



**Universität
Zürich** ^{UZH}

Abschlussarbeit

zur Erlangung des
Master of Advanced Studies in Real Estate

Der eigentümerfinanzierte Mieterausbau, eine wenig genutzte Investitionsgelegenheit

Welches Potenzial bietet die Investition in den Mieterausbau von
Geschäftsflächen im eigenen Immobilienportfolio, am Beispiel der Zurich
Invest AG

Verfasser: Francesco Giardino
francesco.giardino@gmx.net

Eingereicht bei: Dr. Immanuel Dah

Abgabedatum: 05.09.2022

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	V
Abbildungsverzeichnis.....	VI
Tabellenverzeichnis	VII
Executive Summary.....	VIII
1. Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Zielsetzung	1
1.3 Abgrenzung des Themas	2
1.4 Aufbau der Arbeit	3
2. Theoretische Grundlagen.....	4
2.1 Forschungsstand und Praxis	4
2.2 Eigentümer*innen und Investor*innen	4
2.2.1 Institutionelle Investor*innen.....	4
2.2.2 Bester-Eigentümer*innen-Prinzip (Best-Owner-Prinzip).....	5
2.3 Grund- und Mieterausbau.....	6
2.3.1 Grundausbau.....	6
2.3.2 Mieterausbau	6
2.3.3 Abgrenzung zwischen Grund- und Mieterausbau	7
2.4 Mietrechtliche Aspekte	9
2.4.1 Mietrechtliche Aspekte des Rohbau/Edelrohbau	10
2.4.2 Mietrechtliche Aspekte des Eigentümerausbau.....	10
2.4.3 Mietrechtliche Aspekte der Mieterausbaufinanzierung	10
2.5 Relevante Bewertungsfaktoren.....	11
2.5.1 Vermietbare Fläche.....	11
2.5.2 Lebensdauer der Bauteile/Mieterausbau	11
2.5.3 Kapitalisierungssatz	12
2.5.4 Marktwert.....	12

2.6	Methoden der Investitionsrechnung.....	12
2.6.1	Statische Investitionsrechnungen	12
2.6.2	Dynamische Investitionsrechnungen	14
2.6.3	Herangehensweise in der Modellrechnung	15
2.7	Methode der Nutzwertanalyse.....	16
3.	Modell zur Potenzialermittlung (empirische Untersuchung)	18
3.1	Konzeption und Methode.....	18
3.2	Mieterausbaufinanzierungsmodelle	19
3.2.1	À fonds perdu	19
3.2.2	Mietzinsfreie Zeit	20
3.2.3	Annuitätendarlehen.....	22
3.2.4	Eigentümergehäufung.....	22
3.3	Forschungsdesign	24
3.3.1	Fachexpert*innen -Interviews	24
3.3.2	Qualitative Analyse.....	25
3.3.3	Quantitative Analyse.....	25
3.3.4	Resultat und Zusammenfassung	26
3.4	Fachexpert*innen -Interviews	26
3.4.1	Beschreibung der Methode	26
3.4.2	Auswahl der Fachexpert*innen	27
3.4.3	Aufbau Interviewleitfaden	28
3.4.4	Auswertungsmethoden.....	29
3.4.5	Einleitung des Fachexpert*innen-Interview.....	29
3.4.6	Qualitative Aspekte.....	32
3.4.7	Quantitative Aspekte.....	33
3.4.8	Schlussteil des Fachexpert*innen-Interview	37
3.4.9	Wichtigste Erkenntnisse aus den Fachexpert*innen -Interviews	41
3.5	Qualitative Bewertung auf Basis der Fachexpert*innen-Interviews	41

3.5.1	Bewertungskriterien.....	41
3.5.2	Gewichtung der Bewertungskriterien	42
3.5.3	Bewertung der Kriterien.....	43
3.5.4	Gesamtbeurteilung der Nutzwertanalyse	44
3.6	Quantitative Bewertung am Beispiel der Zurich Invest AG	45
3.6.1	Datenerhebung.....	45
3.6.2	Komponenten der Investitionsrechnung	46
3.6.3	Ausgangslage/Basismodell	46
3.6.4	Investitionsrechnung À-fonds-perdu-Finanzierungen	47
3.6.5	Investitionsrechnung mietzinsfreie Zeit.....	47
3.6.6	Investitionsrechnung Annuitätendarlehen.....	48
3.6.7	Investitionsrechnung Eigentümergehäussbau	48
3.6.8	Gesamtbeurteilung der Investitionsrechnungen	49
4.	Ergebnisse.....	50
4.1	Interpretation der Ergebnisse (Gesamtbeurteilung).....	50
4.2	Beantwortung der Forschungsfrage/Verifizierung der Hypothese	50
5.	Schlussbetrachtung.....	53
5.1	Fazit.....	53
5.2	Diskussion	54
5.3	Ausblick	54
	Literaturverzeichnis	56
	Anhang	59

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	<i>Absatz</i>
AG.....	<i>Aktiengesellschaft</i>
Art.	<i>Artikel</i>
BKP	<i>Baukostenplan</i>
CBD	<i>Central-Business-District</i>
CHF.....	<i>Schweizer Franken</i>
CHF/m ² /p.a.....	<i>Schweizer Franken pro Quadratmeter im Jahr</i>
DCF.....	<i>Discounted-Cashflow</i>
ESG	<i>Environment, Social und Governance</i>
FINMA.....	<i>Eidgenössische Finanzmarktaufsicht</i>
IH-/IS-Kosten	<i>Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten</i>
OR.....	<i>Obligationenrecht</i>
VMWG.....	<i>Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen</i>
WACC.....	<i>Weighted average cost of capital</i>

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Das Beste-Eigentümer*innen-Prinzip (Loepfe, 2007)	5
Abbildung 2: Schematische Darstellung des Modellaufbaus.....	19
Abbildung 3: Verwendung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen	30
Abbildung 4: Verwendungsarten von Mieterausbaufinanzierungsmodellen	31
Abbildung 5: Anwendungshäufigkeit von Mieterausbaufinanzierungsmodellen	32
Abbildung 6: Angewendete Verzinsung beim Annuitätendarlehen	34
Abbildung 7: Amortisationsdauer für Annuitätendarlehen und Eigentümerausbau.....	35
Abbildung 8: Tendenz der Anspruchsgruppen die Mieterausbaufinanzierungen fordern	36
Abbildung 9: Zusätzliches Renditepotenzial in der Mieterausbaufinanzierung.....	37
Abbildung 10: Anwendung eines Monitorings für Mieterausbaufinanzierungen	38
Abbildung 11: Vergabe von renditegenerierenden Finanzierungsmodellen	39
Abbildung 12: Vergabe von nicht renditegenerierenden Finanzierungsmodellen	39
Abbildung 13: Gewichtung der Kriterien nach den Fachexpert*innen-Interviews.....	43
Abbildung 14: Resultierende Nutzwerte je Mieterausbaufinanzierungsmodell.....	44
Abbildung 15: Gesamtbeurteilung des Markt- und des Nutzwertes.....	50

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Schnittstellentabelle Grund-/ Mieterausbau (in Anlehnung an POM+, 2022)	8
Tabelle 2: Übersicht der interviewten Fachexpert*innen	28
Tabelle 3: Gewichtung der Kriterien vor den Fachexpert*innen-Interviews.....	33
Tabelle 4: Beschreibung der Zielerfüllungsfaktoren zu den Kriterien	43
Tabelle 5: Bewertung der Kriterien durch die Fachexpert*innen	44
Tabelle 6: Datenerhebung per Ende Geschäftsperiode 2021	46
Tabelle 7: Parameter der Investitionsrechnungen.....	46
Tabelle 8: DCF-Berechnung Basismodell ohne Mieterausbaubeteiligungen	47
Tabelle 9: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell à fonds perdu	47
Tabelle 10: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell mietzinsfreie Zeit	48
Tabelle 11: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell Annuitätendarlehen.....	48
Tabelle 12: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell Eigentümerausbau.....	49
Tabelle 13: Übersichtstabelle der Hauptfakten aus den DCF-Berechnungen	49

