Universität Zürich[UZH]

Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

Immobiliensacheinlage von Pensionskassen in Anlagestiftungen. Eine Untersuchung zu Entscheidungsgrundlagen, Treibern und Auswirkungen auf die Performance

Verfasser: Monvoisin
Cédric Nicolas
c.monvoisin@bluewin.ch

Eingereicht bei: Dr. Fabian Wildenauer

Abgabedatum: 9. September 2024

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis IV

Abbildungsverzeichnis V

Tabellenverzeichnis VII

Executive Summary VIII

1. Einleitung 1

1.1 Ausgangslage und Problemstellung 1

1.2 Zielsetzung und Forschungsfragen 1

1.3 Abgrenzung des Themas 2

1.4 Vorgehen 3

2. Theoretische Grundlagen der beruflichen Vorsorge 4

2.1 Historische Entwicklung der beruflichen Vorsorge 4

2.2 Basiskennzahlen und rechtliche Grundlagen der beruflichen Vorsorge 5

2.3 Oberstes Organ/Geschäftsführung und Aufsichtsorgane 6

2.4 Vermögensanlage 7

2.5 Asset Liability Management 11

3. Immobilieninvestitionen von Vorsorgeeinrichtungen 12

3.1 Vermögensallokation von Vorsorgeeinrichtungen 12

3.2 Immobilien als Anlageklasse 14

3.3 Real Estate Asset Management 15

3.4 Investmentformen für Immobilienanlagen 16

3.5 Renditen von Immobilienanlagen 18

3.6 Investmentstile bei Immobilieninvestitionen 19

4. Anlagestiftungen 22

4.1 Gesetzliche Grundlagen und Organisation von Anlagestiftungen 22

4.2 Marktsituation Anlagestiftungen 22

4.3 Wachstum durch Sacheinlagen 23

5. Sacheinlagen 25

5.1 Grundlagen 25
5.2 Vermögensübertragung nach Fusionsgesetz (FusG) 27
5.3 Steuern 28
6. Methode 31
6.1 Qualitative Untersuchung 31
6.1.1 Stichprobe 31
6.1.2 Leitfadeninterviews 33
6.1.3 Datenaufbereitung und Datenauswertung 34
6.2 Quantitative Untersuchung 35
7. Ergebnisse 36
7.1 Interviewanalysen 36
7.2 Analyse der Kennzahlen von Referenzportfolios 39
8. Zusammenfassung und Ausblick 43
8.1 Fazit und Erkenntnisse 43
8.2 Kritische Würdigung 44
8.3 Implikationen für die Praxis und Ausblick 45
Literaturverzeichnis 47
Anhang 50
Anhang A: Interviewleitfäden 50
Anhang B: Übersicht über die kategorisierten Interviewaussagen 53

Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AHV	Alters- und Hinterlassenenversicherung
ALM	Asset Liability Management
AMAS	Asset Management Association Switzerland
ASV	Verordnung über die Anlagestiftungen
BFS	Bundesamt für Statistik
BSV	Bundesamt für Sozialversicherungen
BVG	Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
BVV 2	Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge
CAPEX	Capital Expenditure
CHF	Schweizer Franken
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer
DCF	Discounted Cashflow
ESG	Environmental, Social and Governance
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FusG	Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz)
GAV	Gross Asset Value
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz)
KGAST	Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen
Mia.	Milliarden
Mio.	Millionen
OAK BV	Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge
SSK	Schweizerische Steuerkonferenz
StHG	Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (Steuerharmonisierungsgesetz)
SVKG	Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten
TERISA	Total Expense Ratio Immobilien Sondervermögen Anlagestiftungen

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Das schweizerische Vorsorgesystem (Helvetia Versicherungen, 2024) 5
Abbildung 2: Entwicklung Versicherte und Vorsorgeeinrichtungen (Daten: Bundesamt für Statistik BFS, 2022) 6
Abbildung 3 Das Magische Dreieck der Vermögensanlage (Zahner, B.H.L.S., 2012, S. 14) 7
Abbildung 4: Gesetzliche Begrenzung bei der Investition von Vorsorgevermögen pro Anlagekategorie (vgl. Art. 55 BVV 2) 10
Abbildung 5: Immobilienquote von Vorsorgeeinrichtungen national und international (Complementa, 2023) 10
Abbildung 6: ALM-Modell (AON, 2024) 11
Abbildung 7: Asset-Allokation Pensionskassen 2013–2022 12
Abbildung 8: Verhältnis von Rendite und Risiko als Indikator für die Effizienz von Anlageprodukten (Duckeck, 2023) 13
Abbildung 9: Entwicklung von direkten und indirekten Immobilienanlagen, Vorsorgeeinrichtungen Schweiz 2013–2022 (Swisscanto, 2023, S. 43) 17
Abbildung 10: Formeln zur Berechnung der Renditekennzahlen von Immobilienfonds (vgl. AMAS, 2022) 19
Abbildung 11: Performance von Immobilienanlagen (Waltert, 2022) 19
Abbildung 12: Marktübersicht Anlagestiftungen 2022 (Swiss Prime Site Solutions 2023) 23
Abbildung 13: Historische Entwicklung des Immobilientransaktionsvolumens von Schweizer Anlagestiftungen (Fäs & Barmettler, 2020, S. 4) 23
Abbildung 14: Steuerruling: Kantonsübersicht Steuerbefunde (Fäs & Barmettler, 2020, S. 9) 30
Abbildung 15: Durchschnittliche Brutto- und Nettorenditen der untersuchten Pensionskassen, Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen 2019–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte) 39
Abbildung 16: Entwicklung der Diskontsätze der untersuchten Pensionskassen, Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen 2019–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte) 40
Abbildung 17: Entwicklung der Nettorenditen Anlagestiftungen 2018–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; KGAST Immo-Index 2018–2024) 41

Abbildung 18: Durchschnittliche Diskontsätze Anlagestiftungen 2017–2024 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte Anlagestiftungen KGAST, Erstellung: Alphaprop) 41
Abbildung 19: Zusammenhang zwischen Diskontsatz und Wert bei Immobilien 42

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Kategoriensystem 35

Executive Summary

Direkt gehaltene Immobilien gelten bei vielen Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen als attraktive Anlageklasse. Immobilienanlagen sind wertstabil, generieren wiederkehrend Cashflow und profitieren auch gegenwärtig von einer stabilen Preisentwicklung. Oftmals befinden sich die Immobilien seit Längerem im Besitz einer Organisation und die Portfolios sind historisch gewachsen. Infolge der stetigen Professionalisierung der Immobilienbranche hat auch die Verwaltung von Immobiliendirektanlagen an Komplexität zugenommen. Dies führt dazu, dass sich insbesondere kleinere Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen zunehmend mit neuen Herausforderungen und wachsendem Aufwand konfrontiert sehen und in der Konsequenz ihre Immobilienstrategie überdenken müssen. Vor diesem Hintergrund wurde in der vorliegenden Arbeit auf der Grundlage von leitfadengestützten Interviews mit Führungskräften und Analysen von Portfoliokennzahlen geprüft, inwiefern die Durchführung einer Sacheinlage in eine Anlagestiftung einen Mehrwert für die Anlegerinnen und Anleger schaffen kann. Untersucht wurden abgeschlossene, laufende oder geplante Sacheinlagen im Umfang von 70 Liegenschaften mit einem Gesamtvolumen von rund CHF 670 Mio. verteilt auf die Deutschschweiz, die Zentralschweiz und die Westschweiz. Berücksichtigt wurden einzig Immobilienportfolios in Direktbesitz und mit einem Volumen von weniger als CHF 300 Mio. Als Treiber für die Entscheidung zum Ausstieg aus den direkten Immobilienanlagen konnten überwiegend endogene Gründe identifiziert werden. Im Vordergrund standen personelle Themen wie der Aufbau und der Erhalt von erforderlichen Fachkompetenzen sowie ein fokussierter Einsatz des Personals im Bereich der Kerntätigkeit. Eine Verbesserung der Kostenstrukturen oder die Steigerung der Portfolioperformance scheinen demgegenüber eher eine untergeordnete Rolle zu spielen. Durch den Ausstieg aus den Immobiliendirektanlagen mittels einer Sacheinlage konnten die für die untersuchten Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen relevanten Problemstellungen und Risiken zu einem wesentlichen Teil unterbunden werden. Zudem konnten keine generellen Einbussen auf der Performanceseite identifiziert werden. Auch nach der Sacheinlage lagen die Renditen innerhalb der angestrebten Bandbreiten. Daraus kann abgeleitet werden, dass der Nutzen einer Sacheinlage primär in einer Komplexitätsreduktion für die Organisation und die Geschäftsführung liegt, was einen Fokus auf die Kerntätigkeit fördert. Als Fazit der Untersuchung lässt sich somit festhalten, dass der Mehrwert einer Sacheinlage eher in der Entlastung des Managements und in der Auslagerung eines breiten Spektrums von Risiken liegt als in einer generellen Verbesserung der Portfolioperformance.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage und Problemstellung

Im Jahr 2022 waren in der Schweiz insgesamt 4’619’879 Versicherte einer der zum damaligen Zeitpunkt existierenden 1353 Vorsorgeeinrichtungen angeschlossen (Bundesamt für Statistik BFS, 2023, S. 2). Die im Rahmen der beruflichen Vorsorge angelegten Vermögenswerte beliefen sich zu jenem Zeitpunkt auf ein Total von CHF 1066 Mia. Die Vermögensanlage erfolgte neben Aktien, Obligationen und Alternativanlagen auch mittels Immobilienanlagen, wobei der Immobilienanteil am Gesamtportfolio rund CHF 211 Mia. betrug (Bundesamt für Statistik BFS, 2023, S. 3). Für die Investition in Immobilienanlagen bestehen grundsätzlich zwei Haltemöglichkeiten: Bei direkten Immobilienanlagen werden die einzelnen Liegenschaften durch die Eigentümerinnen und Eigentümer und auf deren Namen im Direktbesitz gehalten. Im Gegensatz dazu erfolgt die indirekte Anlage über eine Beteiligung an einem separaten Rechtsträger mittels des Erwerbs von Anteilen an Fonds, Anlagestiftungen oder Immobilienaktiengesellschaften. Die beiden Halteformen unterscheiden sich neben ihren Eigenschaften in Bezug auf Rendite, Risikoprofil und Liquidität auch durch den Verwaltungsaufwand für die Anlegerinnen und Anleger.

Die Anforderungen an das Management von direkten Immobilienanlagen haben sich in den vergangenen Jahren laufend erhöht und werden durch die wachsende Komplexität und die vorschreitende Professionalisierung der Branche getrieben. Dies führt dazu, dass sich viele Investorinnen und Investoren mit Blick auf die Verwaltung ihrer Immobilienanlagen zunehmend mit der Frage nach der zweckmässigsten Organisation und der Schaffung von effizienten Strukturen befassen müssen. Im Zuge dieses Prozesses erscheint eine ganzheitliche Überprüfung der Immobilienstrategie angebracht zu sein. Gerade bei kleineren Vorsorgeeinrichtungen mit oftmals historisch gewachsenen Immobilienportfolios sollte detailliert geprüft werden, ob die für den Direktbesitz von Immobilien notwendigen Ressourcen vorhanden sind und ob die gegenwärtige Immobilienallokation den Bedürfnissen und der Risikofähigkeit entspricht.

1.2 Zielsetzung und Forschungsfragen

Vor dem einleitend skizzierten Hintergrund besteht der Zweck der vorliegenden Arbeit darin, aufzuzeigen, wo aufseiten investierender Vorsorgeeinrichtungen die Treiber für

eine Sacheinlage in eine Anlagestiftung[1] liegen und welche Entscheidungsgrundlagen dabei in Betracht gezogen werden. Parallel dazu soll untersucht werden, welche Folgen sich aus der Sacheinlage in Bezug auf die Risiken und die Performance des Immobilienportfolios ableiten lassen. Diesbezüglich soll geklärt werden, wo der Mehrwert einer Sacheinlage für die Investorinnen und Investoren liegt und ob die entscheidenden Elemente von den beteiligten Parteien erkannt und genutzt werden. Des Weiteren soll herausgearbeitet werden, welche spezifischen Risiken der Anlegerinnen und Anleger durch die Transformation einer direkten in eine indirekte Anlage reduziert oder eliminiert werden können. Die Ergebnisse dieser Analysen sollen zu einem besseren Verständnis der Bedürfnisse von Vorsorgeeinrichtungen und ihrer Entscheidungsgrundlagen in Bezug auf die Verwaltung ihrer direkten Immobilienbestände beitragen und aufzeigen, ob und inwiefern ein Ausstieg aus den Direktanlagen einen Mehrwert für die Anlegerinnen und Anleger schaffen kann und wie dieser Mehrwert ausfallen kann.

Der empirischen Umsetzung dieses Forschungsinteresses wurden die folgenden Forschungsfragen zugrunde gelegt:

- *Forschungsfrage 1:* Was sind die Beweggründe und Auslöser der Anlegerinnen und Anleger für die Durchführung einer Sacheinlage?
- *Forschungsfrage 2:* Welche Faktoren sind bei der Entscheidungsfindung besonders relevant?
- *Forschungsfrage 3:* Können Anlagestiftungen zur Erreichung der Ziele beitragen und einen Beitrag zu Verbesserung der Performance leisten oder Risiken minimieren?

Auf der Grundlage der Antworten auf die Forschungsfragen soll schliesslich versucht werden, eine Handlungsempfehlung oder zumindest einen Impuls hinsichtlich weiterführender Überlegungen für Anlegerinnen und Anleger der entsprechenden Kategorie zu formulieren.

1.3 Abgrenzung des Themas

Der Fokus der vorliegenden Arbeit liegt auf der Untersuchung der Überlegungen und Entscheidungsgrundlagen von Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen mit kleineren Immobilienbeständen im Direktbesitz und einer Portfoliogrösse von weniger als

[1] Unter dem Begriff „Anlagestiftung“ werden nachfolgend Anlagestiftungen (Art. 53k BVG und Art. 1 ASV) sowie vertragliche Immobilienfonds für qualifizierte Anlegerinnen und Anleger (Art. 25–27 KAG) verstanden.

CHF 300 Mio. Grössere Portfolios sind aufgrund der Ausgangslage und der im Zentrum stehenden Fragestellung nicht relevant, weil diese in der Regel andere organisatorische Strukturen aufweisen. Beim Vergleich von Kennzahlen werden die operativen Kennzahlen aus den Betriebsrechnungen der Liegenschaften bzw. den Geschäftsberichten beigezogen. Nicht berücksichtigt werden hingegen Wertänderungsrenditen, ausserordentliche Erfolge, Abschreibungen oder sonstige einmalige Sondereffekte. Es wird auch nicht näher auf die Bewertungspraxis der unterschiedlichen Gefässe eingegangen. Zudem werden bei der Analyse die derzeitige Immobilienmarktsituation, die Wachstumsbestrebungen der Anlagestiftungen und deren Einfluss auf die Preisbildung ausgeblendet. Der Fokus liegt auf dem Vergleich von operativen Auswirkungen zwischen dem direkten Halten von Immobilien und der Auslagerung des Gesamtportfolios in eine Anlagestiftung ohne weitere Bedingungen.

1.4 Vorgehen

Als Datengrundlage für die Klärung der Forschungsfragen werden Interviews und statistische Kennzahlen verwendet. Mittels der Befragung von Entscheidungstragenden aufseiten der Anlegerinnen und Anleger wird untersucht, was die Treiber und Auslöser für eine Sacheinlage sind und welche Überlegungen und Ziele mit diesem Instrument verfolgt werden. Parallel dazu wird geprüft, inwiefern Anlagestiftungen zur Zielerreichung beitragen können und wo diesbezügliche Wirkungsfelder und Treiber liegen. Auf dieser Basis kann unter Berücksichtigung des Gesamtkontexts schliesslich untersucht werden, ob die von den betreffenden Anlegerinnen und Anlegern identifizierten Spannungsfelder und Risken durch eine Anlagestiftung in Chancen und Mehrwerte transformiert werden können. Neben der Betrachtung von Softfacts wie Personalthematik und Managementaspekte werden auch die ökonomischen Aspekte der unterschiedlichen Konzepte näher betrachtet.

Ein Kennzahlenvergleich von Referenzportfolios soll in einem zweiten Schritt klären, ob die von den Investorinnen und Investoren angestrebten Performanceziele auch nach der Sacheinlage erfüllt werden konnten und ob sogar eine Performanceverbesserung realistisch ist. Abschliessend wird untersucht, ob die Durchführung einer Sacheinlage die für die Investorinnen und Investoren problematischen Punkte eliminieren oder zumindest abschwächen kann.

2. Theoretische Grundlagen der beruflichen Vorsorge

Diese Kapitel soll die theoretischen Grundalgen zur beruflichen Vorsorge in der Schweiz vermitteln und dem Lesenden helfen, ein besseres Verständnis für das Thema zu entwickeln.

2.1 Historische Entwicklung der beruflichen Vorsorge

Gemäss dem Bundesamt für Sozialversicherungen war die „Fürsorge für erwerbsunfähige und betagte Menschen [...] bis ins 19. Jahrhundert weitgehend Sache von Familienangehörigen, gemeinnützigen Organisationen und der Kirche“ (Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, 2023, S. 1). Erst im Laufe des 19. Jahrhunderts entstanden die ersten betrieblichen Vorsorgeeinrichtungen, die oftmals von grösseren Firmen oder Anstalten der öffentlichen Hand gegründet wurden. Das Ziel bestand darin, den Mitarbeitenden im Alter eine finanzielle Absicherung zu bieten. Mit dem konjunkturellen Aufschwung nach dem Zweiten Weltkrieg nahm die Anzahl grösserer Firmen stark zu, was sich auch in der steigenden Zahl an Vorsorgeeinrichtungen widerspiegelte. Parallel dazu trat 1948 das Bundesgesetz über die Alters- und Hinterlassenenversicherung (AHV) in Kraft, welche die Existenzsicherung für alle Arbeitnehmenden vorsieht (Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, 2023, S. 2).

