahl Nennungen und die vergebenen Ränge.

| Kriterium | Nennungen | Vergebene Ränge |
|---|---|---|
| Strategischer Fit, Rendite-/Risikoprofil und Portfoliowirkung | **6** | 1, 2, 2, 3, 3, 3 |
| Objekt- und Standortqualität | **5** | 1, 2, 2, 2, 3 |
| Baulicher Zustand und Investitionsbedarf | **4** | 1, 2, 3, 3 |
| Bewertung, Pricing und Fairness gegenüber den bestehenden Anlegern | **3** | 1, 1, 1 |
| Steuerliche und rechtliche Umsetzbarkeit | **0** | – |
| Datenqualität und Due Diligence | **0** | – |
| Governance und Aufnahme der neuen Anlegerin | **0** | – |
| Operativer Integrationsaufwand | **0** | – |

**F Mindestgrössen**

| **Ebene** | **Genannte Schwellen** |
|---|---|
| Gesamte Transaktion | CHF 20 Mio. bis CHF 200 Mio. (vier Angaben) |
| Einzelne Liegenschaft | CHF 10 Mio. bis CHF 20 Mio. (drei Angaben) |
| Mindestanzahl Liegenschaften | Von fünf AST verneint oder situativ beantwortet, eine AST nannte zwei Liegenschaften. |
| Unterschreitung der Schwelle | Von allen AST als möglich bezeichnet bei überdurchschnittlicher Objektqualität, attraktiver Lage, Arrondierungsmöglichkeit oder Entwicklungspotenzial. |

**G Marktausblick**

| **Frage** | **Verteilung der Antworten (n = 6)** |
|---|---|
| Bedeutung von Sacheinlagen in den nächsten fünf Jahren | 3 × steigend, 3 × gleichbleibend, 0 × sinkend |
| Angebot geeigneter Sacheinlageportfolios | 2 × steigend, 3 × gleichbleibend, 1 × sinkend |
| Wettbewerb zwischen Anlagestiftungen | 1 × stark zunehmend, 3 × zunehmend, 2 × gleichbleibend |

**Anhang E: Kategoriensystem der qualitativen Auswertung**

| | Kategorie und Definition | Ankerbeispiele |
|---|---|---|
| **K1** | **Strategische Bedeutung von Sacheinlagen**<br><br>Aussagen dazu, welche Rolle Sacheinlagen in der Akquisitions- und Wachstumsstrategie der Anlagestiftung spielen und wovon diese Rolle abhängt. | «Eher untergeordnet. Der zeitliche und rechtliche Aufwand für die Prüfung ist relativ hoch im Verhältnis zum angebotenen Volumen» (AST-03). |
| **K2** | **Prüfungs- und Genehmigungsprozess**<br><br>Beschreibungen des Ablaufs von der Erstprüfung über NBO und Due Diligence bis zum BO sowie der beteiligten Gremien und Entscheidungspunkte. | «Wir gehen wie bei einem normalen Kauf vor. Hinzu kommt einfach, dass die Revisionsstelle den Kaufpreis plausibilisiert» (AST-04). |
| **K3** | **Dealbreaker und Ausschlusskriterien**<br><br>Merkmale, die zum Abbruch oder zum Ausschluss einzelner Liegenschaften führen, sowie Mindestvolumen und Mindestanzahl Liegenschaften. | «Die Mindestgrösse pro Objekt liegt bei CHF 10.0 Mio., wobei dieser Richtwert im Kontext einer Portfoliotransaktion situativ unterschritten werden kann» (AST-06). |
| **K4** | **Portfoliowirkung und Auswahlkriterien**<br><br>Aussagen zum strategischen Fit und zur Wirkung der eingebrachten Liegenschaften auf Rendite, Risiko, Diversifikation und Klumpenrisiken der gesamten Anlagegruppe. | «Asset Ebene: Keine Verschlechterung der KPI's. Portfolio Ebene: Keine negative Auswirkung auf die Anlagerendite» (AST-03). |
| **K5** | **Bewertung und Preisfindung** | «Wichtig ist, dass der Verkehrswert sämtliche Anlagekosten deckt. D.h., es darf |