Executive Summary

Der Eigentümerfinanzierte Mieterausbau, eine wenig genutzte Investitionsgelegenheit: Dieser Hypothese wurde in dieser Abschlussarbeit nachgegangen. Die vorliegende Arbeit untersucht ein bislang nicht stark erforschtes Gebiet der Mieterausbaufinanzierungen aufgrund des Nachfrageüberhangs und der steigenden Zahlungsbereitschaft auf dem Immobilien-Transaktionsmarkt. Es wird aus Sicht institutioneller Investor*innen geprüft, welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle auf dem schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung finden und welche Vor- und Nachteile jedes Finanzierungsmodell aufweist. Die Modelle können in zwei Kategorien unterteilt werden. Die erste bilden à fonds perdu und die Gewährung von mietzinsfreier Zeit. Diese Finanzierungen generieren keine direkte Rendite und sind als Anreize oder Incentives für die Mieter*innen zu verstehen, um schneller und zu besseren Mietzinskonditionen Mietverträge abzuschliessen. Die zweite Kategorie bilden die Annuitätendarlehen und der Eigentümerausbau. Diese Finanzierungen weisen durch die zusätzliche Verzinsung der Investition einerseits eine Mehrrendite auf und beeinflussen ebenfalls die Wertänderungsrendite.

Das Modell wird in 5 Schritten aufgebaut und beinhaltet die Ermittlung der gängigsten Finanzierungsmodelle, die Fachexpert*innen-Interviews, die qualitative Analyse mit resultierendem Nutzwert und die quantitative Analyse mit resultierendem Marktwert für jedes Mieterausbaufinanzierungsmodell. Die Teilresultate fliessen in eine Kosten-Nutzen-Analyse ein. Es resultiert, dass es auf Liegenschaftsebene keine schlechten oder guten Finanzierungsmodelle gibt, sondern aufgrund der gewählten Liegenschaftsstrategie besser oder schlechter geeignete Modelle zur Verfügung stehen. Auf Portfolioebene wurde jedoch ermittelt und mittels der durchgeführten 10 Fachexpert*innen-Interviews nachgewiesen, dass institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen darstellen für den Eigentümerausbau respektive für die ausgebaute Vermietung von Büroflächen, weil dadurch nebst der Generierung von mehr Cashflows eine zusätzliche Wertänderungsrendite von +18.06 % generiert werden kann. Das Annuitätendarlehen generiert durch die frei wählbare und meist höhere Verzinsung einen höheren Cashflow als der Eigentümerausbau. Es besteht jedoch aufgrund der Reinvestition nach Ablauf der Amortisationszeit von 10 Jahren eine Verpflichtung zur erneuten Investition, um den Cashflow weiter zu gewährleisten. Das Annuitätendarlehen weist dadurch im Restwert einen deutlich tieferen Wert als der Eigentümerausbau aus, der sich massiv auf den Marktwert des Liegenschaftsportfolios auswirkt. Es eignet sich jedoch gemäss Fachexpert*innen für die Finanzierung eines mieter*innenspezifischen Ausbaus, der nach der Amortisationszeit und Auszug der/des Mieter*in ohnehin zurückzubauen ist.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Der Schweizer Investmentmarkt für direkte Immobilien boomt seit Jahren und sorgt aufgrund fehlender Alternativen für steigende indexierte Cashflows, sinkende reale Kapitalisierungssätze im Exit und steigende Diskontierungssätze. Die Analyst*innen stellen einen Nachfrageüberhang und steigende Zahlungsbereitschaft fest (Jones Lang LaSalle, 2022, S. 11). Auch die CSL Immobilien AG beschreibt im Immobilienmarktbericht 2022 die Immobilien als risikoarme Anlagen, die im Vergleich zu 10-jährigen Schweizer Staatsanleihen die einzige Alternative zum sicheren Anlegen darstellen. Es werden Netto-Anfangsrenditen für Büroimmobilien (Klasse A bis C) von 1.90 % bis 3.80 % für das Jahr 2021 mit stagnierender Tendenz genannt (CSL Immobilien AG, 2022, S. 8). WüestPartner fasst die aktuelle Lage auf dem Transaktionsmarkt unter Berücksichtigung des Krieges in der Ukraine als weiterhin sehr positiv mit einer hohen Zahlungsbereitschaft der Anleger*innen an Renditeliegenschaften zusammen, die zu tiefen Anfangsrenditen führen, weil vor allem in turbulenten Zeiten Immobilienanlagen aufgrund der sehr stabilen Einnahmen gefragt sind (Wüestpartner, 2022, S. 3).

Institutionellen Immobilienanleger*innen fehlen aufgrund der gegebenen Marktverhältnisse potenzielle Anlagealternativen. Die Optimierung des eigenen Immobilienbestandes rückt hierbei immer weiter in den Fokus der Immobilienbesitzer*innen. Sie fangen an, ihre Portfolios den Nachhaltigkeitsanforderungen entsprechend aufzurüsten und vermehrt in Entwicklungsgeschäfte zu investieren, weil dadurch höhere Renditen generiert, aber auch grösseres Entwicklungsrisiken eingegangen werden (CSL Immobilien AG, 2022, S. 7). Diese Arbeit geht aufgrund der aktuellen Marktgeschehnisse davon aus, dass die Investition in den Mieterausbau durch institutionelle Investor*innen ein unausgeschöpftes Potenzial birgt.

1.2 Zielsetzung

Diese Arbeit erforscht aus Sicht institutioneller Eigentümer*innen die Investitionsmöglichkeiten in den Mieterausbau und dessen Renditegenerierung. Die Frage „Welches Potenzial bietet die Investition in den Mieterausbau von Geschäftsflächen im eigenen Immobilienportfolio?“ soll mit folgenden Teilfragen beantwortet werden:

- a. Welches Investitionspotenzial weist der Mieterausbau im Eigenbestand institutioneller Eigentümer*innen auf?
- b. Welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle finden im schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung?
- c. Welche Vor-/Nachteile bestehen bei den verschiedenen Mieterausbaufinanzierungsmodellen aus Sicht der Eigentümer*innen?

Zum Schluss wird analysiert, für welches Mieterausbaufinanzierungsmodell institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen (Best Owner) sind.

Die Modellerstellung basiert auf dem Beispiel der Zurich Invest AG, weil sie aufgrund der vorhandenen Geschäftsstrukturen, Investitions- und Risikoprofil, Ausrichtung auf Kapitalgeber*innen und das schweizweit vorhandene Immobilien-Portfolio, eine klassische institutionelle Eigentümer*in widerspiegelt und deshalb als Referenz fungiert. Diese soll jedoch als Grundstruktur für alle anderen institutionellen Investor*innen dienen, die auf dem schweizerischen Immobilienmarkt tätig sind.

1.3 Abgrenzung des Themas

Diese Abschlussarbeit befasst sich mit der Ermittlung der auf dem schweizerischen Immobilienmarkt gängigen Mieterausbaufinanzierungsmodelle für Büroflächen. Hierbei wird ausschliesslich die Sicht institutioneller Investor*innen eingenommen. Es soll in Form eines Nutzwertes ermittelt werden, ob und für welches Finanzierungsmodell institutionelle Investor*innen die beste Eigentümer*innen sind und welches Potenzial effektiv am Beispiel der Zurich Invest AG ungenutzt geblieben ist.