Am 25. Juni 1982 beschloss die Bundesversammlung der Schweizerischen Eigenossenschaft das Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen und Invalidenvorsorge (BVG), das die Risiken von Alter, Tod und Invalidität abdeckt. In der zugehörigen Verordnung wurden 1984 die gesetzlichen Grundlagen für die heutigen Vorsorgeeinrichtungen der beruflichen Vorsorge (Pensionskassen) geschaffen. Eine obligatorische Versicherungspflicht in der 2. Säule und somit der Anschluss an eine Pensionskasse besteht für alle Arbeitnehmenden, die bei einer Arbeitgeberin oder einem Arbeitgeber einen Jahreslohn (Eintrittsschwelle) von mindestens CHF 22’050 erzielen (Bundesamt für Sozialversicherungen BSV, 2024, S. 1).

Neben der AHV als 1. Säule und der beruflichen Vorsorge (BVG) als 2. Säule existiert mit der gebundenen Selbstvorsorge auch noch eine 3. Säule, die eine individuelle Vorsorge ermöglicht. Dieses Drei-Säulen-Prinzip wird in Abbildung 1 schematisch veranschaulicht.

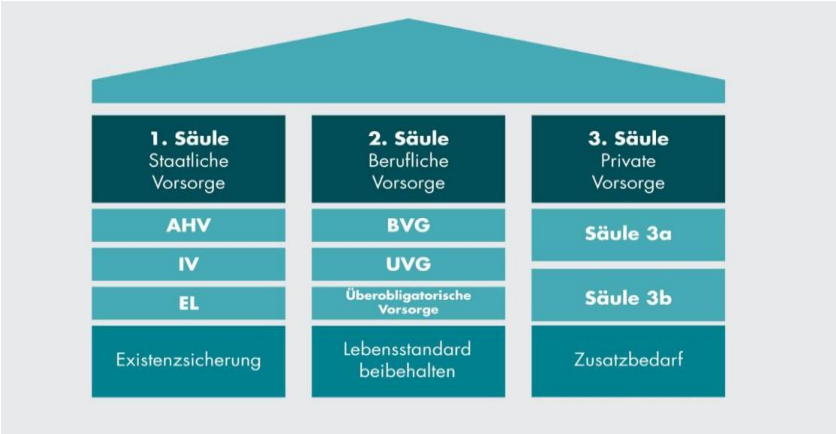


Abbildung 1: Das schweizerische Vorsorgesystem (Helvetia Versicherungen, 2024)

Durch die Kombination aus staatlicher, beruflicher und privater Vorsorge soll sichergestellt werden, dass die breite Bevölkerung finanziell abgesichert ist und auch im Alter oder bei unvorhergesehenen Ereignissen den gewohnten Lebensstandard halten kann.

2.2 Basiskennzahlen und rechtliche Grundlagen der beruflichen Vorsorge

Wie in Kapitel 1.1 bereits festgehalten wurde, existierten 2022 insgesamt 1353 Vorsorgeeinrichtungen mit einem verwalteten Gesamtvermögen von CHF 1066 Mia. (Bundesamt für Statistik BFS, 2023, S. 2–3) Wie ein Vergleich zeigt, hatte das Gesamtvermögen 2012 noch CHF 673 Mia. betragen (Bundesamt für Statistik BFS, 2018, S. 2) und verteilte sich auf 2073 Vorsorgeeinrichtungen (Bundesamt für Statistik BFS, 2018, S. 7). Diese Zunahme des verwalteten Gesamtvermögens bei gleichzeitiger Abnahme der Anzahl der verwaltenden Einrichtungen verweist auf eine Konsolidierung in diesem Feld. Den nach wie vor existierenden Vorsorgeeinrichtungen waren 2022 rund 4.6 Mio. aktiv versicherte Personen angeschlossen. Hinzu kamen knapp 0.9 Mio. Pensionierte (Bundesamt für Statistik BFS, 2023, S. 2). Auch diesbezüglich zeigt der zeitliche Verlauf, dass eine wachsende Anzahl Arbeitnehmender von einer abnehmenden Anzahl Vorsorgeeinrichtungen versichert wurde. Die Entwicklung dieses Konsolidierungsprozesses wird Abbildung 2 grafisch illustriert.

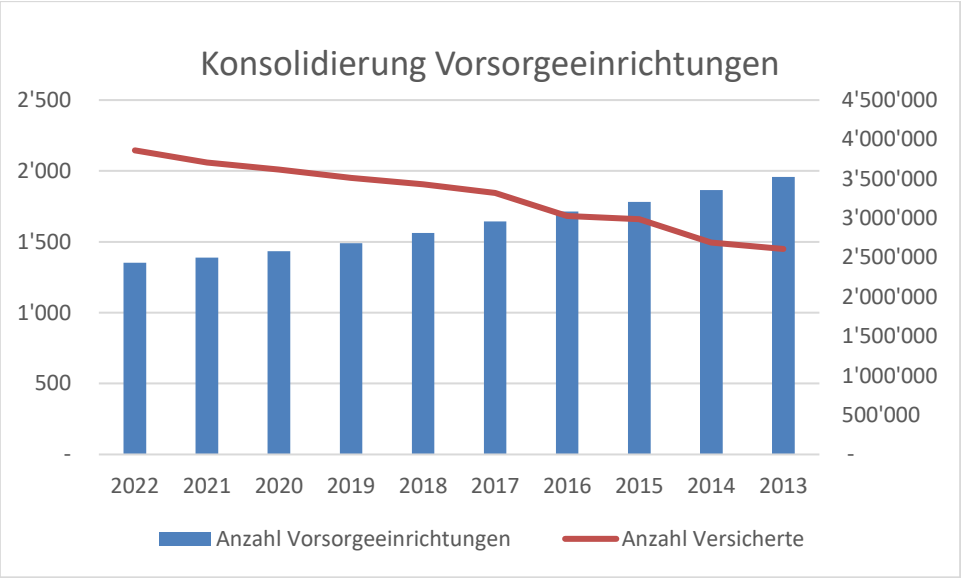


Abbildung 2: Entwicklung Versicherte und Vorsorgeeinrichtungen (Daten: Bundesamt für Statistik BFS, 2022)

Die gesetzlichen Grundlagen für Vorsorgeeinrichtungen werden im Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVG) vom 25.06.1982, SR 831.40, geregelt. Das BVG bildet die Basis der beruflichen Vorsorge und legt die grundgelegenen Prinzipien und Ziele der beruflichen Altersvorsorge fest. Des Weiteren werden die Ansprüche der Versicherten definiert. Die dazugehörige Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge (BVV 2) vom 18.04.1984, SR 831.441.1, führt die Bestimmungen des BVG hinsichtlich der Ansprüche an Geschäftsführung, Organisation und Vermögensanlage näher aus. Geregelt werden die zulässigen Anlagen und die Begrenzung ihrer Anteile am Gesamtvermögen. Ebenfalls gesetzlich festgelegt wird eine ausreichende Finanzierung der Verbindlichkeiten. Ferner umfasst die Verordnung Bestimmungen hinsichtlich der Begrenzung einzelner Schuldnerinnen und Schuldner und spezifische Anforderungen an Immobilienanlagen. Auf diese Weise stellt der Gesetzgeber sicher, dass Vorsorgeeinrichtungen ihre Verpflichtungen gegenüber den Versicherten wahrnehmen und finanzielle Sicherheit, Stabilität und Rentabilität zugleich gewährt bleiben.

2.3 Oberstes Organ/Geschäftsführung und Aufsichtsorgane

Das oberste Organ einer Vorsorgeeinrichtung nimmt die Gesamtleitung der Vorsorgeeinrichtung wahr, sorgt für die Erfüllung der gesetzlichen Aufgaben und bestimmt die strategischen Ziele und Grundsätze der Vorsorgeeinrichtung sowie die Mittel zu deren Erfüllung. Es legt die Organisation der Vorsorgeeinrichtung fest, stellt ihre finanzielle Stabilität sicher und überwacht die Geschäftsführung (Art. 51a Abs. 1 BVG). Arbeitnehmende und Arbeitgebende haben das Recht, in das oberste Organ der Vorsorgeein-

richtung die jeweils gleiche Zahl von Vertreterinnen und Vertretern zu entsenden (Art. 51 Abs. 1 BVG). Das oberste Organ einer Vorsorgeeinrichtung muss aus mindestens vier Mitgliedern bestehen. In begründeten Einzelfällen, insbesondere während einer Liquidation, kann die Aufsichtsbehörde ausnahmsweise weniger Mitglieder bewilligen (Art. 33 BVV 2).

Die Funktion der gesetzlichen Aufsichtsbehörde übernimmt die Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge (OAK BV) und fungiert damit als oberstes Aufsichtsorgan für Vorsorgeeinrichtungen. Zu den Aufgaben der OAK BV gehört die Sicherstellung einer einheitlichen Aufsichtspflicht im Rahmen der beruflichen Vorsorge. Sie ist unabhängig von politischen Weisungen und hat die Aufsicht über die unterstellten, regionalen, Direktaufsichtsbehörden. Daneben ist die OAK BV zuständig für Anlagestiftungen, den Sicherungsfonds und für sämtliche Auffangeinrichtungen. Die Zulassung von Expertinnen und Experten im Bereich der beruflichen Vorsorge fällten ebenfalls in die Zuständigkeit der OAK BV (Kupper Staub, 2024).

2.4 Vermögensanlage

Gemäss der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge hat jede Vorsorgeeinrichtung sicherzustellen, „dass sie die Versicherungs- und die Freizügigkeitsleistungen bei deren Fälligkeit erbringen kann. Sie sorgt für eine entsprechende Aufteilung ihres Vermögens in kurz-, mittel- und langfristige Anlagen“ (Art. 52 BVV 2). Aus diesem Grund müssen Vorsorgeeinrichtungen eine systematische und technische Vermögensverwaltung sicherstellen. Um die Wirkungsfelder der Vermögensverwaltung zu visualisieren und die daraus entstehenden Abhängigkeiten aufzuzeigen, kann auf das sogenannte „Magische Dreieck der Vermögensanlage“ zurückgegriffen werden, welches in Abbildung 3 dargestellt wird.

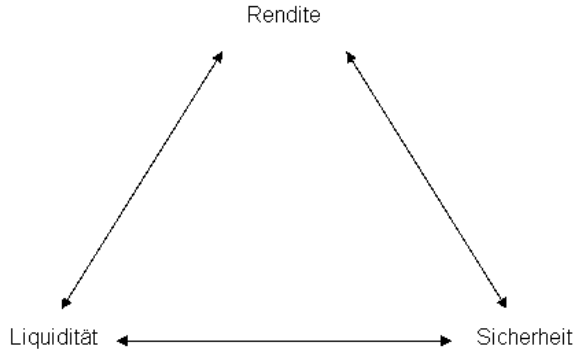


Abbildung 3 Das Magische Dreieck der Vermögensanlage (Zahner, B.H.L.S., 2012, S. 14)

Das Magische Dreieck der Vermögensanlage ist ein Modell, das die drei grundlegenden Ziele einer Investition darstellt: Rendite, Sicherheit und Liquidität. Diese drei Ziele können wie folgt beschrieben werden:

- *Rendite:* Die Rendite umfasst den Gewinn oder den Ertrag, den eine Anlage im Verhältnis zum eingesetzten Kapital erwirtschaftet. Sie kann in Form von Zinsen, Dividenden oder Kursgewinnen vorliegen. Das Ziel von Investorinnen und Investoren besteht darin, eine möglichst hohe Rendite zu generieren, um das Vermögen zu vermehren.
- *Sicherheit:* Die Sicherheit einer Anlage bemisst sich am Risiko, das eingesetzte Kapital teilweise oder ganz zu verlieren. Eine sichere Anlage minimiert das Risiko von Verlusten. Investorinnen und Investoren versuchen ihr Vermögen möglichst vor Verlusten zu schützen, insbesondere im Hinblick auf Wertschwankungen und Ausfallrisiken.
- *Liquidität:* Die Liquidität einer Anlage hängt davon ab, wie schnell und einfach sie in frei verfügbare Mittel umgewandelt werden kann, ohne dass signifikante Wertverluste entstehen. Hinter diesem Ziel steht der Wunsch von Investorinnen und Investoren, flexibel auf ihr Kapital zugreifen zu können, um stets in der Lage zu sein, kurzfristig entstehende finanzielle Bedürfnisse oder unerwartete Ausgaben zu decken.

Im Magischen Dreieck der Vermögensanlage stehen diese drei Ziele oft in einem Zielkonflikt zueinander:

- *Rendite vs. Sicherheit:* Anlagen mit hoher Rendite sind oft mit höherem Risiko verbunden (z.B. Aktien oder hochverzinsliche Anleihen). Sicherere Anlagen (z.B. Staatsanleihen oder Sparkonten) bieten in der Regel niedrigere Renditen.

- *Sicherheit vs. Liquidität:* Hochsichere Anlagen (z.B. Festgeldkonten oder langfristige Anleihen) sind oft weniger liquide, da das Kapital für einen bestimmten Zeitraum gebunden ist, während hochliquide Anlagen (z.B. Tagesgeldkonten) meist weniger Sicherheit bieten aufgrund der Volatilität.

- *Rendite vs. Liquidität:* Anlagen mit hoher Liquidität (z.B. Geldmarktfonds) bieten oft niedrigere Renditen im Vergleich zu weniger liquiden Investitionen (z.B. Immobilien oder langfristige Anleihen), die in der Regel höhere Erträge bieten können.

Auf der Grundlage einer individuellen Gewichtung der drei Ziele hat jede Vorsorgeeinrichtung zu entscheiden, wie sie ihr Vermögen anlegen möchte. Gemäss Art. 53 BVV 2 kommen zu diesem Zweck im Grundsatz die folgenden Anlagen infrage:

- Bargeld,
- Postcheck- und Bankguthaben,
- Geldmarktanlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwölf Monaten,
- Obligationen,
- schweizerische Grundpfandtitel,
- Schuldanerkennungen von schweizerischen öffentlich-rechtlichen Körperschaften,
- Rückkaufswerte aus Kollektivversicherungsverträgen,
- Immobilien im Allein- oder Miteigentum, einschliesslich Bauten im Baurecht sowie Bauland,
- Beteiligungen an Gesellschaften wie Aktien und Partizipationsscheine,
- Anlagen in Infrastrukturen,
- Anlagen in nicht kotierte Forderungen gegenüber Schuldnerinnen und Schuldnern (Private Debt) oder in Beteiligungen an nicht kotierten Gesellschaften (Private Equity), die ihren Sitz in der Schweiz haben oder in der Schweiz operativ tätig sind,
- alternative Anlagen wie solche in Hedge Funds, Private Equity, Insurance Linked Securities oder Rohstoffe.

In der Verordnung über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge wurden ausgehend von diesen Anlagemöglichkeiten die folgenden Erfordernisse festgehalten: Die Vermögensanlagen sind zum einen „auf verschiedene Anlagekategorien, Regionen und Wirtschaftszweige“ zu verteilen (Art. 50 Abs. 3 BVV 2).

Des Weiteren regelt der Gesetzgeber die Begrenzung der einzelnen Anlagekategorien in Bezug auf das Gesamtvermögen der Vorsorgeeinrichtung (Art. 55 BVV 2). Diese Begrenzungen werden in Abbildung 4 dargestellt.

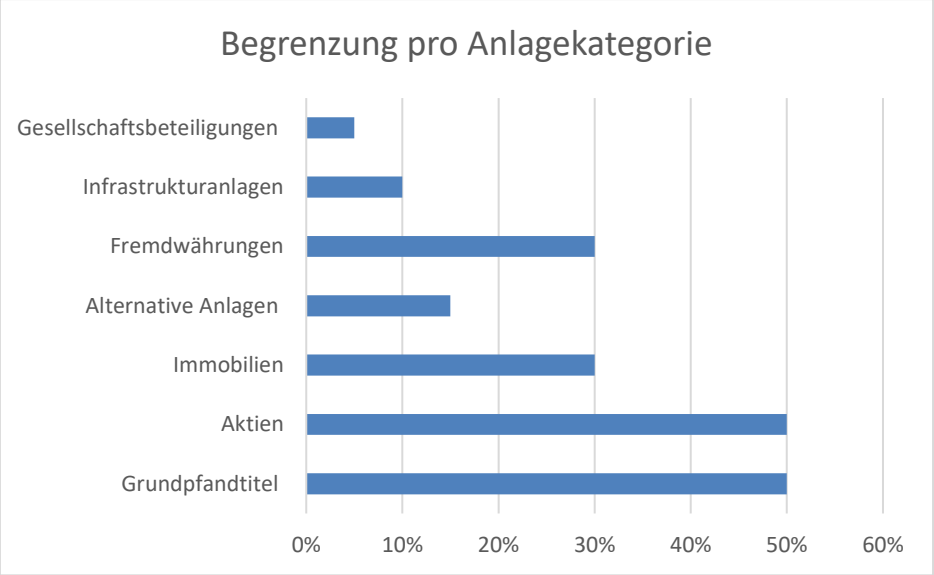


Abbildung 4: Gesetzliche Begrenzung bei der Investition von Vorsorgevermögen pro Anlagekategorie (vgl. Art. 55 BVV 2)

Bei Immobilien gilt zudem, dass einzelne Liegenschaften nicht mehr als 5 Prozent des Gesamtvermögens ausmachen dürfen (Art. 54b BVV 2). Dass dieser maximal zulässige Anteil eher gering festgelegt wurde, zeigt ein vergleichender Blick auf die Immobilienquoten von in der Schweiz sowie international domizilierten Vorsorgeeinrichtungen, wie er in Abbildung 5 vorliegt.