| | Kategorie und Definition | Ankerbeispiele |
|---|---|---|
| | Aussagen zur internen und externen Bewertung, zur Zweitbewertung, zur Second Opinion und zur Herleitung des Sacheinlagepreises einschliesslich Transaktionsnebenkosten und Ausgabekommission. | kein Einwertungsverlust resultieren» (AST-04). |
| **K6** | **Steuerliche und rechtliche Themen**<br>Aussagen zu Grundstückgewinnsteuer, Handänderungssteuer, latenten Steuern, Steuerrulings, Übertragungsform und Vertragsstruktur. | «Wir holen immer ein Steuerruling ein, damit wir die latenten Steuern korrekt berücksichtigen können und keine Überraschungen erleben» (AST-04). |
| **K7** | **Schutz der bestehenden Anleger**<br>Aussagen zur Gleichbehandlung, zur Vermeidung eines Einwertungsverlusts, zur Verwässerung sowie zur Aufnahme der einbringenden Vorsorgeeinrichtung als neue Anlegerin. | «Die Schadloshaltung unserer bestehenden Anleger ist immer das Primat bei jeglicher unserer Handlungen» (AST-05). |
| **K8** | **Datenqualität und Due Diligence**<br>Aussagen zur Vollständigkeit und Verlässlichkeit der wirtschaftlichen, technischen, rechtlichen und steuerlichen Unterlagen sowie zu den Folgen von Datenlücken. | «Kleinere und mittlere Pensionskassen, die ihre Immobilien selber verwaltet haben, sind nicht den Anforderungen an Datenqualität und Prozesstreue unterworfen, welche professionelle Anbieter wie wir liefern müssen» (AST-05). |
| **K9** | **Nicht zustande gekommene Prozesse**<br>Aussagen zu abgebrochenen oder verlorenen Sacheinlageprozessen, zur Phase des Abbruchs und zu dessen Gründen. | «Bei Sacheinlageprozessen in den letzten Jahren ist der Abbruch jeweils bereits in der RfP-Phase erfolgt» (AST-06). |

| | Kategorie und Definition | Ankerbeispiele |
|---|---|---|
| **K10** | **Operative Integration nach dem Closing**<br><br>Aussagen zur Übernahme von Daten, Mietverträgen, Bewirtschaftungsmandaten, Reporting und ESG-Prozessen sowie zum dafür nötigen Aufwand. | «Da sehe ich keine grossen Aufgaben. Sofern die DD-Phase korrekt durchgeführt wird, besteht da kein spürbar grösserer Closingaufwand als bei einem Asset Deal» (AST-04). |
| **K11** | **Marktausblick und Wettbewerb**<br><br>Erwartungen zur künftigen Bedeutung von Sacheinlagen, zu Treibern und Hemmnissen, zum Angebot geeigneter Portfolios und zur Wettbewerbssituation zwischen Anlagestiftungen. | «Die Grossen werden mit Professionalität und Diversifikation punkten. Die kleineren Stiftungen werden attraktivere Preise aufrufen» (AST-05). |

## Anhang F: Fragenkatalog der Fallstudie

### A. Ausgangslage / Rolle von Avadis

**1.** Welche Anlagegruppen bei Avadis können überhaupt Sacheinlagen aufnehmen? Wohnen, Geschäft, WMZ?

**2.** Sind Sacheinlagen bei Avadis ein aktiver Wachstumskanal oder eher opportunistisch?

**3.** Gibt es intern eine Mindestgrösse, ab der eine Sacheinlage interessant wird?

**4.** Gibt es klare Ausschlusskriterien, zum Beispiel schlechte Lage, zu hoher Capex, zu kleine Objekte, falsche Nutzung?