Die Modellerstellung bildet die aktuelle Handhabung auf dem schweizerischen Immobilienmarkt so realistisch wie möglich ab. Sie schränkt sich jedoch, zugunsten einer besseren Vergleichbarkeit, auf die reine Anwendung eines Finanzierungsmodells ein, ohne hierbei allfällige Kombinationen der Modelle zuzulassen.

Die Mieter*innenbetrachtung wird ganzheitlich ausgeblendet. Ebenso werden andere Flächennutzungsarten wie Wohnen, Gewerbe, Verkauf, Lager und Parkplätze nicht betrachtet, weil die Anwendung von Finanzierungsmodellen entweder nicht üblich, aufgrund der Individualität nicht sinnvoll oder zu riskant ist.

1.4 Aufbau der Arbeit

Im ersten Kapitel werden zunächst die Ausgangslage und die Zielsetzung beschrieben. Dann wird auf die Abgrenzungen eingegangen und in diesem Kapitel der Aufbau dieser Arbeit erläutert.

Im zweiten Kapitel erfolgt die Einbettung der Fragestellung in die Theorie. Hierbei wird im ersten Teil auf den aktuellen Forschungsstand eingegangen. Anschliessend werden die Investor*innengruppen vorgestellt und es wird näher auf institutionelle Investor*innen eingegangen. Im Anschluss werden der Grund- und der Mieterausbau wie auch deren Abgrenzung erläutert. Danach werden die mietrechtlichen Aspekte und die relevanten Bewertungsfaktoren beschrieben. Die Erörterung der Methode zur Investitionsrechnung und Nutzwertanalyse, die den Kern dieser Arbeit darstellen, schliessen dieses Kapitel ab.

Im dritten Kapitel wird auf Basis der vorhergehenden Kapitel die empirische Untersuchung durchgeführt. Zu Beginn werden die Konzeption und die Methode erklärt. Danach wird auf die Mieterausbaufinanzierungsmodelle eingegangen und nebst der Modellerklärung ebenfalls deren Vor- und Nachteile wie auch Charakteristik und Kritik erläutert. Im Forschungsdesign werden das Vorgehen bei den Fachexpert*innen-Interviews sowie die qualitative und die quantitative Analyse mit einer abschliessenden Resultatübersicht und Zusammenfassung erläutert. Anhand der Fachexpert*innen-Interviews werden die Erfahrung und Anwendung in der Praxis der einzelnen Mieterausbaufinanzierungsmodelle untersucht und interpretiert. Die qualitative Bewertung zeigt den Nutzwert, die quantitative Bewertung den Marktwert des ungenutzten Potenzials eines jeden Mieter*innenfinanzierungsmodells aus Sicht der institutionellen Eigentümer*innen am Beispiel der Zurich Invest AG auf.

Im vierten Kapitel werden die Ergebnisse beschrieben und darauf basierend die Forschungsfragen beantwortet und interpretiert.

Im fünften und letzten Kapitel wird ein Fazit aus den vorliegenden Resultaten gezogen, die Ergebnisse diskutiert und ein Ausblick über mögliche weiterführende Untersuchungen angestossen.

2. Theoretische Grundlagen

2.1 Forschungsstand und Praxis

Über die Mieterausbaufinanzierung als zusätzliche Renditemöglichkeit wurde bisher nicht intensiv geforscht. Das zeigte die Literaturrecherche über Google Scholar mit deutschen und englischen Suchbegriffen. Die Suche wies keine direkten Treffer, sondern lediglich ähnliche Themenfelder auf. Voigt beschreibt den Zusammenhang von Anreiztypen, darunter die Beteiligungen an Mieterausbauten, in Verbindung mit Faktoren aus der Immobilienbewertungstheorie, wobei ein positiver Effekt bei Beteiligungen am Mieterausbau sowohl für die Mieter*innen als auch für die Vermieter*innen im Rahmen der Modernisierung der Liegenschaft festgestellt wurde (Voigt, 2014, S. 57). Schoch hingegen analysiert die Abhängigkeit zwischen den Ausbaustandards Rohbau bis Vollausbau und den regionalen Lagen, um eine Produktdifferenzierung auf dem Markt zu schaffen. Hierbei stellt er jedoch nur eine schwache Korrelation zwischen dem Ausbaustandard und den Angebotsmietpreisen fest (Schoch, 2012, S. 57).

Ergänzend kann erwähnt werden, dass im angelsächsischen Raum der Forschungsstand dem europäischen Stand ähnelt. Dortige Forschungen gingen in Richtung einer Mieterausbaufinanzierung durch dritte Finanzinstitutionen (Kreditgeber*innen), die sich jedoch nur für Single-Tenant-Immobilien in Form einer Sale-lease-back-Transaktion anwenden lassen (Dewey & Yiu, 2003, S. 211).

Konkrete Aussagen oder Forschungen in Bezug auf die Mieterausbaufinanzierung als zusätzliche Investitionsoportunität wurden nicht gefunden. Diese Arbeit adressiert somit eine Forschungslücke.

2.2 Eigentümer*innen und Investor*innen

Zu unterscheiden sind die institutionellen von den privaten Investor*innen. Beide Investor*innengruppen tätigen mit unterschiedlichen Zielvorgaben direkte oder indirekte Immobilieninvestitionen. Diese Arbeit fokussiert sich auf die Sicht der institutionellen Investor*innen, die in das eigene, bereits bestehende Immobilienportfolio investieren möchten.

2.2.1 Institutionelle Investor*innen

Institutionelle Investor*innen lassen sich anhand wesentlicher charakteristischer Eigenschaften definieren. Nach Gahn werden sie als bestehende Organisation von nicht natürlichen Personen mit erheblich vorhandenem Umfang an Anlagemitteln, die durch

eine gewisse Professionalität bei der Kapitalanlage für Dritte gegeben ist, bezeichnet (Trübestein, 2012, S. 22).

Sie unterscheiden sich wiederum in Anleger*innen mit einem immobiliendominierten Kapitalanlageportfolio, mit unter anderem offenen und geschlossenen Immobilienfonds, oder Real Estate Investment Trusts und einem gemischten Kapitalanlageportfolio, in dem nur ein Teil der Anlagemittel in Immobilien durch Lebensversicherungsunternehmen, Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke allokiert wird. In dieser Funktion erhalten sie als juristische Person Geldbeträge von originären Geldgeber*innen gegen ein Rückzahlungsversprechen (Trübestein, 2012, S. 22).

2.2.2 Bester-Eigentümer*innen-Prinzip (Best-Owner-Prinzip)

Das Beste-Eigentümer*innen-Prinzip, auch Best-Owner-Prinzip genannt, sieht gegenüber dem üblichen Marktwert vor, dass die Investition in direkte Immobilien oder in diesem Fall in den Mieterausbau von Büroflächen als Geschäftseinheit betrachtet wird, um die Eigentümer*innen daran zu binden. Die Entscheidung, eine Investition zu tätigen, hängt von der Fähigkeit der Eigentümer*innen ab, zusätzlichen Wert aus dieser Geschäftseinheit zu ziehen (Loepfe, 2004). Wie in nachstehender Abbildung dargestellt, lässt sich somit sagen, dass der Wert einer Investition in das bestehende Portfolio institutioneller Eigentümer*innen erst dann maximiert wird, wenn die Harmonisierung von Strategie, Struktur und Kultur der Immobilieneigentümer*innen mit ihren Liegenschaftsportfolios gelingt. Das führt zu einer Spezialisierung und Abhebung der Eigentümer*innen gegenüber der Konkurrenz (Loepfe, 2007).