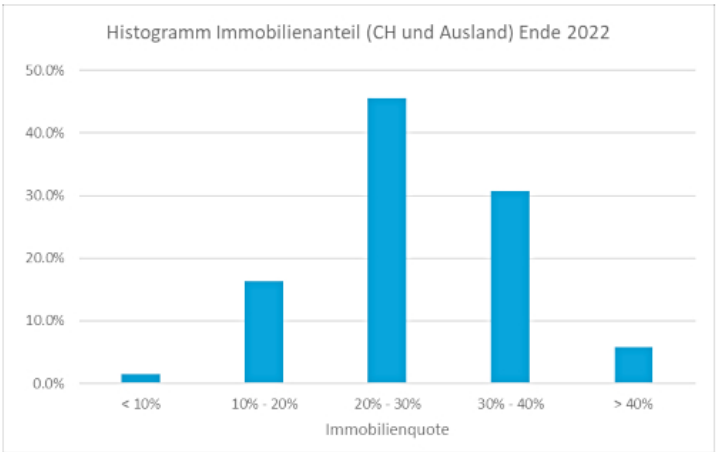


Abbildung 5: Immobilienquote von Vorsorgeeinrichtungen national und international (Complementa, 2023)

2.5 Asset Liability Management

Das Asset Liability Management (ALM) ist ein strategisches und systematisches Managementkonzept, das darauf abzielt, die Vermögenswerte (Assets) und die Verpflichtungen (Liabilities) einer Pensionskasse im Gleichgewicht zu halten. Die Kernaufgabe des Asset Liability Managements besteht darin, die finanziellen Risiken zu bewerten und zu steuern, die aus der Diskrepanz zwischen den Vermögensanlagen einer Pensionskasse und den zukünftigen Zahlungsverpflichtungen resultieren. Das Asset Liability Management zählt zu den wichtigen Führungsaufgaben von Pensionskassen und stellt sicher, dass diese ihre finanzielle Stabilität und Unabhängigkeit bewahren und so gewährleistet ist, dass sie langfristig in der Lage sind, ihren Verpflichtungen gegenüber den Rentenberechtigten nachzukommen (Swiss Life Asset Management, ohne Datum, S. 1). Ein zentraler Bestandteil ist die Durchführung einer ALM-Analyse, die der Identifikation der wichtigsten Risiken und deren Auswirkungen auf Kapitaldeckung, Rentenzahlungen und Beiträge dient. Die daraus gewonnenen Erkenntnisse bilden die Basis für die Formulierung der Anlagestrategie durch die Geschäftsführung (Swiss Life Asset Management, ohne Datum, S. 2). Einer ALM-Analyse wird in der Regel „ein finanztheoretisch fundiertes, konfigurierbares Kapitalmarktmodell zur stochastischen Simulation realistischer Szenarien (Monte-Carlo-Methode)“ (AON, 2024) zugrunde gelegt. In Abbildung 6 findet sich eine exemplarische Darstellung der Auswertung und der Projektion des Deckungsgrads einer Vorsorgestiftung mit den dazugehörigen Sensitivitäten.

Der 95%-Value at Risk (VaR) Deckungsgrad im Jahr 2015 entspricht 77.7%. Mit einer Wahrscheinlichkeit von 95% wird ein Deckungsgrad von 77.7% demnach bis ins Jahr 2015 nicht unterschritten. Der Conditional Value at Risk (CVaR) Deckungsgrad im Jahr 2015 ist 70.8%. Wenn der Deckungsgrad im Jahr 2015 unterhalb des VaR liegt, dann liegt er im Erwartungswert bei 70.8%.

Abbildung 6: ALM-Modell (AON, 2024)

Für die Durchführung von ALM-Analysen werden in der Praxis häufig externe Dienstleister hinzugezogen, um eine objektive und unabhängige Betrachtung zu gewährleisten.

3. Immobilieninvestitionen von Vorsorgeeinrichtungen

3.1 Vermögensallokation von Vorsorgeeinrichtungen

Die Vermögensverwaltung von Vorsorgeeinrichtungen umfasst das Management und die Anlage der Mittel, die von Arbeitnehmenden und Arbeitgebenden in Pensionskassen eingezahlt werden, um zukünftige Rentenzahlungen sicherzustellen. Dabei sind die Anlagerichtlinien von zentraler Bedeutung. Die Anlagerichtlinien sind schriftlich festgehaltene Vorgaben und Rahmenbedingungen, die Strategie, Ziele und Verfahren für die Verwaltung der Vermögenswerte festlegen. Diese Richtlinien dienen als Leitfaden für die Anlageentscheidungen und das Risikomanagement, um zu gewährleisten, dass die Pensionskasse ihre langfristigen Verpflichtungen gegenüber den Rentenempfängerinnen und Rentenempfängern erfüllen kann.

Das Hauptziel des Asset Managements einer Pensionskasse besteht darin, die Erträge der Vermögenswerte zu maximieren, um die Rentenverpflichtungen gegenüber den Versicherten abzusichern und gleichzeitig die Anlagerisiken zu minimieren. Zu den wichtigsten Anlageinstrumenten zählen Aktien, Obligationen und Immobilien. Daneben werden kleinere Bestände an Liquidität und alternativen Anlagen gehalten. Im Gegensatz dazu spielen von Vorsorgeeinrichtungen gewährte Darlehen und Hypotheken lediglich eine untergeordnete Rolle, wie Abbildung 7 aufzeigt.

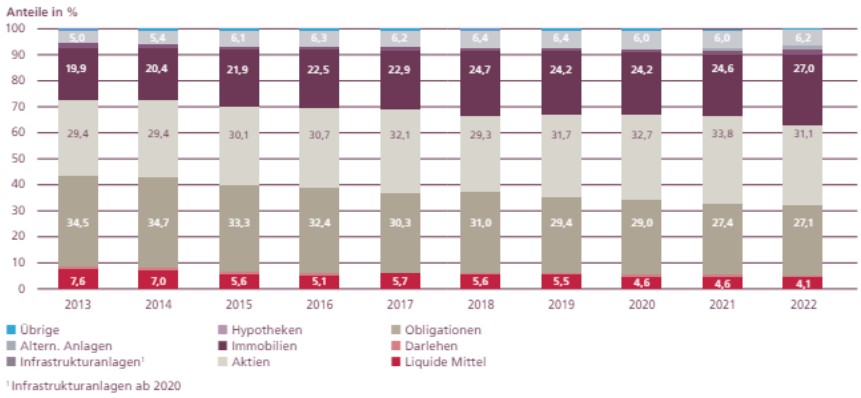


Abbildung 7: Asset-Allokation Pensionskassen 2013–2022 (Swisscanto, 2023, S. 9)

In den letzten Jahren hat die auch die Bedeutung von nachhaltigen Investitionen zugenommen. Diese zeichnen sich dadurch aus, dass bei Anlageentschieden neben den ökonomischen Aspekten vermehrt auch soziale, ökologische sowie unternehmensethische Kriterien (ESG) berücksichtigt werden.

Durch die Kombination von verschiedenen Anlageklassen entsteht ein diversifiziertes Anlageportfolio, durch welches die Risiken der Anlage minimiert werden sollen. Dies-

bezüglich wird zwischen unsystematischen und systematischen Risiken unterschieden. Unter unsystematischen Risiken werden die Risiken einer einzelnen Anlage verstanden, was eine mikroökonomische Betrachtung erfordert. Die systematischen Risiken hingegen betreffen den Gesamtmarkt unabhängig von der jeweiligen Anlageklasse. Diese Risiken können durch Diversifikation nicht oder nur teilweise eliminiert werden (Gondring & Wagner, 2016, S. 102). Beispiele für systematische Risiken sind unter anderem Konjunkturschwankungen, ausserordentliche Ereignisse, Pandemien oder Krieg.

Wenn ein Anlageportfolio zusammengestellt wird, bildet das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko ein entscheidendes Kriterium, das den Anlegerinnen und Anlegern eine gezielte Auswahl ermöglicht (Duckeck, 2023). Diesbezüglich von Bedeutung ist die Effizienzgrenze, „die den geometrischen Ort aller Portfoliokombinationen [zeigt], welche bei gegebenem Risiko (Standardabweichung) eine höhere Rendite erzielen als alle anderen Kombinationsmöglichkeiten“ (Duckeck, 2023). Diese Grundsätze gehen zurück auf den im Jahr 1927 in Chicago geborenen Ökonomen Harry Markowitz, der mit seiner „Modern Portfolio Theory“ in den 1950er-Jahren die theoretischen Grundlagen für das moderne Portfolio erarbeitete (Markowitz, 1952). Ein Portfolio gilt nach Markowitz dann als effizient, wenn es für ein gegebenes Risikoniveau die höchste erwartete Rendite oder für eine angestrebte Rendite das geringste mögliche Risiko bietet (Duckeck, 2023). Abbildung 8 illustriert diesen Zusammenhang.

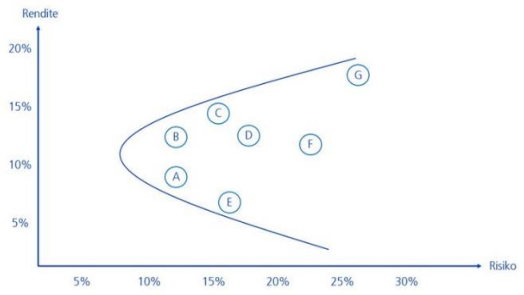


Abbildung 8: Verhältnis von Rendite und Risiko als Indikator für die Effizienz von Anlageprodukten (Duckeck, 2023)

Die der modernen Portfoliotheorie nach Markowitz zugrunde liegenden Überlegungen lassen sich mittels eines Vergleiches von Anlage A und Anlage B in Abbildung 8 exemplarisch aufzeigen. Bei gleichem Risiko bietet Anlage B die höhere Rendite als Anlage A und stellt somit die effizienteste Anlage dar. Die restlichen Anlagen C bis G weisen entweder ein im Vergleich zur Rendite deutlich höheres Risiko aus (Anlage G) oder erzielen bei ähnlichem Risiko eine tiefere Rendite (Anlage E). Bei der Portfoliozu-

sammenstellung gilt es für Anlegerinnen und Anleger daher, das bestmögliche Rendite-/Risikoprofil anzustreben (Zürcher Kantonalbank, 2023, S. 2).

Obwohl die moderne Portfoliotheorie eine zweckmässige Methode zur Risikosteuerung und Portfoliooptimierung bietet, weist sie Schwächen auf und sollte deshalb nur als Teil eines umfassenderen, dynamischen Anlageansatzes beigezogen werden. So können beispielsweise die folgenden Risiken und Einschränkungen mit der Anwendung der Theorie verbunden sein (Geltner, Miller, Clayton & Eichholtz, 2014, S. 516; Gondring & Wagner, 2016, S. 112):

- *Vergangenheitsorientierte Daten:* Die Theorie stützt sich bei der Schätzung zukünftiger Renditen und Risiken oft auf historischen Daten. Vergangenheitsdaten vermögen zukünftige Ergebnisse jedoch nicht zuverlässig vorherzusagen, besonders nicht in sich schnell ändernden Märkten.
- *Verhaltensrisiken:* Die Theorie geht davon aus, dass Investorinnen und Investoren rational handeln, was in der Realität oft nicht der Fall ist. Verhaltenstendenzen wie Herdenverhalten oder übermässige Risikoaversion können die Portfolio-Performance beeinträchtigen.
- *Rebalancing-Kosten:* Um das optimale Portfolio anhand der modernen Portfoliotheorie aufrechtzuerhalten, ist ein regelmässiges Rebalancing erforderlich, das heisst, dass die Allokation der einzelnen Anlagen periodisch neu gewichtet werden muss, was Transaktionskosten und Steuerfolgen mit sich bringen kann.

Die existierenden Spannungsfelder und Abhängigkeiten sollten daher bei jedem strategischen Planungsschritt sorgfältig abgewogen werden.

3.2 Immobilien als Anlageklasse

Unter dem Begriff „Immobilien“ werden in der Regel Liegenschaften, in das Grundbuch aufgenommene selbstständige und dauernde Rechte, Bergwerke und Miteigentumsanteile an Grundstücken verstanden (Art. 655 ZGB). Gemäss Meins und Burkhard (2019, S. 19-20) bieten Immobilien als Anlageklasse sowohl Chancen als auch Herausforderungen. Sie sind eine für Anlegerinnen und Anleger attraktive Möglichkeit zur Diversifikation des Portfolios und können stabile Erträge sowie langfristige Wertsteigerungen bieten. Gleichzeitig erfordern sie eine sorgfältige Planung und ein professionelles Management, um Risiken zu minimieren und das volle Renditepotenzial auszuschöpfen.

Immobilien unterscheiden sich durch die folgenden Merkmale stark von anderen Anlagen wie Aktien oder Obligationen (Meins & Burkhard, 2014, S. 21):

- Vergleichsweise lange Erstellungsdauer bei neuen Immobilien; zwischen einer Investition und den ersten Erträgen liegen in der Regel mehrere Jahre,
- komplexe Transaktionsprozesse verbunden mit hohen Kosten,
- langfristiger Einsatz von grossem Kapitalvolumen ist notwendig,
- langer Betrachtungshorizont in Bezug auf Konjunktur, Rahmenbedingungen und Nachfrage,
- Standortgebundenheit über den gesamten Lebenszyklus,
- Einzigartigkeit ohne Möglichkeit der Reproduktion.

Aufgrund dieser Merkmale sind Investitionen in Immobilien im Falle einer Fehlinvestition meist mit finanziellem Schaden und grösseren Verlusten verbunden. Dies stellt hohe Anforderungen an die Entscheidungsgrundlagen (Meins & Burkhard, 2014, S. 24).

3.3 Real Estate Asset Management

In Anbetracht der Eigenheiten der Anlageklasse und der wachsenden Komplexität des Immobilienmarkts kommt es zunehmend zu einer Professionalisierung der gesamten Immobilienbranche. Vonseiten der Eigentümerinnen und Eigentümer ergibt sich dadurch ein steigender Anspruch an die Verwaltung ihrer Immobilienanlagen und somit an das Real Estate Asset Management. Dieses befasst sich mit der strategischen Verwaltung und Optimierung von Immobilienanlagen, um deren Wert und Rentabilität kontinuierlich zu optimieren. Gerade in Zeiten von wirtschaftlichen Unsicherheiten und schwankenden Märkten gewinnt diese Managementdisziplin zunehmend an Bedeutung. Immobilien bedürfen einer professionellen und sorgfältigen Bewirtschaftung, wobei insbesondere die laufende Optimierung der Portfolios eine entscheidende Rolle spielt. Wenn künftige Marktentwicklungen frühzeitig erkannt werden, dann erhöht sich die Investitionssicherheit, was wiederum zu attraktiveren Renditen führen kann (Trübestein, 2015, S. 61).

Die Aufgaben des Real Estate Asset Managements lassen sich grob in die folgenden Handlungsfelder unterteilen (Trübestein, 2015, S. 64):

- *Portfolio Management:* Strategische Planung und Steuerung des Immobilienportfolios, Steuerung der Portfoliozusammensetzung, um die Rendite zu maximieren und die Risiken zu reduzieren.

- *Finanzmanagement:* Überwachung der Finanzkennzahlen, Budgetierung und Finanzierung des Portfolios, Modellierung der Zahlungsströme sowie Buchführung und Steuern.
- *Property Management:* Operative Verwaltung der Immobilien, Betreuung der Mieterinnen und Mieter, Wartung und Instandhaltung der Liegenschaften.
- *Transaktionsmanagement:* Durchführung von strategischen An- und Verkaufsprozessen zur Erweiterung oder Optimierung des Portfolios oder zur Wertsteigerung.
- *Baumanagement:* Verantwortung für Instandsetzungen und grosszyklische Sanierungsprojekte, Projektsteuerung bei Entwicklungsprojekten.

Eine solide Vernetzung innerhalb der genannten Fachbereiche ermöglicht eine effiziente und zielgerichtete Verwaltung der Immobilienanlagen und leitet so einen gewichtigen Beitrag an die Wertschöpfung.

3.4 Investmentformen für Immobilienanlagen

Bei der Investition in Immobilienanlagen bestehen zwei grundsätzliche Möglichkeiten: Die Anlange kann entweder direkt oder indirekt erfolgen. Von direkt gehaltenen Immobilien wird gesprochen, wenn Investorinnen und Investoren selbst Eigentum an Immobilien erwerben. Die Eigentümerinnen und Eigentümer sind entsprechend namentlich im Grundbuch eingetragen und halten die Immobile auf ihren Namen. Das heisst, es besteht ein physischer Besitz der Sache. Der Direktbesitz ist die häufigste Form des Immobilieneigentums in der Schweiz. Bei einer indirekten Immobilienanlage besteht im Gegensatz dazu kein physisches Eigentum. Die Investition erfolgt stellvertretend durch andere im Immobilienmarkt tätige Akteurinnen und Akteure, die die Immobilen halten (Gondring & Wagner, 2016, S. 157). Die beiden Halteformen unterscheiden sich unter anderem durch ihren Anspruch an die Investorinnen und Investoren und deren Know-how. Abbildung 9 veranschaulicht die zeitliche Entwicklung der Aufteilung auf diese beiden Kategorien im Gesamtportfolio von Schweizer Vorsorgeeinrichtungen für den Zeitraum zwischen 2013 und 2022.

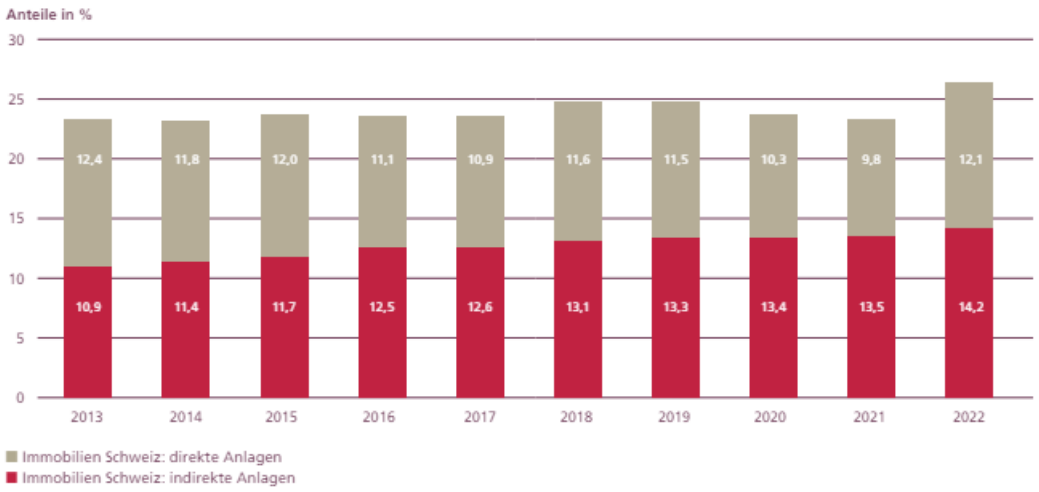


Abbildung 9: Entwicklung von direkten und indirekten Immobilienanlagen, Vorsorgeeinrichtungen Schweiz 2013–2022 (Swisscanto, 2023, S. 43)

Wie sich der grafischen Darstellung entnehmen lässt, sind fallen die jährlichen Schwankungen relativ geringfügig aus. Allerdings zeigt sich über die Zeit hinweg ein Trend zu vermehrten Investitionen in indirekte Immobilienanlagen, weshalb der Anteil der indirekten Anlagen den Anteil der direkten Anlagen seit 2016 jeweils übersteigt. Zuvor überwog jeweils der Anteil direkter Anlagen.