**5.** Was ist Avadis wichtiger: Wachstum, Qualität, neue Anlegerbeziehung oder Portfolioeffekt?

### B. Akquisition / Erstkontakt

**6.** Wer bringt solche Opportunitäten meistens? Pensionskasse direkt oder über einen Makler?

**7.** Erhält Avadis zuerst ein Informationsmemorandum oder eher eine kurze Anfrage?

**8.** Gibt es immer eine NDA/Vertraulichkeitserklärung?

**9.** Welche Unterlagen braucht Avadis für eine erste Einschätzung?

**10.** Wer schaut die Opportunität intern zuerst an?

### C. Erste Prüfung / NBO

**11.** Wie läuft die erste Prüfung ab?

**12.** Welche Kennzahlen schaut ihr zuerst an?

**13.** Wer entscheidet, ob ein NBO abgegeben wird?

**14.** Was steht typischerweise im NBO?

**15.** Ist das NBO eher ein Preisindikator oder schon relativ verbindlich?

**16.** Wie stark wird in dieser Phase bereits steuerlich oder rechtlich geprüft?

**17.** Wird das Portfolio schon mit der Anlagegruppe verglichen, also geografisch, Nutzung, Objektgrösse, ESG?

**D. Shortlist / Pitch / Exklusivität**

**18.** Gibt es nach dem NBO meistens eine Präsentation oder ein Pitch-Gespräch?

**19.** Was will die Pensionskasse dort typischerweise wissen?

**20.** Welche Rolle spielen Gebühren, Performance, Governance und Betreuung als Anlegerin?

**21.** Wie wichtig ist der Preis im Vergleich zur Qualität der Anlagestiftung?

**22.** Wann erhält Avadis Exklusivität?

**23.** Was passiert, wenn Avadis keine Exklusivität erhält? Macht ihr trotzdem weiter?

**E. Due Diligence**

**24.** Welche Due-Diligence-Bereiche gibt es bei Avadis? Technisch, rechtlich, steuerlich, kommerziell, ESG?

**25.** Welche externen Partner werden beigezogen?

**26.** Wer macht die Bewertung?

**27.** Macht ihr immer Besichtigungen?

**28.** Was sind die häufigsten Datenprobleme?

**29.** Welche Unterlagen fehlen bei älteren Portfolios oft?

**30.** Was sind typische Dealbreaker in der DD?

**31.** Wie geht ihr mit Capex, Sanierungsbedarf und ESG-Investitionen um?

**32.** Wird auch geprüft, ob gewisse Objekte später verkauft werden müssten?

**F. Bewertung / Pricing**

**33.** Wie wird der Einbringungswert festgelegt?

**34.** Gibt es eine interne-/externe Bewertung und zusätzlich eine interne Plausibilisierung?

**35.** Wie geht ihr mit Bewertungsdifferenzen zwischen Verkäuferseite und Avadis um?

**36.** Wie schützt Avadis bestehende Anleger vor einer zu hohen Einbringung?

**37.** Gibt es eine Ausgabekommission oder eine andere Verwässerungsschutz-Logik?

**38.** Wie werden latente Grundstückgewinnsteuern im Preis berücksichtigt?

**39.** Gibt es Fälle, wo Avadis wegen Preisvorstellungen ausgestiegen ist?

**G. Steuern / Recht / Struktur**

**40.** Wann wird ein Steuerruling eingeholt?

**41.** Wer koordiniert das Ruling?

**42.** Gibt es Kantone, die besonders schwierig sind?

**43.** Wird häufiger mit Kaufverträgen oder Vermögensübertragung nach FusG gearbeitet?

**44.** Wer entscheidet über die Struktur?

**45.** Welche Rolle spielen Handänderungssteuer, Grundbuchkosten, Notar und latente Steuern?

**46.** Werden Transaktionskosten geteilt oder verhandelt?

**H. Interne Genehmigung**

**47.** Welche internen Gremien sind bei Avadis involviert?

**48.** Wer entscheidet über NBO?

**49.** Wer entscheidet über Binding Offer?

**50.** Muss der Stiftungsrat zustimmen?

**51.** Gibt es ein Investment Committee?

**52.** Welche Unterlagen werden für die Gremien erstellt?

**53.** Was sind die wichtigsten Punkte in einem internen Antrag?

**54.** Wird auch die Wirkung auf die bestehende Anlagegruppe gezeigt?

**I. Signing / Closing / Integration**

**55.** Was passiert nach Annahme des Binding Offer?

**56.** Wer verhandelt die Verträge?

**57.** Welche Punkte sind im Vertrag besonders wichtig?

**58.** Wie wird die Ausgabe der Ansprüche technisch abgewickelt?

**59.** Ab wann erhält die Pensionskasse Ansprüche?

**60.** Wie läuft die operative Integration?

**61.** Was passiert mit bestehenden Verwaltungen, Hauswarten, Mietverträgen, Versicherungen?

**62.** Wer übernimmt die Daten ins System?

**63.** Was ist nach Closing am aufwendigsten?

**J. Einschätzung / Learnings**

**64.** Was hat Avadis aus bisherigen Sacheinlagen gelernt?

**65.** Was wird oft unterschätzt?

**66.** Was macht eine Sacheinlage erfolgreich?

**67.** Wann ist eine Sacheinlage für Avadis nicht attraktiv?

**68.** Welche Rolle spielen Sacheinlagen künftig für Avadis?

**69.** Was würdest du als wichtigste drei Erfolgsfaktoren nennen?

**70.** Was sind die wichtigsten drei Risiken?

**Stellungnahme zum Einsatz künstlicher Intelligenz**

Bei der Erstellung dieser Arbeit wurden KI-gestützte Hilfsmittel unterstützend eingesetzt. Der Einsatz umfasste die sprachliche Glättung und Strukturierung von Interviewtranskripten, die redaktionelle Überarbeitung einzelner Textpassagen und die Erstellung und Prüfung von Auswertungs- und Grafikvorlagen. Sämtliche Ausgangsdaten, Quellen, Interviewaussagen, Berechnungen, Interpretationen und Schlussfolgerungen wurden vom Autor verfasst, geprüft und verantwortet. Die inhaltliche Argumentation, die empirische Auswertung und die wissenschaftliche Verantwortung liegen vollständig beim Verfasser.

**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.

Bülach, den 7. September 2026



_____

Vigan Sadriu