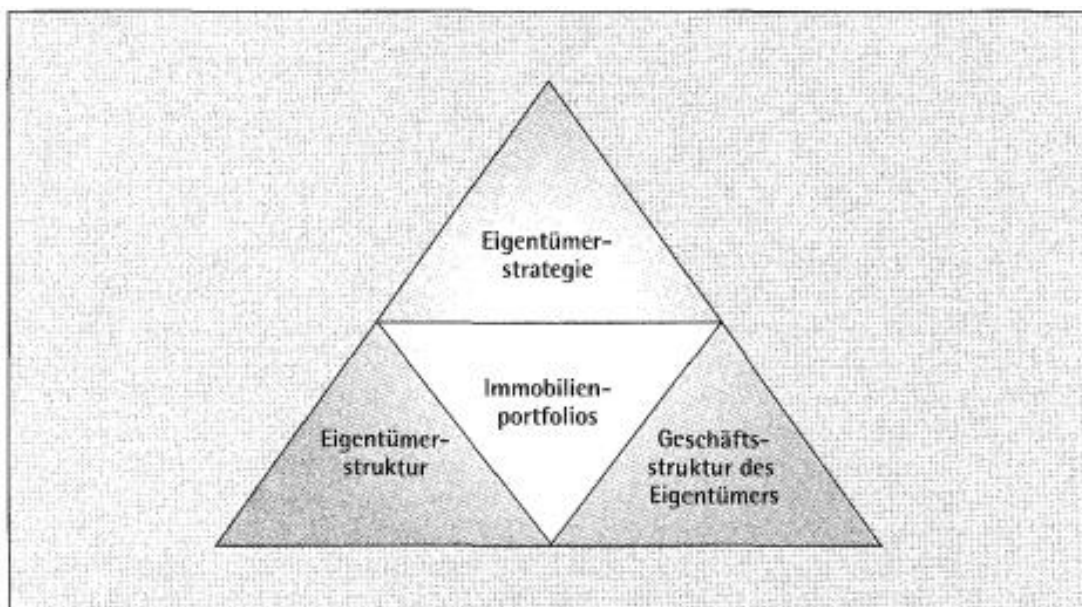


Abbildung 1: Das Beste-Eigentümer*innen-Prinzip (Loepfe, 2007)

2.3 Grund- und Mieterausbau

2.3.1 Grundausbau

Der Grundausbau setzt sich aus den Bauprojektphasen Rohbau, Ausbau I und Gebäudetechnik I zusammen (Muhm, 2014, S. 213). Der Rohbau beinhaltet im Wesentlichen die Erstellung der Baugrube, den Hochbau und dessen Fertigteile (Muhm, 2014, S. 215). Der Ausbau I beinhaltet hauptsächlich die Aufbauten, die Gebäudehülle und die Förderanlagen (Muhm, 2014, S. 219). Die Gebäudetechnik I beinhaltet im Wesentlichen die Dimensionierung, die Leitungsführung, Technikzentralen, Verteilerpläne sowie die Mess-, Steuer- und Regeltechnik (Muhm, 2014, S. 221). Der Grundausbau stellt die Basis für den Mieterausbau dar (Muhm, 2014, S. 213).

Die Vermietung im Grundausbau/Allgemeinausbau

Die Vermietung im Grundausbau bedeutet, dass die/der Vermieter*in der/dem Mieter*in die vorbereiteten Büroflächen im Grundausbau für die Ausführung des Mieterausbaus übergibt. Somit sind die Büroflächen bei Mietantritt noch nicht gebrauchstauglich, sondern müssen meistens mieter*innenseitig noch wesentlich ausgebaut werden. Der mietvertraglich vereinbarte Mietzins stellt den adäquaten Gegenwert für die Büroflächen im Grundausbau dar. In den meisten Fällen muss mieter*innenseitig bei der Flächenrückgabe zudem der ursprüngliche Zustand wiederhergestellt werden. Die Vereinbarung der Grundausbau miete bedeutet somit, dass vermierter*innenseitig mit der Übergabe der noch nicht fertig ausgebauten Mietflächen die vertragliche Verpflichtung der Vermieter*innen trotzdem erfüllt wird (Zivilkammer, 2014, S. 9).

2.3.2 Mieterausbau

Der Mieterausbau basiert auf dem Grundausbau und setzt sich aus dem Ausbau II und der Gebäudetechnik II zusammen (Muhm, 2014, S. 225). Der Ausbau II beinhaltet die Teilphasen Vorbereitung, Mieter*innenplanung, Detailplanung und Werkplanung (Muhm, 2014, S. 225). Die Gebäudetechnik II beinhaltet im Wesentlichen die Dimensionierung, Leitungsführung, Verteilerpläne sowie Mess-, Steuer- und Regeltechnik (Muhm, 2014, S. 228). Der Mieterausbau wird unter Beachtung der technischen Voraussetzungen des Grundausbaus jedoch unabhängig vom Grundausbau geplant und individuell gestaltet (Muhm, 2014, S. 213).

Die Edelrohbauvermietung

Die Vermietung im Edelrohbauszustand bedeutet, dass nebst dem Grundausbau zusätzliche Mieterausbauten vermietet*innenseitig aus dem Ausbau II und der Gebäudetechnik II umgesetzt werden. Die Büroflächen sind bei Mietantritt zwar nicht gebrauchstauglich, jedoch mit geringem Aufwand ausbaufähig. Gemäss Fachexpert*innen-Interviews werden in den meisten Fällen die Heizungs-, Lüftungs-, Klima- und Kälteinstallationen in der Mietfläche wie auch Elektroinstallationen bis zur Mietfläche vermietet*innenseitig erstellt. Der mietvertraglich vereinbarte Mietzins stellt den adäquaten Gegenwert für die Büroflächen im Edelrohbauszustand dar. Ob die erweiterten Installationen mieter*innenseitig bei der Flächenrückgabe zurückgebaut werden müssen, ist nicht mietrechtlich reglementiert und muss im Mietvertrag vermietet*innen - und mieter*innenseitig verhandelt werden.

Die voll ausgebaute Vermietung

Die voll ausgebaute Vermietung bedeutet, dass vermietet*innenseitig die Bürofläche inklusive Ausbau II und Gebäudetechnik II angeboten wird. Die Bürofläche ist bereits bei Mietantritt in einem gebrauchstauglichen Zustand. Der mietvertraglich vereinbarte Mietzins beinhaltet, nebst dem Gegenwert für die ausgebaute Bürofläche, ebenfalls die vermietet*innenseitige Instandhaltungs- und Instandsetzungspflicht. Die Bürofläche muss mieter*innenseitig nicht zurückgebaut werden. Die ausgebaute Vermietung ist oft bei älteren und denkmalgeschützten Liegenschaften anzutreffen. In diesen Flächen können mieter*innenseitig aufgrund der vorgegebenen statischen Tragstruktur und Denkmalschutzvorgaben wenig bis gar keine individuellen Eingriffe vorgenommen werden.