Wenn sich Vorsorgeeinrichtungen dafür entscheiden, indirekt in Immobilien zu investieren, dann stehen ihnen die folgenden Optionen zur Verfügung (Gondring & Wagner, 2016, S. 158):

a) Immobilienfonds

Immobilienfonds sind Vehikel der kollektiven Kapitalanlange, die den Zweck verfolgen, das durch sie verwaltete Vermögen in Immobilien zu investieren. Dadurch eröffnen sie Anlegerinnen und Anlegern die Möglichkeit, Investitionen mit kleineren Volumen zu tätigen, wobei in offene oder geschlossene Fonds investiert werden kann:

- *Offene Immobilienfonds:* Anlegerinnen und Anleger können jederzeit Anteile kaufen oder verkaufen. Die Anteile können über einen Börsenplatz oder unter den Anlegerinnen und Anlegern gehandelt werden.
- *Geschlossene Immobilienfonds:* Immobilienfonds dieser Kategorie weisen eine festgelegte Laufzeit und eine begrenzte Anzahl von Anteilen auf. Aus diesem Grund können Anlegerinnen und Anleger in der Regel nur während einer festgelegten Zeichnungsfrist Anteile erwerben.

In beiden Kategorien existieren sowohl kotierte Fonds, die an der Börse gehandelt werden können, als auch nicht kotierte Fonds. Einige davon richten sich an einen limitierten

Kreis von Anlegerinnen und Anlegern wie Vorsorgeeinrichtungen. Immobilienfonds unterstehen dem Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz, KAG) vom 23.06.2006, SR 951.31. Die Fondsleitung des Immobilienfonds ist verantwortlich für die Verwaltung und die operative Führung des Fonds. Sie agiert unabhängig, weshalb die Anlegerinnen und Anleger in der Regel keinen direkten Einfluss auf die Geschäftsführung nehmen können.

b) Immobilien-Aktiengesellschaft

Eine Immobilien-Aktiengesellschaft ist ein meist kotiertes Unternehmen, dessen Hauptgeschäftsfeld im Erwerb, in der Entwicklung und im Management von Immobilien besteht. Aktien von Immobilien-Aktiengesellschaften können öffentlich an der Börse gehandelt werden. Durch deren Kauf können Anlegerinnen und Anleger indirekt in den Immobilienmarkt investieren. Zudem bieten solche Aktien die Möglichkeit, auch mit verhältnismässig kleinen Beträgen zu partizipieren. Bei kotierten Aktien kann je nach Markteinschätzung ein Aufgeld (Agio) oder ein Abgeld (Disagio) im Vergleich zum Nennwert veranschlagt werden.

c) Anlagestiftungen

Eine Anlagestiftung ist ein institutionelles Investitionsgefäss, welches das Vermögen von Pensionskassen und anderen Vorsorgeeinrichtungen bündelt und verwaltet. Sie bieten eine kosteneffiziente und diversifizierte Anlagemöglichkeit, die insbesondere auf die Bedürfnisse der beruflichen Vorsorge abgestimmt ist. Diese Stiftungen unterliegen der Aufsicht der OAK BV und sind verpflichtet, ihre Investitionen sicher und nachhaltig zu gestalten. Der Kreis der Anlegerinnen und Anleger, die in Anlagestiftungen investieren können, ist auf steuerbefreite Einrichtungen der beruflichen Vorsorge mit Sitz in der Schweiz sowie Personen, die kollektive Anlagen der Einrichtungen der beruflichen Vorsorge verwalten und der FINMA unterstellt sind, beschränkt (Art. 1 ASV). Auf Anlagestiftungen wird in Kapitel 4 noch näher eingegangen.

3.5 Renditen von Immobilienanlagen

Zur Kalkulation der Renditen von Immobilieninvestitionen kommen in der Regel die in Abbildung 10 aufgeführten Formeln zum Einsatz.

$$\textbf{Bruttorendite \%} = \frac{\text{Bruttoertrag}}{\text{Verkehrswert der fertigen Bauten}} \times 100$$

$$\textbf{Nettorendite \%} = \frac{\text{Nettoertrag}}{\text{Verkehrswert der fertigen Bauten}} \times 100$$

$$\textbf{Total Return \%} = \frac{\text{Nettorendite + Wertveränderungstendite}}{\text{Verkehrswert der fertigen Bauten}} \times 100$$

Abbildung 10: Formeln zur Berechnung der Renditekennzahlen von Immobilienfonds (vgl. AMAS, 2022)

Bei der Berechnung der Bruttorendite und der Nettorendite werden die operativen Erträge im Verhältnis zum Verkehrswert betrachtet. Bei der Nettorendite werden vom Sollmietzins sämtliche Mietzinsausfälle, Betriebs- und Unterhaltskosten sowie die Bewirtschaftungskosten in Abzug gebracht (Nettoertrag). Bei der Bruttorendite wird der Sollmietzins im Gegensatz dazu ohne Kosten oder Abzüge betrachtet. Beim Total Return wird zusätzlich zum Nettoertrag auch die Veränderung des Verkehrswerts, das heisst die Wertveränderung der Anlage, berücksichtigt. Unter dem Begriff „Total Return“ wird entsprechend die Summe der Nettorendite und der Wertveränderungsrendite verstanden (Thomas & Wellner, 2007, S. 88). Die Renditekennzahlen können sowohl pro Immobilie als auch über das Gesamtportfolio hinweg berechnet werden. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass sich die Wertveränderungsrendite auch langfristig positiv auf die Immobilienperformance auswirkt, wie dies in Abbildung 11 ersichtlich wird.

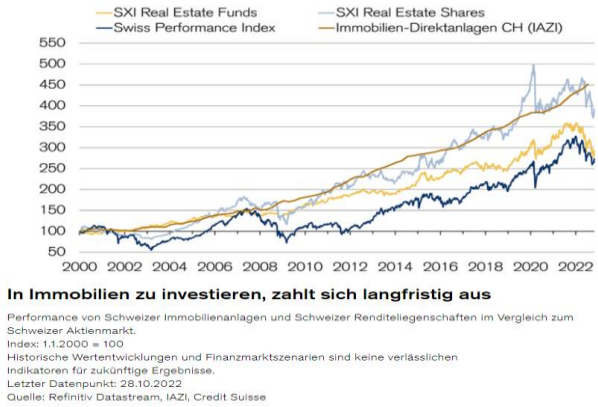


Abbildung 11: Performance von Immobilienanlagen (Waltert, 2022)

3.6 Investmentstile bei Immobilieninvestitionen

Unabhängig von der Halteform existieren im Bereich der Immobilieninvestitionen verschiedene Normstrategien die sich hinsichtlich ihres Risikoprofils, ihrer Ertragsziele

und ihres Verwaltungsaufwands unterscheiden. Diesbezüglich lassen sich die folgenden vier Investmentstile charakterisieren (Geltner et al., S. 679–681).

1) *Core Investments:* Dieser Investmentstil gilt als der risikoärmste. Der Fokus liegt auf hochwertigen Immobilien an guten Lagen, die sich in gutem Zustand befinden. Diese zeichnen sich durch langfristige Mietverträge mit bonitätsstarken Mieterinnen und Mietern aus und generieren stabile Einnahmen. Das Leerstandrisiko ist entsprechend gering. *Beispiel:* Liegenschaften an A-Lagen ohne Sanierungsstau oder Entwicklungspotenzial.
2) *Core Plus Investments:* Investitionen dieses Investmentstils lassen sich in ihren Grundzügen mit Core Investments vergleichen, sind jedoch mit einem geringfügig höheren Risiko verbunden. Die Lage ist in der Regel zwar etwas weniger attraktiv, aber die Immobilien weisen ein gewisses Entwicklungspotenzial auf. Kleinere Sanierungen oder Repositionierungen können notwendig sein, weshalb die Chance einer Ertragsoptimierung besteht. *Beispiel:* Liegenschaften mit Erweiterungspotenzial, Liegenschaften an B-Lagen, Liegenschaften mit Sanierungsstau.
3) *Value-Add Investments:* Value-Add Investments sind mit einem moderaten bis hohen Risiko verbunden und zielen darauf ab, durch aktive Bewirtschaftung, Entwicklungstätigkeiten oder Repositionierungen den Wert der Immobilien zu steigern. Dieser Stil erfordert neben einer gewissen Risikofähigkeit auch umfangreiche Fachkompetenzen und finanzielle Ressourcen. Im Gegenzug ist jedoch eine teilweise beträchtlich ausfallende Optimierung von Wert und Ertrag möglich. *Beispiel:* Immobilien mit ausgeprägtem Sanierungsbedarf oder Immobilien in aufstrebenden Märkten.
4) *Opportunistic Investments:* Dieser Stil ist der risikoreichste innerhalb der Immobilieninvestitionen. Die Renditen, aber auch der Bedarf an Expertise sind hier am höchsten. Opportunistic-Strategien fokussieren sich auf stark sanierungsbedürftige Immobilien, die Entwicklung von Neubauten, Umnutzungen oder Investitionen in schwierigen Märkten. Erfolgreiche Investments erfordern deshalb ein gezieltes Timing, profunde Marktkenntnis und umfangreiche Fachkompetenzen. *Beispiel:* Projektentwicklungen, Umnutzung von Gewerbeimmobilien in Wohnimmobilien.

Die Wahl des Investmentstils hängt stark von den jeweiligen Anlagezielen und der Risikobereitschaft der Investorinnen und Investoren ab. Core Investments bieten stabile

Erträge bei geringem Risiko, während Opportunistic Investments hohe Renditen bei ebenfalls hohem Risiko anstreben. Core Plus Investments und Value-Add Investments bieten Zwischenlösungen, die je nach Marktlage und spezifischen Objekteigenschaften attraktive Optionen darstellen können. In der Praxis kombinieren viele Investorinnen und Investoren verschiedene Stile, um ein ausgewogenes Portfolio zu schaffen. Vorsorgeeinrichtungen investieren ihrer Zweckbestimmung entsprechend vorwiegend in Core-Immobilien und Core-Plus-Immobilien und stellen dabei Werterhalt und Cashflow in den Vordergrund (Swiss Prime Site Solutions, 2024a, § 8 Ziff. 1).

4. Anlagestiftungen

Eine Anlagestiftung ist eine besondere Form der kollektiven Kapitalanlage, die hauptsächlich für die Verwaltung und die Anlage von Vorsorgevermögen genutzt wird. Sie ist einzig Pensionskassen und weiteren Vorsorgeeinrichtungen vorbehalten, die zwecks Diversifikation, Kostenreduktion und Professionalisierung eine gemeinsame Kapitalanlage anstreben. Mit der Gründung einer Anlagestiftung soll die Rentabilität der Investments verbessert werden.

4.1 Gesetzliche Grundlagen und Organisation von Anlagestiftungen

Anlagestiftungen sind Stiftungen nach Schweizer Recht, deren gesetzliche Grundlagen im BVG geregelt sind. Konkretisiert werden die Vorschriften in der Verordnung über die Anlagestiftungen (ASV) vom 10.06.2011 und 22.06.2011. Die regulatorische Aufsicht wird durch die OAK BV sichergestellt.

Das oberste Organ einer Anlagestiftung bildet in der Regel ein Stiftungsrat, der mit Vertreterinnen und Vertretern der beteiligten Vorsorgeeinrichtungen besetzt ist. Diese Organisationsform gewährleistet hohe Transparenz und bietet allen angeschlossenen Vorsorgeeinrichtungen die Möglichkeit der Mitbestimmung. Die Anlagestrategie der Stiftung ist in deren Statuten und Reglementen festgelegt und verfolgt in der Regel klar definierte Ansätze, die den Interessen aller angeschlossenen Einrichtungen Rechnung tragen. Die Vermögensverwaltung wiederum wird in der Regel durch eine externe, professionelle Vermögensverwaltung übernommen. Dies können Banken, Versicherungen oder andere spezialisierte Finanz- oder Treuhanddienstleistungsunternehmen sein.

4.2 Marktsituation Anlagestiftungen

Anlagestiftungen sind in jüngster Vergangenheit zunehmend in den Fokus von Pensionskassen gerückt. Entsprechend konnte diese Anlageform über die letzten Jahre ein starkes Wachstum verzeichnen. Allein im Geschäftsjahr 2023 sind die Immobilienbestände von Anlagestiftungen um CHF 4 Mia. angestiegen. Das gesamte Immobilienvermögen von Anlagestiftungen betrug Ende 2023 rund CHF 76 Mia. (Alphaprop, 2024, eigene Auswertung). Abbildung 12 zeigt den Immobilienanteil von Anlagestiftungen am Immobiliengesamtmarkt.

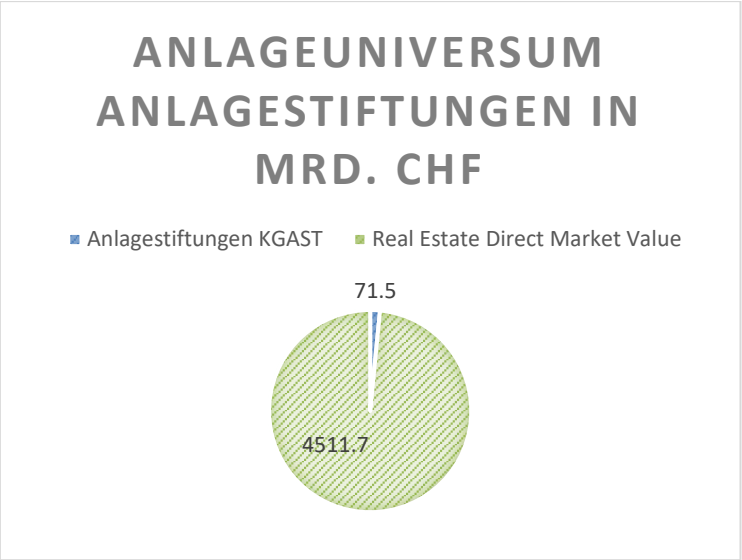


Abbildung 12: Marktübersicht Anlagestiftungen 2022 (Swiss Prime Site Solutions 2023)

4.3 Wachstum durch Sacheinlagen

Seit dem Jahr 2002 verzeichneten Anlagestiftungen Investitionen mittels Sacheinlagen mit einem Gesamtvolumen von CHF 7.8 Mia. (Fäs & Barmettler, 2020, S. 4). Sacheinlagen stellen somit einen bedeutenden Wachstumsfaktor für Anlagestiftungen dar. In den nächsten Jahren wird von einem gleichbleibenden Transaktionsvolumen ausgegangen (Fäs & Barmettler, 2020, S. 13). Die Entwicklung des Transaktionsvolumens im Zeitraum zwischen 1995 und 2019 wird in Abbildung 13 aufgezeigt.

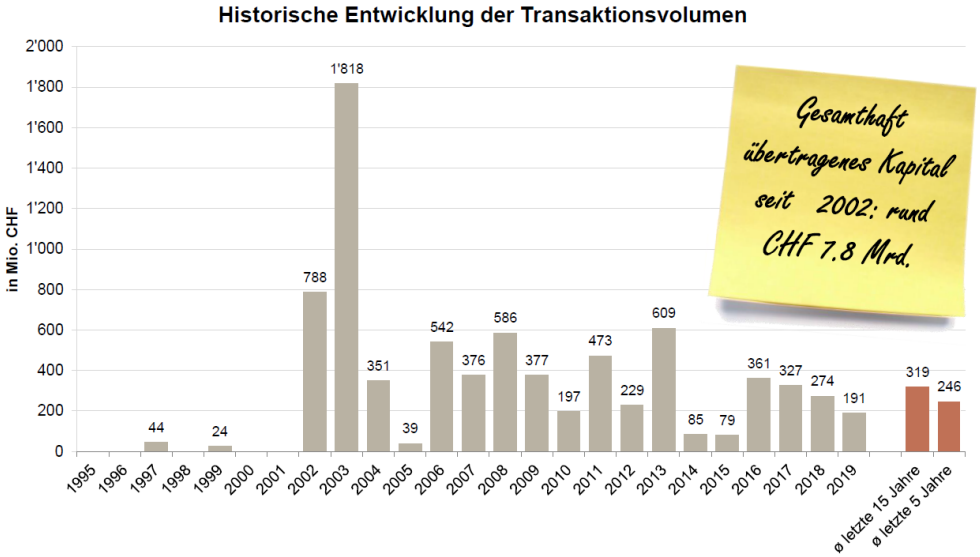


Abbildung 13: Historische Entwicklung des Immobilientransaktionsvolumens von Schweizer Anlagestiftungen (Fäs & Barmettler, 2020, S. 4)

Bei der Ausgabe von Anteilen erheben Anlagestiftungen eine Ausgabekommission. Diese Ausgabekommission wird dem Anlagevermögen der Stiftung gutgeschrieben. Sie dient unter anderem der Deckung der Emissions- und Vertriebskosten sowie der Nebenkosten, die beispielsweise durch Beratungskosten oder Gebühren im Zusammenhang mit der Ausgabe von Ansprüchen anfallen. Die Bandbreite der Kommissionen beträgt 0.8 Prozent bis 5 Prozent des Ausgabepreises und muss zusätzlich zum Wert der Anteile durch die Investorin oder den Investor bezahlt werden. Bei Sacheinlagen verzichten Anlagestiftungen im Normalfall auf das Erheben einer Ausgabekommission (Swiss Prime Site Solutions Anlagestiftung (2024).