2.3.3 Abgrenzung zwischen Grund- und Mieterausbau

Der Grundausbau umfasst im Wesentlichen die fertig gebaute Liegenschaft ohne den Ausbau der Büroflächen, die im Rohbau belassen werden (Pom+, 2022) und wird in die Elemente Rohbau, Ausbau I, Gebäudetechnik I und Gebäudetechnik II unterteilt. Nachstehende Aufstellung zeigt die Schnittstellen zwischen dem Grund- und Mieterausbau nach Baukostenplan (BKP) auf:

BKP	Beschreibung	Grundausbau	Mieterausbau	Bemerkungen / Abgrenzungen
0	Grundstück	x		Sämtliche Kosten und Arbeiten fallen in den Grundausbau.
1	Vorbereitungsarbeiten	x		Sämtliche Kosten und Arbeiten fallen in den Grundausbau.
2	Gebäude			
21	Rohbau 1	x		Betrifft die Gebäudegrundstruktur: Einzigste Ausnahme sind die Kundenmaurerarbeiten innerhalb der Mietflächen.
22	Rohbau 2	x		Betrifft die Gebäudehülle: Sämtliche Kosten im Zusammenhang mit der Gebäudehülle fallen in den Grundausbau.
23	Elektroanlagen	x	x	Im Grundausbau werden sämtliche Hauptverteilungsleitungen mit den dazugehörigen Apparate bis an die Mieterflächen erstellt. In den allgemeinen Verkehrsflächen wird im Grundausbau auch die Unterverteilung inklusive Leuchtkörper erstellt.
24	Heizungs- / Lüftungs- und Kälteanlagen	x	x	Im Grundausbau werden sämtliche Hauptverteilungsleitungen mit den dazugehörigen Apparate bis an die Mieterflächen erstellt. In den allgemeinen Verkehrsflächen wird im Grundausbau auch die Unterverteilung inklusive den Apparaten erstellt.
25	Sanitäranlagen	x	x	Im Grundausbau werden sämtliche Hauptverteilungsleitungen mit den dazugehörigen Apparate bis an die Mieterflächen erstellt. In den allgemeinen Verkehrsflächen wird im Grundausbau auch die Unterverteilung inklusive den Apparaten erstellt.
26	Transportanlagen	x		Sämtliche kosten für Aufzüge, Fahrtreppen, Fassadenreinigungsanlagen, Hebeeinrichtungen, etc. fallen in den Grundausbau.
27	Ausbau 1	x	x	Der Grundausbau beinhaltet sämtliche Ausbuarbeiten, wie Leichtbaukonstruktionen innerhalb der allgemeinen Verkehrsflächen. Der Mieterausbau beinhaltet sämtliche Ausbuarbeiten, wie Leichtbaukonstruktionen innerhalb der Mieterflächen.
28	Ausbau 2	x	x	Der Grundausbau beinhaltet sämtliche Ausbuarbeiten, wie die inneren Oberflächen innerhalb der allgemeinen Verkehrsflächen. Der Mieterausbau beinhaltet sämtliche Ausbuarbeiten, wie die inneren Oberflächen, Leichtbaukonstruktionen innerhalb der Mieterflächen.
29	Honorare	x	x	Honorare werden nach Bausumme dem Grundausbau und Mieterausbau zugeordnet.
3	Betriebseinrichtungen		x	Mieterspezifische Betriebseinrichtungen fallen unter den Mieterausbau
4	Umgebung	x		Sämtliche Umgebungsarbeiten fallen unter den Grundausbau
5	Baunebenkosten	x	x	Beinhalten Wettbewerbskosten, Bewilligungen, Bemusterungen, Versicherungen, Finanzierungen, Bauherrenleistungen, etc.. Diese Kosten werden nach dem Verursacherprinzip zugeordnet.
6	Reserve	x	x	Stellt eine Übergangsposition dar.
7	Reserve	x	x	Stellt eine Übergangsposition dar.
8	Reserve	x	x	Stellt eine Übergangsposition dar.
9	Ausstattung		x	Sämtliche Ausstattung fällt unter den Mieterausbau.

Tabelle 1: Schnittstellentabelle Grund-/ Mieterausbau (in Anlehnung an Pom+, 2022)

Die Mietfläche wird in den meisten Fällen im Rohbauzustand an die/den Mieter*in vermietet. Typische Gewerke aus den Elementen Ausbau II und Gebäudetechnik II, die zum Mieterausbau gehören, sind Leichtbauwände, Türen, Doppelboden, Boden- und Wandbeläge, Deckenverkleidungen, WC-Anlagen, Haustechnik und Elektrik in der Mietfläche.

Die trennscharfe Unterteilung wird im Mietvertrag mittels eines Schnittstellenpapiers gewährleistet, welches den Grundausbau vom Mieterausbau mittels Zuweisung der Eigentumsverhältnisse, Instandhaltungs- und Instandstellungspflicht differenziert (Lehner, 2019, S. 7).

2.4 Mietrechtliche Aspekte

Die Miete wird im Obligationenrecht (OR) unter dem achten Titel Art. 253 bis Art. 273 Abs. c OR (Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft, 2023) und in der Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen (VMWG) Art. 1 bis Art. 27 VMWG (Schweizerische Bundesrat, 2020) geregelt.

Unter Art. 253 OR wird festgehalten, dass sich Vermieter*innen durch den Mietvertrag verpflichten, Mieter*innen eine Sache zum Gebrauch zu überlassen und Mieter*innen den Vermieter*innen dafür einen Mietzins zu leisten haben.

Der Art. 257 OR hält fest, dass der Mietzins das Entgelt ist, welches Mieter*innen den Vermieter*innen für die Überlassung der Sache schulden.

Art. 258 OR besagt, dass Mieter*innen über die Nichterfüllung von Verträgen vorgehen können, wenn Vermieter*innen die Sache nicht zum vereinbarten Zeitpunkt oder mit Mängeln übergeben, welche die Tauglichkeit zum vorausgesetzten Gebrauch ausschliessen oder erheblich beeinträchtigen.

Art. 260a regelt unter Absatz 1 die mieter*innenseitigen Erneuerungen und Änderungen an der Sache durch Mieter*innen, die nur vorgenommen werden können, wenn Vermieter*innen schriftlich zugestimmt haben. Absatz 2 besagt, dass Vermieter*innen bei Zustimmung die Wiederherstellung des früheren Zustandes nur verlangen können, wenn dies schriftlich vereinbart worden ist. Absatz 3 regelt, dass Mieter*innen eine entsprechende Entschädigung von Vermieter*innen verlangen können, wenn die Sache bei Beendigung des Mietverhältnisses dank der Erneuerung oder Änderung, welcher Vermieter*innen zugestimmt haben, einen erheblichen Mehrwert aufweist. Weitergehende schriftliche vereinbarte Entschädigungsansprüche bleiben vorbehalten.

Gemäss Art. 267 OR müssen Mieter*innen die Sache in dem Zustand zurückgeben, der sich aus dem vertragsgemässen Gebrauch ergibt.

Mehrleistungen durch die Vermieter*innen sind gemäss Art. 269a Buchstabe b OR nicht missbräuchlich, wenn diese begründet sind. Gemäss Art. 14 Abs. 1 VMWG werden als Mehrleistungen Investitionen für wertvermehrende Verbesserungen genannt. Jedoch

kann gemäss Abs. 3 nur derjenige Teil der Kosten geltend gemacht werden, der die Kosten zur Wiederherstellung oder Erhaltung des ursprünglichen Zustands übersteigt. Absatz 4 besagt, dass Mietzinserhöhungen wegen wertvermehrender Investitionen nicht missbräuchlich sind, wenn sie den angemessenen Satz für Verzinsung, Amortisation und Unterhalt der Investition nicht überschreiten.

2.4.1 Mietrechtliche Aspekte des Rohbau/Edelrohbau

Bei der Überlassung im Rohbau oder Edelrohbau gilt, dass gemäss Art. 257 OR der Mietzins das Entgelt für den Rohbau- oder Edelrohbauzustand ist und somit Mieter*innen basierend auf Art. 258 OR nicht über die Nichterfüllung von Verträgen vorgehen können.

Für sämtliche Mieterausbauarbeiten müssen Mieter*innen gemäss Art. 260a Absatz 1 von den Vermieter*innen eine schriftliche Zustimmung einholen. Dabei ist mietvertraglich zu vereinbaren, in welchem Zustand der Mieterausbau bei Kündigung zurückzugeben ist und ob ein Mehrwert mieter*innenseitig geltend gemacht werden kann oder ob der Mieterausbau entschädigungslos in das Eigentum der Vermieter*innen übergeht.