Für ihre Tätigkeit als Vermögensverwalterin wird den Anlagestiftungen eine jährliche Vergütung ausgerichtet. Diese wird als „Total Expense Ratio Immobilien Sondervermögen Anlagestiftungen“ (TERISA) bezeichnet und umfasst sämtliche für die Vermögensverwaltung anfallenden Kosten der Anlagestiftung wie Management- und Geschäftsführungshonorare, Bewirtschaftungshonorare, Schätzungs- und Revisionshonorare sowie Honorare für Steuer- und Rechtsberatung (KGAST, 2024, S. 10). Die TERISA wird als Prozentsatz ausgedrückt und versteht sich im Verhältnis zum Gesamtvermögen (GAV: Gross Asset Value) der Anlagestiftung (KGAST, 2024, S. 10).

Die Sätze sind jeweils im Prospekt der Anlagestiftungen festgehalten und bewegen sich in der Regel in einer Bandbreite von 0.3 Prozent bis 1.0 Prozent (Swiss Prime Site Solutions, 2024b). Nicht in dieser Grundvergütung enthalten sind Honorare für Erstvermietungen und Bautreuhandleistungen, die den Liegenschaften jeweils direkt im Aufwand belastet werden, sowie Kommissionen für den Kauf und den Verkauf von Immobilien. Letztere können von den Anlagestiftungen separat erhoben werden (KGAST, 2024, S. 10).

5. Sacheinlagen

5.1 Grundlagen

Die Sacheinlage stellt eine Form der Kapitaleinlage dar, bei der nicht Geldmittel, sondern andere Vermögensgegenstände in eine Firma oder ein Anlagegefäss eingebracht werden. Dies können neben Immobilien auch andere Sachwerte wie Fahrzeuge, Maschinen oder Patente sein. Nachfolgend wird jeweils von Immobilien ausgegangen. Für die Einlage von Sachwerten werden die Anlegerinnen und Anleger mit Anteilen am entsprechenden Gefäss entschädigt. Wie auch bei einer herkömmlichen Transaktion müssen die betreffenden Sachwerte mit einer dafür geeigneten Methode bewertet werden. Dafür gibt es verschiedene Bewertungsmethoden, wobei für Immobilien hauptsächlich die nachfolgend erläuterten Ertragswertmethoden zur Anwendung gelangen (Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten SVKG, 2012, S. 45/82):

- *Ertragskapitalisierung:* Die Ermittlung des Verkehrswerts erfolgt durch die Kapitalisierung der jährlichen Erträge. Zu diesem Zweck können sowohl Bruttoerträge als auch Nettoerträge herangezogen werden. Die Erträge stellen eine ewige Rente dar, das heisst, die Betrachtung erfolgt ohne zeitliche Limitation.
- *Barwertmethode:* Die Barwertmethode unterscheidet sich von der einfachen Ertragskapitalisierung durch das Abzinsen von zukünftigen Nettoerträgen über einen limitierten Zeitraum. Bei dieser Methode setzt sich der Wert aus den abgezinsten Erträgen und aus dem abgezinsten Restwert zusammen.
- *Discounted-Cashflow-Methode (DCF):* Bei der DCF-Methode wird der Wert auf der Basis aller zukünftigen diskontierten Nettoerträge festgelegt. Dabei werden für die ersten fünf bis fünfzehn Jahre die jährlichen Nettoerträge einzeln betrachtet. Für die darauffolgenden Perioden kommt anschliessend wieder eine ewige Rente zur Anwendung.

In der Praxis kommt bei Immobilienbewertungen überwiegend das DCF-Bewertungsmodell zur Anwendung (Geltner et al., 2014, S. 204–205). Diese Methode berücksichtigt sowohl die Erträge als auch die Kosten über die Zeit und ermöglicht eine fundierte Bewertung von Immobilien, basierend auf ihrem Potenzial, künftig Einnahmen zu generieren. Diesbezüglich gilt es jedoch zu beachten, dass die Genauigkeit einer DCF-Bewertung stark von den zugrunde gelegten Annahmen über zukünftige Marktentwicklungen, dem Mietzinsniveau und den mit dem Betrieb und der Verwaltung an-

fallenden Kosten abhängt. Ein besonderes Gewicht liegt zudem auf dem für die Abzinsung gewählten Diskontsatz.

Exkurs Diskontsatz

Der Diskontsatz (auch Abzinsungssatz genannt) ist ein entscheidender Faktor in der Finanzmathematik und insbesondere bei der Bewertung von Immobilien mittels der DCF-Methode von zentraler Bedeutung. Der Diskontsatz dient dazu, zukünftige Cashflows auf ihren gegenwärtigen Wert abzuzinsen, und spiegelt somit den Zeitwert des Geldes wider. Dass ein bestimmter Geldbetrag heute mehr wert ist als der gleiche Geldbetrag in der Zukunft, lässt sich mit Faktoren wie Inflation, Risiko und entgangenen Investitionsmöglichkeiten begründen.

Bei der Festlegung des Diskontsatzes für Immobilienbewertungen werden die folgenden Faktoren berücksichtigt (Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten SVKG, 2012, S. 86):

- *Zinssätze Geldmarkt:* Der allgemeine Zinssatz auf dem Finanzmarkt oder die Renditen von Staatsobligationen werden oft als Basis für den risikolosen Zins herangezogen.
- *Risikoprämie:* Immobilieninvestitionen sind mit spezifischen Risiken wie zum Beispiel Mietausfall, behördlichen Auflagen, Immobilität oder Instandhaltungsrisiken verbunden. Um diese Risiken zu kompensieren, wird zum Basiszinssatz eine Risikoprämie hinzugerechnet.
- *Inflationserwartungen:* Die erwartete Inflation beeinflusst den Diskontsatz, da Erträge, die erst in der Zukunft anfallen werden, aufgrund der Inflation weniger wert sein werden.
- *Finanzierungskosten:* Die Kosten für die Fremdfinanzierung, zum Beispiel die Hypothekarzinsen, fliessen ebenfalls in den Diskontsatz ein, insbesondere bei einem hohen Anteil an Fremdfinanzierung (hohe Fremdkapitalquote).
- *Alternativanlagen:* Der Diskontsatz kann auch auf der Basis der Rendite anderer vergleichbarer Anlagen bestimmt werden. So können Anlegerinnen und Anleger zum Vergleich beispielsweise die Rendite einer alternativen Anlage wie der Aktien einer Immobilienaktiengesellschaft als Referenzwert heranziehen.

Die Durchführung der Bewertung erfolgt in der Regel durch ein unabhängiges Bewertungsunternehmen. Durch ihre Unabhängigkeit tragen die Bewertenden wesentlich zur Ermittlung fairer und marktgerechter Werte bei. Auf diese Weise wird den Interessen

aller beteiligten Parteien Rechnung getragen und der Immobilienmarkt als Ganzes wird stabil und transparent gehalten.

5.2 Vermögensübertragung nach Fusionsgesetz (FusG)

Das Bundesgesetz über Fusion, Spaltung, Umwandlung und Vermögensübertragung (Fusionsgesetz, FusG) vom 3.10.2003, SR 221.301 regelt die rechtlichen Rahmenbedingungen für die verschiedenen Formen von Unternehmenszusammenschlüssen und Unternehmensaufspaltungen. Es stellt sicher, dass solche Transaktionen fair und transparent ablaufen, um die Interessen der beteiligten Parteien sowie diejenigen der Gläubigerinnen und Gläubiger zu schützen. Das Fusionsgesetz bildet somit die Grundlage für die Vermögensübertragung. Eine Vermögensübertragung im Sinne dieses Gesetzes beinhaltet die Übertragung von Aktiva und Passiva eines Unternehmens auf ein anderes. Diese Übertragung kann das gesamte Vermögen oder nur einen Teil davon betreffen. Die rechtlichen Bestimmungen zur Vermögensübertragung finden sich in Art. 69 bis 77 FusG. Diese Artikel regeln die Voraussetzungen, das Verfahren und die Rechtsfolgen der Vermögensübertragung. Die Einlage von Immobilienvermögen wird ebenfalls als Vermögensübertragung verstanden. Bei einer Fusion oder anderen Umstrukturierungen nach dem Fusionsgesetz muss die Sacheinlage ordnungsgemäss bewertet werden. Die Bewertung dient dazu, sicherzustellen, dass der Wert der eingebrachten Vermögensgegenstände den ausgegebenen Gesellschaftsanteilen entspricht.

Bei der Vermögensübertragung sind die folgenden Schritte wesentlich (Swiss Prime Site Solutions, 2024):

- *Übertragungsvertrag:* Der Übertragungsvertrag ist das Kernstück der Vermögensübertragung und muss zwingend schriftlich abgeschlossen werden und eine genaue Beschreibung des zu übertragenden Vermögens sowie der Gegenleistung enthalten.
- *Bericht der Verwaltung:* Die Geschäftsleitung des übertragenden Unternehmens erstellt einen Bericht, der die rechtlichen und wirtschaftlichen Hintergründe sowie die Auswirkungen der Vermögensübertragung erläutert. Dieser Bericht ist notwendig, um Transparenz für die Aktionärinnen und Aktionäre wie auch für andere Stakeholderinnen und Stakeholder zu gewährleisten.
- *Prüfung durch Revisionsstelle:* Eine zugelassene Revisionsstelle muss den Übertragungsvertrag und den Bericht der Verwaltung prüfen. Sie bestätigt, dass die Angaben vollständig und korrekt sind und die Vermögensübertragung fair bewertet wurde.

- *Handelsregistereintrag:* Die Vermögensübertragung muss in das Handelsregister eingetragen werden. Die Eintragung macht die Vermögensübertragung rechtlich wirksam und gegenüber Dritten verbindlich.

Der Vermögensübertragungsvertrag bedarf wie bereits festgehalten grundsätzlich der Schriftform. Werden mittels der Vermögensübertragung Grundstücke übertragen, sieht Art. 70 Abs. 2 FusG vor, dass die entsprechenden Teile des Vertrags beurkundet werden müssen, wobei eine einzige öffentliche Urkunde auch dann genügt, wenn die betreffenden Grundstücke in verschiedenen Kantonen liegen.

Die Eigentumsübertragung einer Immobilie mittels Vermögensübertragung führt in der Praxis dazu, dass das Grundbuch vorübergehend nicht den tatsächlichen Eigentumsverhältnissen entspricht. Damit dieser Zustand möglichst nur für kurze Zeit bestehen bleibt, ist die übernehmende Partei dazu angehalten, den Übergang des Eigentums an der Immobilie aufgrund einer Vermögensübertragung gemäss Art. 104 Abs. 2 lit. c FusG umgehend nach Vertragsabschluss beim zuständigen Grundbuchamt oder den zuständigen Grundbuchämter anzumelden (Vogel & Günter, 2015, S. 1033).

5.3 Steuern

Das Thema „Steuern und Abgaben“ ist im Zusammenhang mit Anlagestiftungen von zentraler Bedeutung. „Bereits im ersten Artikel der Verordnung zu Anlagestiftungen ist festgehalten, dass ausschliesslich Vorsorgeeinrichtungen und andere steuerbefreite Einrichtungen mit Sitz in der Schweiz, die gemäss ihrem Zweck der beruflichen Vorsorge dienen, den Kreis der Anlegerinnen und Anleger von Anlagestiftungen bilden können. Daraus lässt sich schliessen, dass auch Anlagestiftungen steuerbefreit sein müssen“ (Kriemler, 2019, S. 308). „Eine explizite Basis für die Steuerbefreiung von Anlagestiftungen lässt sich in den gesetzlichen Grundlagen jedoch nicht finden. Lehre und Praxis sehen aber über diese gesetzliche Regelungslücke hinweg und qualifizieren Anlagestiftungen als von der direkten Bundessteuer befreit“ (Kriemler, 2019, S. 308).

Neben der direkten Bundessteuer sind bei Immobilientransaktionen im Zuge einer Sacheinlage auch die folgenden Steuern relevant:

- *Gewinn- und Kapitalsteuer:* Gewinn- und Kapitalsteuern sind im Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG) vom 14.12.1990, SR 642.11 und im Bundesgesetz über die Harmonisierung der direkten Steuern der Kantone und Gemeinden (Steuerharmonisierungsgesetz, StHG) vom 14.12.1990, SR 642.14 sowie in den kantonalen Erlassen geregelt. Die Gewinnsteuer wird von Bund, Kan-

tonen und Gemeinden erhoben. Seit dem 1. Januar 1998 verzichtet der Bund auf die Kapitalbesteuerung von juristischen Personen, während die Kantone aufgrund des Steuerharmonisierungsgesetzes dazu verpflichtet sind. Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen sind, soweit ihre Einkünfte und Vermögenswerte ausschliesslich der beruflichen Vorsorge dienen, von den direkten Steuern des Bundes, der Kantone und der Gemeinden befreit. Bei Fusionen und Aufteilungen von Vorsorgeeinrichtungen fallen keine Gewinnsteuern an (Art. 80 Abs. 2 BVG).

- *Grundstückgewinnsteuer:* Die Steuerbegünstigung von Anlagestiftungen nach Art. 23 Abs. 1 StHG erstreckt sich grundsätzlich nicht auf die Grundstückgewinnsteuer. Nach Art. 23 Abs. 4 StHG unterliegen auch Anlagestiftungen zwingend der Grundstückgewinnsteuer. Dies bedeutet, dass durch Veräusserungen von Liegenschaften entstandene Mehrwerte nach Art. 80 Abs. 4 BVG mit der allgemeinen Gewinnsteuer (dualistisches System) oder mit einer Sondersteuer (monistisches System), meist „Grundstückgewinnsteuer“ genannt, belastet werden können. Ausser den Kantonen Bern, Basel-Landschaft, Basel-Stadt, Jura, Schwyz, Tessin, Uri und Zürich wenden alle Kantone das dualistische System an. Im Kanton Genf gelangt eine eigene, komplexe Praxis zur Anwendung (Frey & Dolder, 2019).
- *Handänderungssteuer:* Die Handänderungssteuer kann von Kantonen oder von Gemeinden erhoben werden. In manchen Kantonen verfügen die Gemeinden zwar über die Befugnis, eine Handänderungssteuer zu erheben, doch es besteht keine diesbezügliche Verpflichtung (Schweizerische Steuerkonferenz SSK, 2022, S. 3). Wie für die Grundstückgewinnsteuer gilt auch für die Handänderungssteuer, dass Anlagestiftungen nicht generell steuerbegünstigt sind. Das heisst, dass auch die Liegenschaften von Anlagestiftungen mit der Handänderungssteuer belastet werden können (Art. 80 Abs. 3 BVG). Aufgrund der fehlenden Regelung im Steuerharmonisierungsgesetz besteht jedoch keine zwingende Einforderung der Handänderungssteuer, sodass die Kantone Anlagestiftungen davon befreien können (Kriemler, 2020, S. 64).

Die Steuerpolitik der Kantone variiert teilweise sehr stark und führt infolgedessen auch zu einer unterschiedlichen Handhabung in Steuerfragen. Klarheit verschafft im Einzelfall ein Steuerruling. Ein solches kann auch als Vorbescheid bezeichnet werden. Dessen Zweck besteht darin, bei der zuständigen Steuerbehörde vorgängig eine verbindliche Steuerauskunft einzuholen und dadurch Rechtssicherheit hinsichtlich der betreffenden

Steuerfragen zu erlangen (Steueramt Kanton Zürich, 2024). Handhabung und Praxis unterscheiden sich beträchtlich von Kanton zu Kanton. Eine im Jahr 2019 durchgeführte Erhebung der Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen (KGAST) hat diesbezüglich ergeben, dass die Mehrheit der Kantone einen positiven oder zumindest einen teilweise positiven Steuerentscheid gewährt hatte, wie sich Abbildung 14 entnehmen lässt.

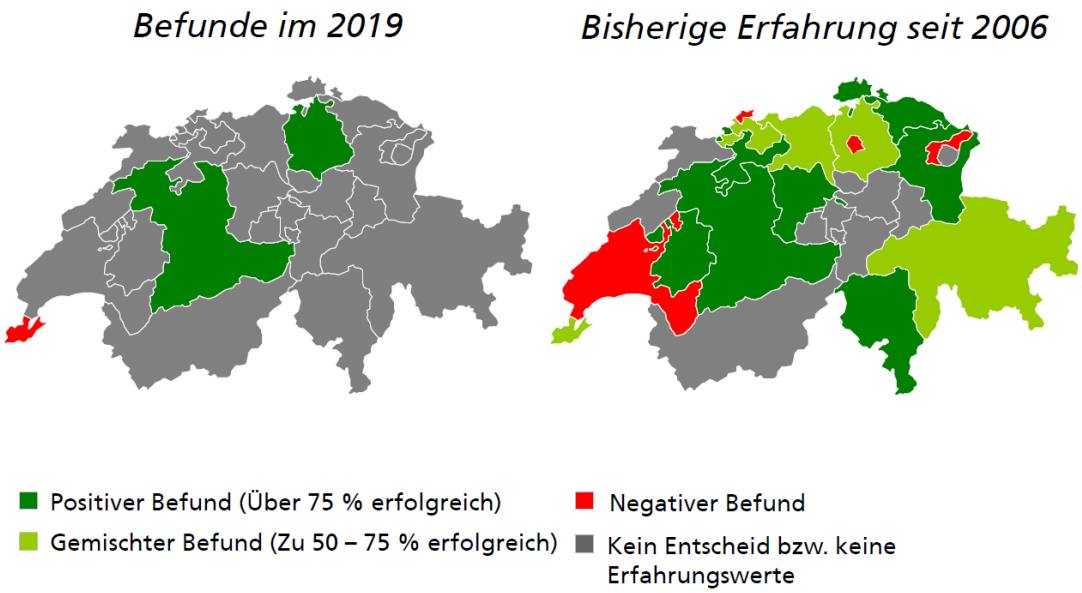


Abbildung 14: Steuerruling: Kantonsübersicht Steuerbefunde (Fäs & Barmettler, 2020, S. 9)

Somit lassen sich steuerrechtliche Gegebenheiten und allfällig daraus resultierende Steuerfolgen nicht grundsätzlich im Voraus beurteilen. Auch bei mehrfachen Transaktionen im selben Kanton können die Steuerbescheide unterschiedlich ausfallen.