2.4.2 Mietrechtliche Aspekte des Eigentümerausbau

Bei der Überlassung im Eigentümerausbau gilt, dass gemäss Art. 257 OR der Mietzins das Entgelt für den ausgebauten Zustand ist. Somit kann mieter*innenseitig auf dieser Vertragsbasis und aufgrund Art. 258 OR, ähnlich wie bei Wohnräumen, über die Nichterfüllung von Verträgen vorgegangen werden, falls der Büroflächenausbau mangelhaft ist. Der Zustand, der bei Kündigung zurückzugeben ist, entspricht dem ausgebauten Zustand bei Antritt.

2.4.3 Mietrechtliche Aspekte der Mieterausbaufinanzierung

Mietzinsfreie Zeit und À-fonds-perdu-Beiträge:

Im Rohbau/Edelrohbau und im bereits ausgebauten Flächenzustand können sich Vermieter*innen mit mietzinsfreier Zeit und/oder mit Beiträgen à fonds perdu beteiligen. Diese stellen jedoch eher einen Anreiz oder ein Incentive für die Mieter*innen dar, damit der Mietvertragsabschluss oder die Mietvertragsverlängerung schneller herbeigeführt werden kann.

Annuitätendarlehen:

Die Vereinbarung eines Darlehens wird in Art. 312–318 OR geregelt und unterliegt grösstenteils der Vertragsfreiheit. Die Höhe des Zinsfusses wird gemäss Art. 313 OR nicht vorgegeben, sondern kann frei vereinbart werden. Meistens wird ein Darlehen mittels einer Annuitätenberechnung im Mietvertrag oder in einem Nachtrag geregelt. Darin werden Darlehensbetrag, Zinsfuss und Dauer mit allfälligen Strafzahlungen bei frühzeitiger Auflösung des Mietverhältnisses vereinbart. Weil das Darlehen eine reine Finanzierung darstellt und zeitlich begrenzt ist, wird es nicht in den Mietzins inkludiert, sondern separat aufgeführt und in Rechnung gestellt.

Eigentümerausbau:

Im Eigentümerausbau werden Vermieter*innen berechtigt, den Mieter*innen gemäss Art. 269a Buchstabe b OR und Art. 14 Abs. 1 VMWG ihre Mehrleistungen auf den Mietzins aufzuschlagen, die gemäss Abs. 3 die Kosten betreffen, welche zur Wiederherstellung oder Erhaltung des ursprünglichen Zustands übersteigen und gemäss Absatz 4 zu Mietzinserhöhungen wegen wertvermehrender Investitionen führen, die einen angemessenen Satz für Verzinsung, Amortisation und Unterhalt der Investition nicht überschreiten.

2.5 Relevante Bewertungsfaktoren

2.5.1 Vermietbare Fläche

Die vermietbare Fläche setzt sich im Wesentlichen aus der Geschossfläche abzüglich der tragenden Konstruktionsfläche sowie der allgemeinen Nebennutz-, Funktions- und Verkehrsfläche zusammen. Die vermietbare Fläche stellt die effektiv zu vermietende Fläche dar und ist somit die Summe der exklusiv nutzbaren Mietfläche (Loepfe, 2017, S. 88).

2.5.2 Lebensdauer der Bauteile/Mieterausbau

Die Altersbestimmung des Gebäudes ist für die Immobilienbewertung respektive Altersentwertung der Liegenschaft ein wichtiger Faktor. Gleiches gilt für den Mieterausbau. Das geschätzte Alter kann nach gewichteter Bauteilgruppe erfolgen. Das Resultat berücksichtigt die Anzahl der Auswechslungen der Hauptgruppen: Rohbau I und II, Ausbau und Installationen in Bezug auf die Gesamtlebensdauer des Gebäudes von 100 Jahren. Der Hauptgruppe „Ausbau“ wird ein geschätztes Alter von 15 Jahren und der Hauptgruppe Installationen werden 10 Jahre zugewiesen (Roesch, 2012, S. 151).

Beim Mieterausbau kommt hinzu, dass, obwohl die Lebensdauer noch nicht erreicht wurde, eine/ein Mieter*in aus anderen Gründen einzelne Bauteile wie beispielsweise einen Teppichbelag oder innere Malerarbeiten vorzieht oder aufgrund von internem Strukturwandel die Flächenaufteilung ändern möchte. Daher ist die Lebenserwartung des Mieterausbaus nicht nur von den Bauteilen, sondern auch von der Entwicklung der Mieter*innen abhängig.

2.5.3 Kapitalisierungssatz

Der Kapitalisierungssatz stellt den Prozentsatz dar, mit dem der Ertragswert aus dem Mietwert berechnet wird. Unterschieden wird der nominale vom realen Kapitalisierungssatz, der sich durch die jährlichen Teuerungserwartungen unterscheidet. Der nominale Zinssatz wird in der ersten Phase der Discounted-Cashflow-Berechnung angewendet und beinhaltet die Teuerung der Einnahmen und Ausgaben. Der reale Zinssatz hingegen findet in der zweiten Phase ohne die Teuerung Anwendung, weil diese bereits in der Kalkulation des Restwerts enthalten ist (Roesch, 2012, S. 363).

2.5.4 Marktwert

Der Marktwert entspricht dem unter normalen Verhältnissen und ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse erzielbaren Verkaufspreis am Stichtag. Verkehrswert kann ebenfalls als Synonym verwendet werden (Roesch, 2012, S. 364).

2.6 Methoden der Investitionsrechnung

Rechenverfahren, die zwecks Planung von Investitionsentscheidungen eingesetzt werden, werden als Investitionsrechnungen bezeichnet. Je nach Realitätsnähe der Modellierung und vorhandenen Grundlagen sind unterschiedliche Rechenverfahren zu differenzieren, die die Grundlage für die Analyse finanzieller Aspekte bilden (Müller, 2019, S. 321).

Die Investitionsrechnung hat zum Ziel, die Vorteilhaftigkeit des Investitionsvorhabens festzustellen. Soll eine Entscheidung über ein Investitionsvorhaben bei Vorliegen einer Zielgrösse zu bewerten sein, so stehen zwei Verfahrensgruppen zur Verfügung, nämlich statische und dynamische Modelle (Müller, 2019, S. 322).

2.6.1 Statische Investitionsrechnungen

Die statischen Verfahren werden auch als kalkulatorische Verfahren bezeichnet, basieren auf Daten des internen Rechnungswesens und bilden eine einperiodische finanzielle Investitionswirkung ab (Ausnahme: Amortisationsrechnung). Auf Basis von Durchschnittswerten wird der Einjahreszeitraum für die gesamte Nutzungsdauer der Investition verwendet. Zu den in der Praxis am meisten verwendeten statistischen

Verfahren gehören die Kostenvergleichsrechnung, die Gewinnvergleichsrechnung, die Rentabilitätsvergleichsrechnung und die statische Amortisationsrechnung (Götze, 2014, S. 57).

Diese Investitionsrechnungen beziehen sich auf eine fiktive Jahresabrechnungsperiode und arbeiten mit den periodisierten Erfolgsgrößen Kosten und Erlöse (Perridon, 2017, S. 36-37).

Kostenvergleichsrechnung

Die Kostenvergleichsrechnung ist eine Form der Bewertung von Investitionsalternativen und betrachtet ausschliesslich die Kosten, die mit der Massnahme verbunden sind. Dieses Vorgehen bietet sich bei sogenannten Muss-Investitionen an, die keine Erlöse erzielen (Müller, 2019, S. 328).

Dieses Rechenverfahren wird nicht weiter berücksichtigt, weil im benötigten Modell ebenfalls die Ertragssicht abgebildet werden soll.