6. Methode

Die in den vorangehenden Kapiteln vermittelten theoretischen Grundlagen zum Thema „Immobilienanlagen von Vorsorgeeinrichtungen“ und sollten einen Einblick in die für die vorliegende Arbeit relevanten Themenfelder bieten. Insbesondere sollte aufgezeigt werden, welche Bedürfnisse und Herausforderungen sich aufseiten von Vorsorgeeinrichtungen beim Umgang mit ihren Immobilienportfolios ergeben können. Vor diesem Hintergrund wird nachfolgend die empirische Untersuchung vorgestellt, in deren Rahmen die in Kapitel 1.2 aufgeführten Forschungsfragen geklärt werden sollten. Für die Untersuchung wurde ein Mixed-Methods-Design gewählt, das qualitative und quantitative Analysen kombinierte.

6.1 Qualitative Untersuchung

Zur Erhebung qualitativer Daten wurden Experteninterviews mit entscheidungsbefugten Vertretenden von ausgewählten Vorsorgeeinrichtungen, Pensionskassen und Anlagestiftungen geführt.

6.1.1 Stichprobe

Für eine Teilnahme an den Experteninterviews wurde nach Möglichkeit primär die Geschäftsführung, alternativ auch die für Immobilien verantwortliche Person angefragt. Die Kontaktaufnahme erfolgte per E-Mail oder Telefon. Für ein Gespräch stellten sich zum einen Vertretende von fünf Vorsorgeeinrichtungen bzw. Pensionskassen zur Verfügung, die den folgenden Kriterien entsprachen:

- Volumen Immobilien < CHF 300 Mio.,
- Direktbesitz von mehr als fünf Liegenschaften,
- Sacheinlage wurde durchgeführt oder ist geplant.

In allen Fällen wurde bei der Auswahl zudem darauf geachtet, dass die Immobilien vorwiegend zu Wohnzwecken genutzt werden. Zum anderen wurden Vertretende von zwei Anlagestiftungen befragt, wobei das Gespräch jeweils mit der für das Thema „Sacheinlagen“ zuständigen Person erfolgte. Die Anlagestiftungen wurden anhand der folgenden Kriterien ausgewählt:

- Anlagevermögen von mehr als CHF 2.5 Mia.,
- Portfolio mit landesweiter Diversifikation,
- überwiegend Wohnportfolios,
- Abwicklung von Sacheinlagen mit Pensionskassen in den letzten zwei Jahren.

Die Eckdaten der befragten Organisationen werden nachfolgend dargelegt.

Vorsorgeeinrichtung A

Erfolgte Sacheinlage im Umfang von 30 Liegenschaften mit einem Transaktionswert von CHF 230’000’000. Das übertragene Portfolio besteht überwiegend aus Liegenschaften mit dem Nutzungszweck „Wohnen“ in der Region Deutschschweiz mit Fokus auf der Nordwestschweiz und Zürich. Das Interview wurde von der Geschäftsführung gegeben.

Vorsorgeeinrichtung B

Erfolgte Sacheinlage im Umfang von fünf Liegenschaften mit einem Transaktionswert von CHF 120’000’000. Das übertragene Portfolio besteht überwiegend aus Liegenschaften mit dem Nutzungszweck „Wohnen“ in der Region Westschweiz. Das Interview wurde von der stellvertretenden Geschäftsführung und Leitung Immobilien gegeben.

Vorsorgeeinrichtung C

Laufende Sacheinlage im Umfang von zehn Liegenschaften mit einem Transaktionswert von CHF 50’000’000. Das übertragene Portfolio besteht überwiegend aus Liegenschaften mit dem Nutzungszweck „Wohnen“ in der Region Zentralschweiz. Das Interview wurde von der Geschäftsführung gegeben.

Pensionskasse D

Erfolgte Sacheinlage im Umfang von 20 Liegenschaften mit einem Transaktionswert von CHF 220’000’000. Das übertragene Portfolio besteht ausschliesslich aus Liegenschaften mit dem Nutzungszweck „Wohnen“ in der Region Basel-Stadt und Basel-Landschaft. Das Interview wurde von der Geschäftsführung gegeben.

Pensionskasse E

Erfolgte Sacheinlage im Umfang von drei Liegenschaften mit einem Transaktionswert von CHF 45’000’000. Das übertragene Portfolio besteht überwiegend aus Liegenschaften mit dem Nutzungszweck „Wohnen“ in den Regionen Zentralschweiz, Westschweiz und Nordwestschweiz. Das Interview wurde von der Leitung Immobilien gegeben.

Anlagestiftung A

Die Anlagestiftung verfügt über ein Gesamtvermögen von ca. CHF 3’900’000’000 und einen Immobilienbestand von 135 Liegenschaften. Der Nutzungszweck besteht überwiegend aus Wohnen und das Portfolio ist gesamtschweizerisch diversifiziert. Es besteht Offenheit für neue Anlegerinnen und Anleger und es werden regelmässig Kapitalerhöhungen vorgenommen.

Anlagestiftung B

Die Anlagestiftung verfügt über ein Gesamtvermögen von ca. CHF 2’700’000’000 und einen Immobilienbestand von 159 Liegenschaften. Der Nutzungszweck besteht überwiegend aus Wohnen und das Portfolio ist gesamtschweizerisch diversifiziert. Es besteht Offenheit für neue Anlegerinnen und Anleger und es werden regelmässig Kapitalerhöhungen vorgenommen.

6.1.2 Leitfadeninterviews

Die Interviews folgten einem Leitfaden, der den Befragten vorgängig nicht ausgehändigt worden war. Sie waren jedoch im Vorfeld über den Inhalt informiert worden. Angesichts der heterogenen Zusammensetzung der Stichprobe wurden zwei zielgruppenspezifisch adaptierte Versionen des Leitfadens erstellt. Die Version, auf deren Grundlage die Vertretenden der Vorsorgeeinrichtungen und der Pensionskassen befragt werden sollten, umfasste insgesamt 20 Fragen, die in vier Teile gegliedert wurden:

- Teil A: Fragen zum Portfolio,
- Teil B: Endogene Treiber,
- Teil C: Exogene Treiber,
- Teil D: Aspekte von Risiko und Performance.

Die Interviews erfolgten semistrukturiert, wobei die Fragen in den Teilen A bis C überwiegend offen formuliert worden waren, um inhaltlich möglichst substanzielle Aussagen zu erhalten. In Teil D wurden den Befragten anschliessend einzelne Aspekte vorgelegt, deren Gewicht sie auf einer vierstufigen Likert-Skala von 1 = „sehr relevant“ bis 4 = „nicht relevant“ einzuschätzen hatten. Die vollständige Version des Leitfadens ist in Anhang A.1 zu finden.

Der Leitfaden zur Befragung der Vertretenden von Anlagestiftungen fiel kürzer aus und umfasste lediglich zwei Teile:

- Teil A: Fragen zum Portfolio,
- Teil B: Sacheinlage.

Die beiden Teile beinhalteten insgesamt elf offene Fragen. Der Leitfaden kann in Anhang A.2 eingesehen werden.

Die Befragungen fanden im Zeitraum zwischen Juli und August 2024 statt und wurden im per Microsoft-Teams im Schweizer Dialekt geführt.

6.1.3 Datenaufbereitung und Datenauswertung

Im Anschluss an die Erhebungsphase wurden die Interviews transkribiert. Für die Zwecke der vorliegenden Arbeit erfolgte lediglich eine einfache stichwörtliche Transkription ohne Angabe para- und nonverbaler Äusserungen. Alle Gespräche wurden in die deutsche Standardsprache übertragen und sprachlich geglättet. Das heisst, dass abgebrochene Wörter, Wortwiederholungen ohne rhetorische Funktion oder Partikel wie „ähm“ oder „hm“ nicht festgehalten wurden (in Anlehnung an Dresing & Pehl, 2018, S. 21). Da die Aussagen teilweise geschäftsrelevante Informationen und Interna betrafen, wurden die Antworten der Befragten anonymisiert, indem sämtliche Namen durch Buchstaben ersetzt wurden. Die Gespräche waren aus denselben Gründen nicht aufgezeichnet worden. Die Transkripte wurden den Befragten auf Wunsch hin zur Freigabe vorgelegt.

Die Interviews wurden mittels der qualitativen Inhaltsanalyse nach Mayring (2022) ausgewertet, wobei die Form einer zusammenfassenden Analyse gewählt wurde. Zu diesem Zweck wurden die wesentlichen Inhalte zunächst stichwortartig verdichtet. Da die Antworten oftmals mehr als eine Aussage enthielten, was aufgrund der stets flüssigen Gesprächsführung auch beabsichtigt worden war, wurden die Aussagen teilweise zusammengefasst und anschliessend kategorisiert. Die Erstellung des Kategoriensystems erfolgte in einem ersten Schritt deduktiv, indem Oberkategorien aus den für die Klärung der Forschungsfragen relevanten Themenfeldern abgeleitet wurden. Mithilfe dieser Oberkategorien wurde das Datenmaterial grob strukturiert. In einem zweiten Schritt wurde das Kategoriensystem weiter ausdifferenziert, indem aus dem Datenmaterial in einem induktiven Vorgehen Unterkategorien gebildet wurden. Die finale Version des Kategoriensystems kann **Fehler! Verweisquelle konnte nicht gefunden werden.** e ntnommen werden.

Oberkategorien	**Unterkategorien**
Personal	Ressourcen Fachkompetenzen Stellvertretung Führung
Geschäftsführung	Operative Risiken Asset Liability Management Fokus Kernaufgaben
Portfoliostruktur	Diversifikation Lage Zustand Sanierungsbedarf
Finanzen	Ausgabekommission Flexibilität Cashflow Liquidität Benchmarking

Regulatorische Aspekte	Nachhaltigkeit ESG Regulator Strukturen Quoten
Anlegerinnen und Anleger	Liquidität Anteilscheine Outsourcing Bedürfnisse

Tabelle 1: Kategoriensystem

Insgesamt konnten 75 Aussagen einer Kategorie zugewiesen werden. Eine Übersicht über die pro Kategorie erfassten Aussagen findet sich in Anhang B.

6.2 Quantitative Untersuchung

Zur Ergänzung der qualitativen Daten wurden statistische Kennzahlen beigezogen. Die quantitativ ausgewerteten Daten stammten grösstenteils aus den publizierten Geschäftsberichten von Pensionskassen und Anlagestiftungen sowie dem KGAST Immo-Index und bezogen sich auf den Zeitraum zwischen 2019 und 2023. Für die Berechnung der Kennzahlen wurden teilweise ergänzende Unterlagen direkt von den betreffenden Organisationen angefordert. Zusätzlich wurden mithilfe des digitalen Datenportals „Alphaprop“ Vergleichsdaten und Benchmarks recherchiert und analysiert. Die Basis für die Berechnungen und die Darstellung der Kennzahlen bildeten die diesbezüglichen Richtlinien der Asset Manager Association Switzerland (AMAS, 2022). Da die Kennzahlen hinsichtlich ihres Umfangs, ihrer Qualität und ihrer Verfügbarkeit teilweise sehr unterschiedlich ausgefallen waren, musste teilweise auf aggregierte Daten zurückgegriffen werden.

7. Ergebnisse

7.1 Interviewanalysen

In der Auswertung der Interviews konnten mehrere Haupttreiber identifiziert werden, die hinter der Durchführung einer Sacheinlage stehen können. Es stellte sich heraus, dass von allen Befragten mindestens drei der nachstehenden Themenfelder als relevante Auslöser für den Ausstieg aus direkten Immobilienanlagen bezeichnet worden waren. Die Reihenfolge der Darstellung orientiert sich an den zur Analyse gebildeten Oberkategorien aus Tabelle 1.

a) Personelle Aspekte

Die Befragten hielten alle übereinstimmend fest, dass personelle Faktoren eine zentrale Rolle in der Beurteilung der Thematik einnähmen. Einerseits wurden personelle Veränderungen wie Austritte und Pensionierungen als Hauptauslöser für den zukünftigen Verzicht auf direkte Immobilienanlagen und somit zur Durchführung einer Sacheinlage genannt, andererseits wurde in allen Fällen darauf hingewiesen, dass die Aneignung und der Erhalt von immobilienspezifischem Fachwissen zu einer immer grösseren Herausforderung geworden sei. Diese ergebe sich insbesondere infolge der sich zunehmend professionalisierenden Immobilienbranche und der damit einhergehenden Erhöhung der Komplexität in der gesamtheitlichen Verwaltung von Immobilien. Als weitere Herausforderung wurden auch die Führung und die Überwachung der internen Immobilienabteilung genannt. Insbesondere bei kleineren Organisationen werde dies zunehmend zu einem problematischen Punkt. Nicht im Fokus der Interviewten stand dagegen das Anstreben einer Reduktion des Personalbestands oder der Kosten. Die durch den Wegfall der Immobilienverwaltung frei gewordenen Kapazitäten wurden anderweitig in der Organisation eingesetzt und leisten dadurch einen Beitrag zur Fokussierung auf das Kerngeschäft.

b) Strategie, Management und Risiken

Nach einer Phase des Wachstums beabsichtigen die untersuchten Organisationen mehrheitlich eine Verlagerung zu den eigentlichen Kernkompetenzen einer Vorsorgeeinrichtung, das heisst eine Fokussierung auf die klassische Vermögensverwaltung. Dadurch können mit Blick auf die Immobilienverwaltung insbesondere die operativen Risiken minimiert bzw. vollständig ausgelagert werden. Durch die Sacheinlage geht das Eigentum am Immobilienportfolio auf eine Anlagestiftung über, der in der Folge auch die Identifikation, die Beurteilung und die Bewältigung der Risiken obliegen. Im Zusammenhang mit der Durchführung der Sacheinlage berichteten die Interviewten auch von

einer Anpassung der Anlagestrategie. Des Weiteren liess sich feststellen, dass die Transaktionen ausnahmslos durch externe Beratende begleitet worden waren. Genannt wurden dabei insbesondere der Prozess der Ausschreibung und die Vermittlung von teilweise auch persönlichen Kontakten zu Anlagestiftungen.

c) Portfoliostruktur

Bei der Betrachtung der Portfoliostrukturen der befragten Vorsorgeeinrichtungen zeigte sich, dass diese meist historisch gewachsen sind und eine geografische Nähe zur Ursprungsregion der Vorsorgeeinrichtung aufweisen. Insbesondere bei Pensionskassen, die auf eine Unternehmung des sekundären Sektors zurückgehen und Produktionsstätten betreiben oder betrieben haben, ist dieses Merkmal stark ausgeprägt. Gemäss den Aussagen der befragten Personen fehlt in diesen Fällen eine ausreichende Diversifikation in Bezug auf Lage und Nutzungssegment. Ein historisches Wachstum von Portfolios ist ein Indikator für einen in der Tendenz älteren Immobilienbestand und folglich auch für einen Bestand mit einem erhöhten Sanierungsbedarf. Die Planung und die Realisierung von Sanierungsprojekten stellen allen Befragten zufolge eine „Spezialdisziplin“ dar, die externe Begleitung erfordere. Auch in diesem Zusammenhang erhofften sie sich Abhilfe durch eine Sacheinlage, welche die Delegation dieses Bereichs zur Folge hatte. Eine Diversifikation erfolgt automatisch durch das Volumen der Anlagestiftung und bedarf nach Abschluss der Einlage keiner weiteren Aufmerksamkeit. Die Verbesserung der Diversifikation wird lediglich durch die Selektion des Anlageprodukts gesteuert und bei den Befragten primär nach dem Volumen und der vorhandenen Portfolioverteilung qualifiziert.

d) Finanzielle Aspekte

Hinsichtlich der finanziellen Ansprüche der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen liess sich das Bedürfnis nach einer Stabilisierung des Cashflows als gewichtiger finanzieller Treiber identifizieren. Die diesbezüglichen Überlegungen zielen auf eine Stabilisierung durch das Volumen ab. So können Liquiditätsausfälle infolge von Bau- und Sanierungsprojekten oder aufgrund von Mietzinsausfällen besser verteilt werden und fallen bei den einzelnen Anlegerinnen und Anlegern folglich weniger ins Gewicht. Die entsprechenden Kennzahlen sind in den Geschäftsberichten ersichtlich und erleichtern die Liquiditätsplanung gemäss den Aussagen der Befragten. Mit der Durchführung einer Sacheinlage erfolgt eine Umwandlung von Immobilien mit einzelnen Anlagewerten in Millionenhöhe in Anteilscheine von Anlagestiftungen mit einem Nennwert von einigen Tausend Franken. Zusätzlich besteht der Vorteil eines Einstiegs mit dem gesamten Port-

foliovolumen in ein Anlagegefäss, ohne dass eine Zwischenanlage der Mittel notwendig wird. Je nach Zinslage könnten die Erträge einer solchen Zwischenanlage durchaus auch negativ ausfallen und die Performance belasten. Auch bleibt die Immobilienquote unverändert und es besteht kein Risiko für einen potenziellen Verstoss gegen die Anlagerichtlinien oder die aktuelle Anlagestrategie hinsichtlich Liquiditätsanteil oder Immobilienquote. Durch diesen Umstand ergeben sich für die Anlegerinnen und Anleger eine erhöhte Liquidität und eine optimierte Anlageflexibilität im Vergleich zur Situation vor der Sacheinlage. Dieser Zustand wurde von allen Befragten einheitlich als stark wünschenswert bezeichnet. Als weiterer Vorteil wurde von den volumenstarken Vorsorgeeinrichtungen angefügt, dass die Transaktionskosten durch eine Sacheinlage verbessert werden konnten. Die erfolgte einerseits durch steuerliche Optimierungen und den Wegfall von Gebühren, andererseits auch durch den Umstand, dass bei einer Sacheinlage im Gegensatz zu einer Bareinlage die Ausgabekommission der Anlagestiftung entfällt. Die Befragten der Anlagestiftungen stimmten diesem Punkt einstimmig zu und positionierten sich dadurch eher zugunsten einer Sacheinlage. Von einer befragten Person wurde des Weiteren festgehalten, dass Verhandlungen über Fremdkapitalkosten durch Volumen und Know-how bei grösseren Gefässen wie einer Anlagestiftung bedeutend besser geführt werden könnten, weshalb die Fremdkapitalkosten im Mittel tiefer ausfallen würden.

e) Gesetzliches und regulatorisches Umfeld

Einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf alle Überlegungen im Zusammenhang mit der Verwaltung von direkten Immobilienanlagen hat das Thema „Nachhaltigkeit“. Die Befragen massen dem Thema eine stark wachsende Bedeutung bei und waren sich bewusst, dass auch Immobilienanlagen vermehrt unter dem ESG-Fokus betrachtet werden. Es wurde konstatiert, dass ein Bewusstsein für das Thema vorhanden sei, die Umsetzung aber, insbesondere wenn diese intern erfolgen solle, ein hohes Mass an Fachkompetenzen erfordere. Für den Aufbau einer internen Kompetenzstelle erachteten alle Befragten ihre Organisationen als zu klein. Infolgedessen muss nach Lösungen zur Externalisierung gesucht werden. Parallel dazu hielten die Befragten fest, dass sich auch im regulatorischen Bereich noch einiges verändern werde (FINMA, Datenschutz, EU-Richtlinien), was zu einem erhöhten Aufwand führen werde. Auch diesbezüglich erhofften sie sich eine Entlastung durch den Ausstieg aus dem Immobiliendirektbesitz. Die in die Stichprobe einbezogenen Anlagestiftungen sehen sich gemäss der Einschätzung der befragten Vertretenden beide in der Lage, mit diesen Schwerpunkthemen effizient umgehen zu können.

7.2 Analyse der Kennzahlen von Referenzportfolios

Als Ergänzung zu den Experteninterviews wurden die Kennzahlen einer Auswahl von Portfolios erhoben, analysiert und verglichen. Der Vergleich sollte zeigen, ob sich die Erwartungen der investierenden Vorsorgeeinrichtungen bezüglich Rendite erfüllen lassen. In den Interviews hatten die Befragten eine Bandbreite von drei bis vier Prozent für die Zielnettorendite für ihre direkten Immobilienanlagen genannt. Die von den fünf Vorsorgeeinrichtungen und den beiden Anlagestiftungen im Zeitraum von fünf Jahren tatsächlich erzielten gemittelten Brutto- und Nettorenditen werden in Abbildung 15 dargestellt.

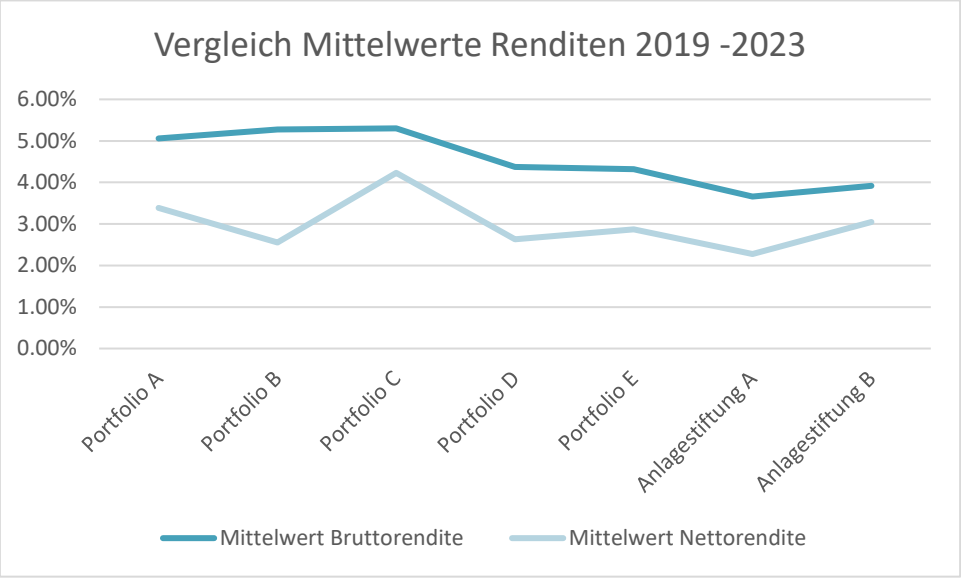


Abbildung 15: Durchschnittliche Brutto- und Nettorenditen der untersuchten Pensionskassen, Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen 2019–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte)

Bei der Analyse der Kennzahlen liess sich feststellen, dass die Renditen der Anlagestiftungen tendenziell etwas tiefer ausgefallen waren als diejenigen der direkt gehaltenen Immobilienportfolios. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass die durchschnittlichen Diskontsätze der Vorsorgeeinrichtungen teilweise wesentlich höher ausgefallen waren als diejenigen der Anlagestiftungen. In der Konsequenz führte dies zu einem höheren Bewertungsresultat und somit auch zu einem höheren Anlagewert. Da der Anlagewert für die Berechnung der Renditekennzahlen eine der relevanten Grössen darstellt, ist der Einfluss entsprechend hoch. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich dadurch mindestens ein Teil der Abweichungen zwischen den Konstrukten erklären lässt. Entsprechend ist bei einen Direktvergleich der Renditekennzahlen eine gewisse Vorsicht geboten. Es müssen stets auch die Diskontsätze miteinbezogen werden. In Abbildung 16 wird deren Entwicklung im analysierten Zeitraum zwischen 2019 und 2023 nachgezeichnet.

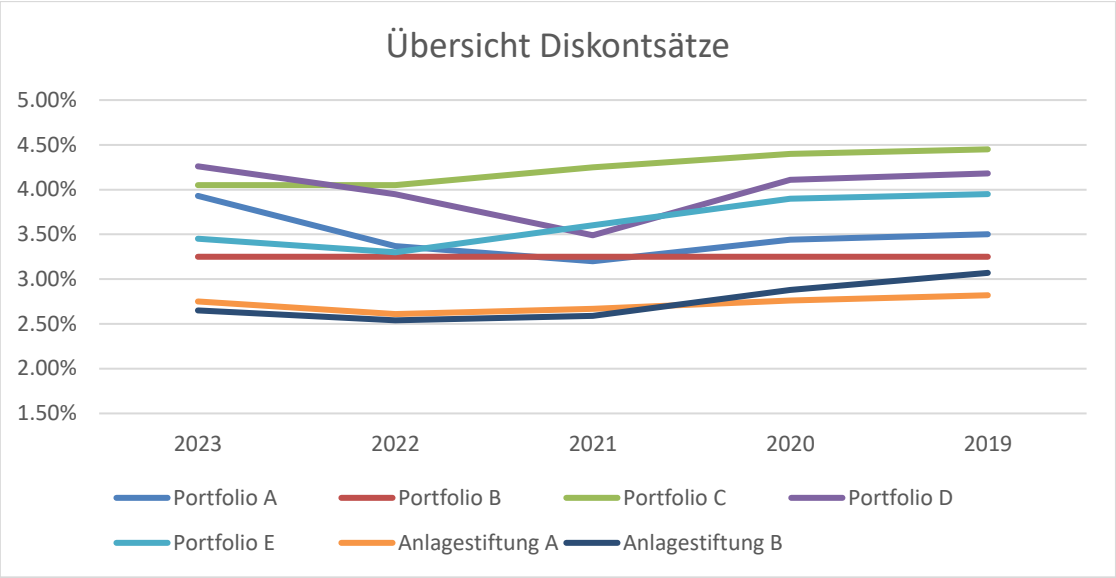


Abbildung 16: Entwicklung der Diskontsätze der untersuchten Pensionskassen, Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen 2019–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte)

Mögliche Erklärungen für die Diskrepanz in den durchschnittlichen Diskontsätzen lassen sich in den Portfoliostrukturen sowie in der unterschiedlichen Bewertungspraxis finden. Es dürfte davon auszugehen sein, dass sich hinsichtlich der Bewertungspraxis insbesondere dadurch Unterschiede ergeben können, dass der Wunsch nach Aufwertungen bei Anlagestiftungen stärker ausgeprägt ist als bei Vorsorgeeinrichtungen. Der Grund dafür dürfte darin bestehen, dass Anlagestiftungen stärker an ihrer Performance gemessen werden. Auch die aufgrund des historischen Wachstums eines Portfolios gegebene, im Durchschnitt längere Haltedauer der Immobilien zeigt Auswirkungen auf die angewendeten Diskontsätze.

Die schwankenden und generell ausgeprägteren Differenzen zwischen Brutto- und Nettorenditen könnten sich auch auf Unterschiede in der Handhabung der Kostenverbuchung, insbesondere bei Instandsetzungen und Sanierungen, zurückführen lassen. Bei direkten Portfolios von Vorsorgeeinrichtungen erfolgt die Belastung in der Tendenz über die Liegenschaftsrechnung und nicht wie bei Anlagestiftungen über ausgelagerte Investitionsprojekte.

Bei der Einordung dieser Befunde und Überlegungen gilt es zu beachten, dass sie sich auf eine Auswahl von Portfolios und Anlagestiftungen beziehen. Die Selektion erfolgte auf der Basis der Datenverfügbarkeit. Zu Vergleichszwecken zeigt Abbildung 17 die durchschnittliche Nettorendite der in KGAST zusammengeschlossenen Anlagestiftungen für den Zeitraum seit 2018.

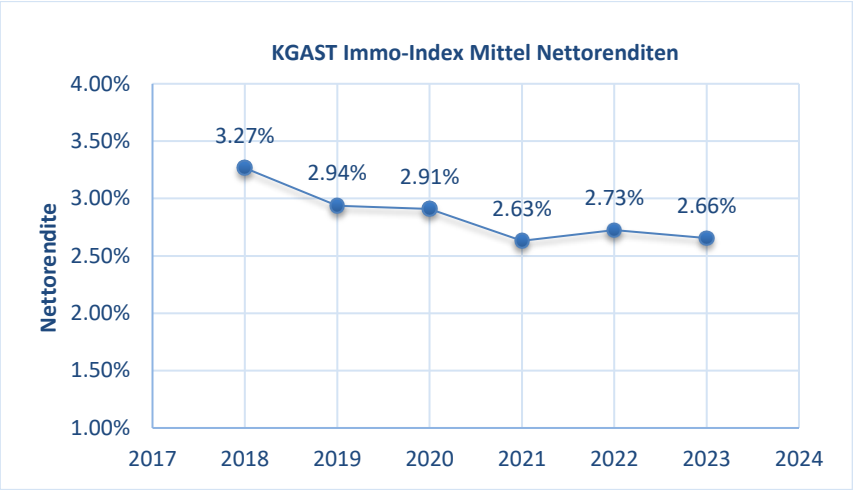


Abbildung 17: Entwicklung der Nettorenditen Anlagestiftungen 2018–2023 (Daten: Alphaprop, 2024; KGAST Immo-Index 2018–2024)

Auch bei der Betrachtung des Verlaufs in Abbildung 17 lässt sich feststellen, dass die Nettorenditen des KGAST Immo-Index wiederum leicht tiefer ausfallen als diejenigen der im Rahmen der vorliegenden Arbeit betrachteten Einzelportfolios in Direktanlagen. Auch hier liegt die Vermutung nahe, dass sich die Renditeunterschiede durch die unterschiedlichen Bewertungsgrundlagen erklären lassen. Im untersuchten Zeitraum lag der gewichtete Durchschnittdiskontsatz über alle Anlagestiftungen hinweg bei 3.07 Prozent (Alphaprop, 2024), wie Abbildung 18 aufzeigt.

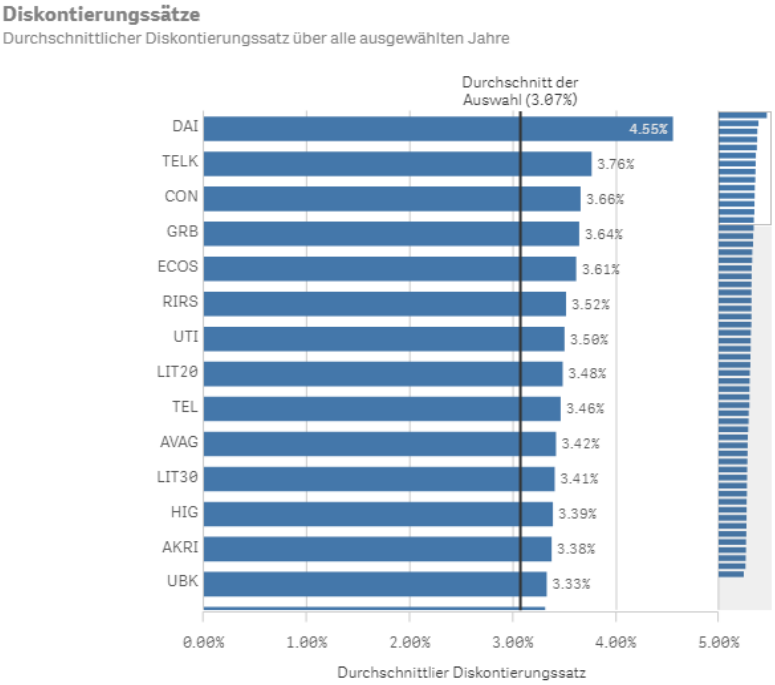


Abbildung 18: Durchschnittliche Diskontsätze Anlagestiftungen 2017–2024 (Daten: Alphaprop, 2024; Geschäftsberichte Anlagestiftungen KGAST, Erstellung: Alphaprop)

Das Beispiel in Abbildung 19 zeigt in vereinfachter Form auf, wie stark sich Anpassungen des Diskont- oder Kapitalisierungssatzes auf den Wert auswirken. Je tiefer die Prozentsätze sind, desto höher fällt die Wertschwankung bei Veränderungen aus.

Diskontsatz	Ertrag	Wert		Sensitivität bei 0.25%	
				(+) 0.25%	(-) 0.25%
2.00%	100'000.00	5'000'000.00		4'444'444.00	5'714'285.00
3.00%	100'000.00	3'333'333.00		3'076'923.00	3'636'363.00
4.00%	100'000.00	2'500'000.00		2'352'941.00	2'666'666.00

Abbildung 19: Zusammenhang zwischen Diskontsatz und Wert bei Immobilien

Die Verwendung unterschiedlicher Diskontsätze führt diesen Überlegungen zufolge somit zu einer Verzerrung der relevanten Kennzahlen und erschwert den Vergleich zwischen verschiedenen Immobilienportfolios. Um fundierte Entscheidungen zu treffen, müssen deshalb nicht nur die Brutto- und Nettorenditen, sondern auch die zugrunde liegenden Diskontsätze und die damit verbundenen Risiken berücksichtigt werden. Ein Vergleich von Renditen sollte daher im besten Fall mit einem einheitlichen Diskontsatz erfolgen.

8. Zusammenfassung und Ausblick

8.1 Fazit und Erkenntnisse

Basierend auf der qualitativen Auswertung der Experteninterviews und den analysierten Portfoliokennzahlen konnten in der vorliegenden Arbeit verschiedene Erkenntnisse im Hinblick auf die Durchführung von Sacheinlagen gewonnen werden. Insbesondere die Treiber der Anlegerinnen und Anleger, deren Bedürfnisse und die in diesem Zusammenhang geäusserten Überlegungen konnten näher betrachtet und zusammengefasst werden. Es konnte festgestellt werden, dass erste Überlegungen hinsichtlich der Durchführung einer Sacheinlage hauptsächlich von internen Ereignissen angestossen worden waren. Dazu gehörten insbesondere Themen wie Personalressourcen, Erhalt und Ausbau von Fachkompetenzen, Nachfolgeregelungen, Personalführung und Prozessoptimierungen. Kleinere Organisation haben oftmals keine strukturierten Prozesse für das Management ihrer Immobilien implementiert. Auch eine systematische Planung der Investitionen gestaltet sich häufig als aufwendig, es fehlen Hilfsmittel und Routine. Insbesondere die Durchführung von umfassenden Sanierungs- oder Repositionierungsprojekten stellt für kleinere Organisationen eine Herausforderung dar. Rein finanzielle Faktoren werden im Gegensatz dazu weniger stark gewichtet. So wurden gemäss den Aussagen der interviewten Personen keine Sacheinlagen aufgrund reiner Renditeüberlegungen durchgeführt. Die im Zuge der Befragungen genannten Zielrenditen liegen in einer Bandbreite von drei bis vier Prozent und konnten auch nach der Durchführung der Sacheinlage erreicht werden. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass ein präziser Vergleich zwischen der Performance vor und der Performance nach Transformation der Anlageform nicht ohne Weiteres möglich ist. Zum einen existiert keine Abstimmung in Bezug auf Kennzahlen und Buchführungspraxis und zum anderen fehlen einheitliche Bewertungsgrundsätze, insbesondere bei der Festlegung der Diskontsätze. Auch die Anstrebung einer internen Kostenreduktion konnte in den Interviews nicht als Treiber identifiziert werden. Eine einheitliche Einschätzung liess sich hingegen im Hinblick auf die Diversifikation ausmachen. Eine Sacheinlage in einem volumenintensiveren Anlagegefäss wie einer Anlagestiftung führte im untersuchten Kontext immer zu einer Verbesserung der Diversifikation. Besonders bei historisch gewachsenen Portfolios lässt sich der Effekt in ausgeprägter Form feststellen.

Auf der Grundlage dieser Ergebnisse können die in Kapitel 1.2 dargelegten Forschungsfragen wie folgt beantwortet werden:

Forschungsfrage 1: Was sind die Beweggründe und Auslöser der Anlegerinnen und Anleger für die Durchführung einer Sacheinlage?

Es konnte festgestellt werden, dass die Auslöser mehrheitlich in einzelnen Ereignissen oder neu gewonnenen Erkenntnissen liegen. Diese können sich beispielsweise auf personelle Veränderungen oder Strukturanpassungen innerhalb der Organisation beziehen. Auch die Notwendigkeit von grösseren Projekten oder Investitionen, die mit den vorhandenen Ressourcen nicht umgesetzt werden können, wurden als Treiber identifiziert. Des Weiteren kann festgehalten werden, dass die Auslöser nicht auf langjährige Planungsprozesse zurückzuführen sind, sondern eher unangekündigt und endogen erfolgen.

Forschungsfrage 2: Welche Faktoren sind bei der Entscheidungsfindung besonders relevant?