Gewinnvergleichsrechnung

Hier werden ebenfalls die Investitionsmassnahmen mit berücksichtigt. Es resultiert eine Gewinnvergleichsrechnung, die den Gewinn aus der Differenz von Erlösen und Kosten abbildet. Es ist diejenige Investition zu tätigen, die einen Gewinn erwirtschaftet (Müller, 2019, S. 332).

Dieses Rechenverfahren bildet zwar den Gewinn ab und stellt eine leicht nachvollziehbare Methode dar. Sie wird jedoch nicht weiter berücksichtigt, weil die zeitliche Struktur der Einflussgrößen unberücksichtigt bleibt.

Rentabilitätsvergleichsrechnung

Im Vergleich zur Gewinn- und zur Kostenvergleichsrechnung berücksichtigt diese Methode, dass Investitionen unterschiedlich viel Kapital binden können. Die Gewinne der Investitionsobjekte werden ins Verhältnis zum erforderlichen Kapitalbedarf gesetzt. Die Durchführung ist dann gerechtfertigt, wenn die Rentabilität der Investitionen mindestens die vom Unternehmen geforderten Mindestrendite erreicht (Müller, 2019, S. 333-334).

Dieses Rechenverfahren bildet nebst dem Gewinn ebenfalls den erforderlichen Kapitalbedarf ab. Es wird nicht weiter berücksichtigt, weil die zeitliche Struktur der Einflussgrössen unberücksichtigt bleibt.

Statische Amortisationsrechnung

Diese Methode untersucht, im Gegensatz zu den statischen Investitionsrechnungen, nach welcher Zeit das investierte Kapital durch die Umsatzerlöse zurückgewonnen wird. Hierfür werden nicht Kosten und Erlöse, sondern die Ein- und Auszahlungen, die mit der Investition verbunden sind, betrachtet. Je länger die Amortisation dauert, desto grösser ist das Risiko der Investition (Müller, 2019, S. 334).

Sie wird nicht weiter berücksichtigt, weil lediglich die Amortisationsdauer abgebildet wird und die Entwicklung nach diesem Zeitraum vernachlässigt wird.

2.6.2 Dynamische Investitionsrechnungen

Die dynamische Investitionsrechnung berücksichtigt im Vergleich zu den statischen Methoden den zeitlichen Unterschied zwischen den Ein- und Auszahlungen. Das Auf- oder Abzinsen der Zahlungsflüsse trägt dem zeitversetzten Anfall der Zahlungen Rechnung. Die unterschiedlichen Wertvorstellungen von Kapitalgebern und Kapitalnehmern werden mit dem Kapitalmarktzins in Übereinstimmung gebracht. Die Höhe des Zinssatzes gibt an, um wie viel wertvoller ein heute verfügbarer Geldbetrag im Vergleich zu einem gleich hohen Betrag ist, über den jedoch erst zu einem späteren Zeitpunkt verfügt werden kann (Müller, 2019, S. 338).

Interner Zinssatz

Der interne Zinssatz stellt denjenigen Zinssatz dar, bei dessen Verwendung der Kapitalwert einer Investition gleich null ist. Er wird häufig als Zielgrösse zur Ermittlung der Vorteilhaftigkeitsbetrachtung von Investitionen herangezogen (Blohm, 2012, S. 81). Der Zinssatz, bei dessen Verwendung der Barwert der Auszahlung genauso gross ist wie der Barwert der Einzahlungen, wird als interner Zinssatz bezeichnet (Müller, 2019, S. 348). Die Ermittlung einer ökonomisch sinnvoll interpretierbaren Lösung ist nur möglich, wenn Investitionen vorliegen, deren Zahlungsreihen mit einer oder mehreren Auszahlungen beginnen, danach ausschliesslich Einzahlungen stattfinden und schlussendlich die Summe der Einzahlungen grösser ist als diejenigen der Auszahlungen (Busse von Colbe, 2015, S. 130-131).

Sie wird aufgrund der vorgegebenen Zahlungsreihen nicht weiter berücksichtigt.

Dynamische Amortisationsrechnung

Im Gegensatz zur statischen Amortisationsrechnung wird bei der dynamischen Methode die Verzinsung und somit der Zinseszinsseffekt berücksichtigt. Der dynamische Amortisationszeitpunkt stellt den Zeitpunkt dar, bis zu dem die Auszahlung der Investition durch den Zinseszinsseffekt und allfälliger Liquidationszahlung wiedergewonnen wird und der Kapitalwert als Funktion der Zeit den Wert null aufweist. Wie bei der statischen Amortisationsrechnung wird die nachträgliche Entwicklung der Zahlungsreihen vernachlässigt (Müller, 2019, S. 352).

Sie wird aufgrund der Vernachlässigung der nachträglichen Zahlungsreihen nicht weiter berücksichtigt.

Kapitalwert

Die Kapitalwertmethode umfasst die Nettobarwert-, die Net-Present-Value- und die Discounted-Cashflow-Methode (DCF) und wird sehr häufig als Entscheidungskriterium verwendet (Schneider, 1981, S. 334-339). Die Summe aller auf einen Zeitpunkt auf- oder abgezinsten Ein- und Auszahlungen stellt den Kapitalwert dar (E. Schneider, 1951, S. 15). Somit spiegelt der Kapitalwert alle Zahlungen einer Investition in einem Betrag wieder. Der Bezugszeitpunkt ist für den Vergleich nicht relevant, solange für alle Alternativen der gleiche Zeitpunkt gewählt wird (Müller, 2019, S. 343). Zur Ermittlung des Kapitalwertes wird angenommen, dass ein vollkommener Kapitalmarkt mit folgenden Kennzeichen vorhanden ist (Hering, 2017, S. 33-34):

- Es existiert ein einheitlicher Zinssatz für Geldanlagen und Kreditaufnahme.
- Zu diesem Zinssatz können Finanzmittel in uneingeschränkter Höhe angelegt und aufgenommen werden.
- Transaktionskosten, Steuern und Abgaben existieren nicht.

2.6.3 Herangehensweise in der Modellrechnung

Für die Ermittlung des Kapitalwertes der Mieterausbaufinanzierungen wird die Discounted-Cashflow-Methode als zeitgemässe und beste Methode erachtet. Als Vorteil wird angesehen, dass alle Erträge und Aufwände ersichtlich und somit nachvollziehbar sind. Diese Methode wird gemäss Fachexperten*innen bei der Liegenschaftsbewertung von institutionellen Investor*innen am häufigsten angewendet.

Eine praxisnahe und realistische Parametrierung der relevanten Faktoren für die Modellrechnung wird durch die Befragung der Fachexpert*innen in den Interviews sichergestellt.

Es wird das 2-phasige Modell gewählt, welches in der ersten Phase die Free Cashflows abzinst und im Anschluss aufaddiert. In der zweiten Phase werden Cashflows und Restwert ermittelt, wobei die Vorgehensweise mit dem Ertragswertverfahren vergleichbar ist. Die Summe der Ergebnisse aus beiden Phasen entspricht dem Discounted-Cashflow-Wert der Investition (Roesch, 2012, S. 114).