Bei der Entscheidungsfindung der Anlegerinnen und Anleger lagen verschiedene Aspekte im Fokus. So wurden interne strukturelle Defizite als primäre Gründe für die Entscheidung identifiziert. In diesem Zusammenhang wurden aber auch noch weitere Aspekte miteinbezogen, beispielsweise eine Verbesserung der Diversifikation oder eine Erhöhung der Liquidität.

Forschungsfrage 3: Können Anlagestiftungen zur Erreichung der Ziele beitragen und einen Beitrag zu Verbesserung der Performance leisten oder Risiken minimieren?

Als Risiken in Bezug auf die Verwaltung von Immobiliendirektanlagen wurden von den Befragten insbesondere operative Risiken aufgeführt. Diese liegen insbesondere in den Bereichen von Personalressourcen, Fachkompetenz, Stellvertretung und Führung und haben Auswirkungen auf den gesamten Prozess der Verwaltung der Immobilienanlagen. Durch die professionelle Organisation der Anlagestiftungen können diese Risiken minimiert werden.

8.2 Kritische Würdigung

Mit Blick auf die Interpretation der Ergebnisse und die Aussagekraft der dargelegten Erkenntnisse gilt es einschränkend festzuhalten, dass für einen tiefergehenden und entsprechend präziseren Vergleich der Kennzahlen neben den Geschäftsberichten auch die einzelnen Liegenschaftsabrechnungen inklusive Detail herangezogen werden müssten. Auf diese Weise könnte sichergestellt werden, dass die Kosten, insbesondere für Instandsetzungen und aufgrund von Ertragsausfällen bei Sanierungen, überall nach dem gleichen Prinzip verbucht werden. Gegebenenfalls müssten die einzelnen Berichtsjahre in diesen Positionen geglättet werden. Auch die Bewertungsgrundlagen und die Praxis der Bewertenden müssten genauer betrachtet werden. Wie in Kapitel 7.2 erläutert wur-

de, hat die Zusammensetzung des Diskontsatzes einen beträchtlichen Einfluss auf die Anlagewerte und somit auch auf die Renditekennzahlen. Das Gleiche gilt für die Festlegung der Mietzinsen. Des Weiteren hat auch die regionale Verteilung der Liegenschaften einen Einfluss auf die Renditen der Portfolios und müsste in weiterführenden Analysen entsprechend gewichtet werden.

Um die Immobilienstrategie der untersuchten Vorsorgeeinrichtungen besser verstehen zu können, müssten auch die einzelnen Anlagestrategien näher betrachtet werden. So können weitere Rückschlüsse hinsichtlich der jeweils ausschlaggebenden Entscheidungsgrundlagen gezogen werden. Möglicherweise existieren weitere Gründe für die Reduktion von direktem Immobilienbesitz, die im Rahmen der Befragungen nicht dargelegt wurden. Um weitere Hinweise zu diesem Punkt in Erfahrung zu bringen, wäre gegebenenfalls der Interviewleitfaden entsprechend anzupassen. Ein weiterer Aspekt, der in einer weiterführenden Untersuchung aufgegriffen werden könnte, ist der Einfluss des aktuellen Transaktionsmarkts auf die Entscheidungsfindung von Vorsorgeeinrichtungen und Anlagestiftungen. Auch die Wachstumsstrategie von Anlagestiftungen könnte sich als Preistreiber für die Sacheinlagen und somit zugunsten der Vorsorgeeinrichtungen herausstellen.

8.3 Implikationen für die Praxis und Ausblick

Aufgrund der laufenden Professionalisierung des Immobiliensektors und der stetig wachsenden Anforderungen an die Immobilieneigentümerinnen und Immobilieneigentümer wird die Betreuung eines Immobilienportfolios immer mehr zu einer Spezialdisziplin. Konnte in den vergangenen Jahrzenten fortlaufend von Wertsteigerungen aufgrund von Nachfrage, Konjunktur und Zinssenkungen profitiert werden, verlangt das heutige Marktumfeld ein aktiveres Management sowie substanzielle Fachkompetenzen im Umgang mit Immobilien. Neben den klassischen ökonomischen Betrachtungen von Rendite und Wertsteigerung aus der Vergangenheit nehmen Themenfelder wie Nachhaltigkeitsfragen, Compliance, Datenschutz und regulatorische Anforderungen laufend an Bedeutung zu. Dies führt dazu, dass sich insbesondere Vorsorgeeinrichtungen mit kleineren Immobilienportfolios vermehrt die Frage stellen müssen, ob sie die Fähigkeit besitzen, die heute notwendigen Fachkompetenzen für die Verwaltung ihrer direkten Immobilienanlagen intern zu etablieren und diese Kompetenzen auch langfristig zu sichern. Dies beinhaltet auch den Einsatz von adäquaten personellen Ressourcen für Stellvertretungen und laufende Weiterbildung der Mitarbeitenden. Hinsichtlich der Führungsstrukturen muss sichergestellt sein, dass das Immobilienpersonal nicht nur hierar-

chisch, sondern auch fachlich bestmöglich geführt werden kann. Können die für die Immobilienverwaltung erforderlichen umfassenden Dienstleistungen nicht oder nur teilweise intern erbracht werden, sollte eine vertiefte Prüfung der Option „Sacheinlage“ erfolgen. Insbesondere gilt es abzuwägen, ob die derzeitige Organisation überhaupt in der Lage ist, die notwenigen Fachkompetenzen aufzubauen, und ob die voraussichtlichen Kosten dafür in einer angemessenen Relation zu den übrigen Vermögensveraltungskosten stehen.

In Anbetracht der eingangs genannten Entwicklungen im Immobiliensektor dürfte davon auszugehen sein, dass sich immer mehr kleinere Vorsorgeeinrichtungen mit der Thematik werden auseinandersetzen müssen. Dabei wird insbesondere die Frage nach dem Einsatz der Personalressourcen und deren Führung von zentraler Bedeutung sein. Entscheidet sich eine Vorsorgeeinrichtung für einen verstärkten Fokus auf ihre Kerntätigkeit, namentlich die Vermögensverwaltung, dürfte ein Ausstieg aus der direkten Immobilienanlage den Erkenntnissen der vorliegenden Arbeit zufolge immer wahrscheinlicher werden.

Literaturverzeichnis

Alphaprop AG (2024). *Alphaprop Version 1.9* [zugangsgeschütztes Online-Datenportal]. Gefunden unter https://apps.novalytica.com/sense/app/6f606cb9-c0eb-4426-806f-26e1813e098e/overview

AON (2024). *Asset & Liability Management.* Gefunden unter https://www.aon.com/switzerland/de/human-resources/pension-services/investment-consulting/asset-liability-management

Asset Management Association Switzerland AMAS (2022). *Fachinformation Kennzahlen von Immobilienfonds.* Basel: Autor.

Barnert, T., Herrling, E., Lüpertz, V., Schmidt, M. & Zahner, D. (2019). *Finanzmanagement und Allfinanz.* 7. Auflage. Haan-Gruiten: Europa-Lehrmittel.

Bundesamt für Sozialversicherungen BSV (2023). *Die Geschichte der AHV.* Bern: Autor.

Bundesamt für Sozialversicherungen BSV (2024). *Organisation und Finanzierung der beruflichen Vorsorge.* Gefunden unter https://www.bsv.admin.ch/bsv/de/home/sozialversicherungen/bv/grundlagen-und-gesetze/grundlagen/organisation-und-finanzierung.html

Bundesamt für Statistik BFS (2018). *Die berufliche Vorsorge in der Schweiz. Kennzahlen der Pensionskassenstatistik 2012–2016.* Neuchâtel: Autor.

Bundesamt für Statistik BFS (2023). *Pensionskassenstatistik. Kennzahlen 2018–2022.* Neuchâtel: Autor.

Dresing, T. & Pehl, T. (2018). *Praxisbuch Interview, Transkription & Analyse. Anleitungen und Regelsysteme für qualitativ Forschende*. 8. Auflage. Marburg: Autor.

Duckeck, M. (2023). *Anlageportfolios – kennen Sie Harry Markowitz?* Gefunden unter https://www.zkb.ch/de/blog/themen/anlageportfolios-harry-markowitz.html

Fäs, U. & Barmettler, M. (2020). *Auswertung der Umfrage von Immobilien Sacheinlagen-Transaktionen bei KGAST Mitgliedern.* Zürich: Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen.

Frey, C. & Dolder, M. (2019). Besteuerung von Grundstückgewinnen bei Vorsorgeeinrichtungen. *Steuer Revue*. 2019 (7–8), 516–534.

Geltner, D., Miller, N., Clayton, J. & Eichholtz, P. (2014). *Commercial Real Estate. Analysis and Investments*. 2. Auflage. Cincinnati: Thomson South-Western.

Gerber, S. (2023, 13. Juli). Pensionskassen: Ausser Rand und Ziel-Band bei Immobilien. *finews.ch.* Gefunden unter https://www.finews.ch/news/banken/58238-pensionskassen-immobilien-quote-ueberschritten-korrektur-verkaufen

Gondring, H. & Wagner, T. (2016). *Real Estate Asset Management. Handbuch für Studium und Praxis*. 2., vollständig überarbeitete Auflage. München: Vahlen.

Helvetia Versicherungen. (2024). *Das drei Säulen Prinzip. So funktioniert die Altersvorsorge in der Schweiz.* Gefunden unter https://www.helvetia.com/ch/web/de/privatkunden/ratgeber/vorsorge/3-saeulen-prinzip.html

Konferenz der Geschäftsführer von Anlagestiftungen KGAST (2024). *KGAST-Richtline Nr. 1. Berechnung und Publikation der Kennzahlen von direkt in der Schweiz investierenden Immobilien-Anlagegruppen*. Zürich: Autor.

Kriemler, R. (2019). *Anlagevorschriften der Anlagestiftungen.* Zürich: Schulthess.

Kriemler, R. (2020). Steuern und Abgaben bei Anlagestiftungen. Komplexe Steuerfragen trotz Befreiung der Anlagestiftungsvermögen von den direkten Steuern. *Expert Focus.* 2020 (1–2), 63–66.

Kupper Staub, V. (2024). *Oberaufsichtskommission Berufliche Vorsorge OAK BV.* Gefunden unter https://www.oak-bv.admin.ch/de/oak-startseite

Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952 (1), 77–91.

Mayring, P. (2022). *Qualitative Inhaltsanalyse. Grundlagen und Techniken*. 13., überarbeitete Auflage. Weinheim: Beltz.

Meins, E. & Burkhard, H. (2014). *Nachhaltigkeit und Risiken bei Immobilieninvestitionen.* Zürich: Verlag Neue Zürcher Zeitung.

Schweizerische Steuerkonferenz SSK (2022). *Steuerinformationen Handänderungssteuer*. Bern: Eidgenössische Steuerverwaltung.

Schweizerische Vereinigung kantonaler Grundstückbewertungsexperten SVKG (2012). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch*. 4., überarbeitete und erweiterte Auflage. Aarau: Sekretariat SVKG.

Steueramt Kanton Zürich (2024). *Steuervorbescheid beantragen.* Gefunden unter https://www.zh.ch/de/steuern-finanzen/steuern/steuern-juristische-personen/steuerwissen-juristische-personen/steuervorbescheid-beantragen.html

Swisscanto (2023). *Schweizer Pensionskassenstudie 2023. Kommentierte Ergebnisse.* Zürich: Zürcher Kantonalbank.

Swiss Life Asset Management (ohne Datum). *Infoblatt zum Modul Asset Liability Management.* Gefunden unter https://www.swisslife.ch/content/dam/ch/dokumente/de/unternehmen/infoblatt_u/infoblatt_asset_liability_management_de.pdf

Swiss Prime Site Anlagestiftung (2024). *Informationen.* Gefunden unter https://www.swiss-prime-anlagestiftung.ch/anlagegruppen/spa-immobilien-schweiz/informationen/

Swiss Prime Site Solutions (2024a). *Akara Swiss Diversity Property Fund PK. Fondsvertrag mit Anhang vom 9. Januar 2024*. Zug: Autor.

Swiss Prime Site Solutions (2024b). *Akara Swiss Diversity Property Fund PK: Fund Facts*. Gefunden unter https://spssolutions.swiss/dienstleistungen/akara-swiss-diversity-property-fund-pk/

Swiss Prime Site Solutions (2024c). *Akara Swiss Diversity Property Fund PK: Halbjahresberichte und Jahresberichte*. Gefunden unter https://spssolutions.swiss/dienstleistungen/akara-swiss-diversity-property-fund-pk/#c1797

Thomas, M. & Wellner, K. (2007). Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle. In K.-W., Schulte & M., Thomas (Hrsg.). *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement* (S. 83–106). Köln: Müller.

Trübestein, M. (2015). *Real Estate Asset Management.* Zug: Springer Gabler.

Vogel, A. & Günter, M. (2015). Immobilien und immobilienbezogene Rechte als Objekte einer Vermögensübertragung. *AJP/PJA.* 2015 (7), 1026–1048.

Waltert, F. (2022). *In Immobilien investieren. Attraktive Anlagechancen nutzen.* Gefunden unter https://www.credit-suisse.com/ch/de/articles/private-banking/in-immobilien-investieren-attraktive-anlagechancen-nutzen-202008.html

Anhang

Anhang A: Interviewleitfäden

Anhang A.1: Leitfaden Experteninterview mit Vertretenden von Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen

Befragt: XXX am XX.XX.2024 per XXX

Untersuchung der Entscheidungsgrundlagen und Anlageziele

Teil A – Fragen zum Portfolio

Wie hoch ist das Gesamtvermögen der Vorsorgeeinrichtung/Pensionskasse?

Wie hoch ist der Wert der Immobilien?

Wie viele Liegenschaften?

Wie ist die Verteilung der Nutzungsart?

Regionale Verteilung?

Teil B – Endogene Treiber

Was war das ausschlaggebende Ereignis für die Umschichtung von direkten zu indirekten Immobilienanlagen?

Fand eine Analyse der Performance Ihrer direkten Immobilienanlagen statt und mit welcher Benchmark wurde diese verglichen?

Wie sind Ihre Erwartungen an die Zielrendite (netto) bei direkten Immobilienanlagen?

Wie lange hat der Entscheidungsprozess gedauert?

Wurde durch die Sacheinlage eine interne Kostenreduktion angestrebt?

Warum wurde eine Sacheinlage durchgeführt anstatt eines Verkaufs mit Wiederanlage?

Sind personelle Veränderungen relevant für den Entscheid zur Sacheinlage?

Anhand welcher Kriterien wurde das Gefäss für die Einlage ausgewählt?

Erfolgt eine Nachkalkulation zur durchgeführten Sacheinlage und wie sieht diese aus?

Teil C – Exogene Treiber

Sind die steigenden Anforderungen der Regulatoren ein Grund für die Sacheinlage?

Sind die Entwicklung und die Umsetzung von Nachhaltigkeitsthemen ein Grund für die Sacheinlage?

Für welche Schritte wurde eine externe Beratung beigezogen?

Was zeichnet für Sie eine gute Geschäftsführung einer Anlagestiftung aus?

Teil D – Aspekte von Risiko und Performance

Beurteilen Sie die Relevanz der folgenden Themen:

Skala: (1) sehr relevant – (2) relevant – (3) neutral – (4) nicht relevant

Outsourcing von Managementrisiken ()

Verbesserung von Diversifikation und Lagequalität ()

Zugang zu anderen Nutzungssegmenten ()

Stabilisierung der Cashflows durch Volumen ()

Reduktion von Klumpenrisiken ()

Erkennung und Erschliessung von Potenzial der einzelnen Immobilien ()

Professionalisierung von Sanierungs- und Entwicklungsprojekten ()

Kostensenkung durch Skaleneffekte bei liegenschaftsbezogenen Kosten ()

Laufende Anlage der Erträge ()

Liquidität der Anteile ()

Hinweis: Verwendung der Interviewdaten in anonymisierter Form zur Erstellung der CUREM-Abschlussarbeit mit anschliessender Veröffentlichung.

Anhang A.2: Leitfaden für Experteninterview mit Vertretenden von Anlagestiftungen

Befragt: XXX am XX.XX.2024 per XXX

Teil A – Fragen zum Portfolio

Wie hoch ist das Gesamtvermögen der Anlagestiftung?

Wie viele Liegenschaften zählt das Portfolio?

Wie ist die geografische Verteilung der Liegenschaften?

Wie ist der Anteil der Nutzungssegmente?

Wie hoch ist der durchschnittliche Marktwert der Liegenschaften?

Teil B – Sacheinlage

Inwiefern sind Sacheinlagen für Ihr Produkt interessant?

In welche Rahmen begleiten Sie die Anlegerinnen und Anleger im Prozess?

Sind externe Beraterinnen und Berater involviert und bei welchen Schritten?

Wo sehen Sie die Vorteile von Sacheinlagen für Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen?

Welches sind in Ihren Augen die primären Herausforderungen beim direkten Immobilienbesitz durch Vorsorgeeinrichtungen und Pensionskassen?

Wo sehen Sie bei direkten Immobilienanlagen das Mindestvolumen für eine effiziente interne Betreuung des Portfolios?

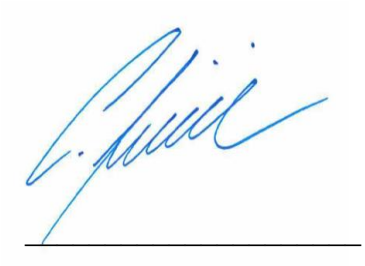
Anhang B: Übersicht über die kategorisierten Interviewaussagen

Oberkategorien	**Anzahl**	**Unterkategorien**	**Anzahl**
Personal	21	Ressourcen Fachkompetenzen Stellvertretung Führung	5 7 4 5
Geschäftsführung	17	Operative Risiken Asset Liability Management Fokus Kernaufgaben	7 3 7
Portfoliostruktur	14	Diversifikation Lage Zustand Sanierungsbedarf	5 2 4 3
Finanzen	12	Ausgabekommission Flexibilität Cashflow Liquidität Benchmarking	2 3 3 2 2
Regulatorische Aspekte	11	Nachhaltigkeit ESG Regulator Strukturen Quoten	3 2 3 2 1
Total	**75**		**75**

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.

Birmensdorf, den 1. September 2024



Cédric Nicolas Monvoisin