2.7 Methode der Nutzwertanalyse

Die Nutzwertanalyse stellt eine Unterform des Scorings dar, bei der Entscheidungsalternativen durch Erfahrungswissen in Form eines kreativen Denkprozesses miteinander verglichen werden können (Kühnapfel, 2021, S. 3). Sie wird vor allem bei komplexen Entscheidungsfindungsprozessen eingesetzt. Damit werden alle entscheidungsrelevanten Aspekte betrachtet, Objektivität und Nachvollziehbarkeit gewährleistet und Wissenslücken der Entscheider*innen aufgezeigt (Kühnapfel, 2021, S. 5-6). Die Analyse quantifiziert in einem vorgegebenen Transformationsprozess alle Aspekte einer Entscheidung, auch diejenigen, die nicht gemessen oder gezählt werden können, und lässt sie in Form von Punkten einfließen, nämlich dem Nutzwert (Kühnapfel, 2021, S. 6). Im Speziellen gelingt damit eine Fragmentierung eines komplexen Problems in Teilprobleme. Weil Entscheider*innen damit gezwungen werden, sich auf Teilaspekte zu konzentrieren, werden subjektive Präferenzen ausgehebelt und eine Entemotionalisierung und Objektivierung gewährleistet. Erst die Synthese aller Fragmente ermöglicht eine sachlich begründete Wertung, die als letzter Schritt zu einem Gesamturteil aggregiert wird (Kühnapfel, 2021, S. 7).

Das Modell weist ebenfalls Grenzen auf. Es impliziert Subjektivität, weil die Bewertungen auf Vermutungen und Erfahrungswissen basieren. Die Kriterien sind nicht perfekt überschneidungsfrei und die Gewichtung kann durch das Individuum verzerrt werden. Es wird methodisch versucht, durch die Fragmentierung des Problems die Unschärfen zu glätten (Kühnapfel, 2021, S. 14).

Das standardisierte Vorgehen bei der Erstellung einer Nutzwertanalyse in Anlehnung an (Kühnapfel, 2021, S. 18-19) verläuft wie folgt:

1. Organisation des Arbeitsumfelds und Planung (Bestimmung Projektleiter*in, Teilnehmer*innenkreis und Timing),

2. Beschreibung des Ziels und des Entscheidungsproblems (welchen Beitrag zur Entscheidung soll die Nutzwertanalyse leisten?),
3. Auswahl der Entscheidungsalternativen (Festlegung und Beschreibung der zu bewertenden Optionen),
4. Bestimmung der Entscheidungskriterien (Sammlung aller Kriterien),
5. Gewichtung der Entscheidungskriterien (durch die Paarvergleichsmethode),
6. Skalen und Bewertungsvorschriften (Festlegung einer Skala zur Bewertung der kriteriellen Zielerreichung),
7. Bewertung der Entscheidungskriterien (Festlegung des Prozederes für die Durchführung, Bewertung und Auswertung),
8. Berechnung des Nutzwerts (Addition der kriteriellen Punkte zu einer Gesamtpunktzahl),
9. Sensitivitätsanalyse (Variation der Gewichtung der Kriterien unter Beibehaltung der Bewertungen),
10. Präsentation und Dokumentation des Ergebnisses (Vorstellung des Verfahrens, Erläuterung des Ergebnisses, Vorstellung der Sensitivitätsanalyse, Handlungsempfehlung und Dokumentation des Verfahrensablaufs).

3. Modell zur Potenzialermittlung (empirische Untersuchung)

Nebst der Ermittlung der Finanzierungsmodelle und Benennung ihrer Vor- und Nachteile, Charakteristik und Kritik ist es Ziel dieser Abschlussarbeit, ein Modell zu entwickeln, das zur besseren Entscheidungsfindung institutioneller Investor*innen beiträgt und aufzeigen soll, für welches Mieterausbaufinanzierungsmodell sie die besten Eigentümer*innen sind.

Das Kapitel 3 widmet sich der Ermittlung aller auf dem Schweizer Immobilienmarkt angewendeten Mieterausbaufinanzierungsmodelle, die aufgeführt und erklärt werden. Die anschliessende Modellentwicklung wird am Beispiel des Büroflächenbestandes der Zurich Invest AG aufgebaut.

Unter Kapitel 3.1 werden zunächst die Konzeption und die Methode erklärt. Anschliessend werden im Kapitel 3.2 die Mieterausbaufinanzierungsmodelle vorgestellt. In den Kapiteln 3.3 bis 3.6 werden das Forschungsdesign, die Fachexpert*innen-Interviews sowie die qualitativen und quantitativen Analysen vorgestellt, ausgewertet und deren Resultate kommentiert.

3.1 Konzeption und Methode

Es wird ein Finanzierungsmodell erarbeitet, welches institutionellen Eigentümer*innen in der strategischen Entscheidungsfindung aufzeigen soll, für welche Mieterausbaufinanzierung sie die besten Eigenschaften aufweisen. Bei der Wahl und Anwendung des Finanzierungsmodells, soll die Entscheidungsgrundlage aus ökonomischer Sicht begründet und die hierfür getroffenen Entscheidungsgrundlagen transparent und nachvollziehbar dargelegt werden. Aus den Fachexpert*innen-Interviews werden einerseits die gängigsten Mieterausbaufinanzierungsmodelle abgefragt und andererseits die quantitative Bewertung in Form eines Marktwertes sowie eine qualitative Bewertung in Form eines Nutzwertes abgeleitet. Es resultiert ein Kosten-Nutzen-Verhältnis, welches im Folgekapitel in einer Gesamtbetrachtung interpretiert wird. Auf dieser Basis können die Forschungsfragen und Hypothese beantwortet werden. Die Modellzusammensetzung erfolgt mittels fünf Elementen und wird in nachstehender Abbildung dargestellt. Es sind dies die Ermittlung der Finanzierungsmodelle, die Fachexpert*innen-Interviews, die qualitative Analyse, die quantitative Analyse und eine Gesamtbeurteilung, die alle Aspekte zusammenführt und darstellt.

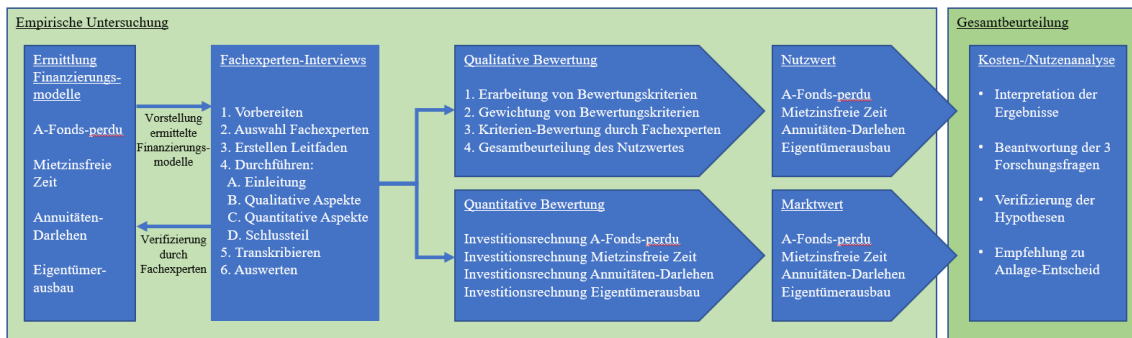


Abbildung 2: Schematische Darstellung des Modellaufbaus

3.2 Mieterausbaufinanzierungsmodelle

Die Theorie zeigt unter Kapitel 2.3, wie sich der Grundausbau vom Mieterausbau unterscheidet und welche Vermietungsarten auf dem schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung finden. In diesem Kapitel werden alle Mieterausbaufinanzierungsmodelle aufgeführt, die auf dem Schweizer Immobilienmarkt angewendet und durch die Fachexpert*innen bestätigt werden. Nebst den Vor- und Nachteilen eines jeden Finanzierungsmodells werden ebenfalls die Anwendungseignung, Charakteristik und Kritik beleuchtet.

3.2.1 À fonds perdu

Der Duden übersetzt „à fonds perdu“ als „Zahlung ohne Aussicht auf Gegenleistung oder Rückerstattung“ (Duden, o. J.). Diese eigentümer*innenseitige Mieterausbaufinanzierung erfolgt indirekt mittels einer Einmalzahlung, meistens nach vollendeten Arbeiten und mieter*innenseitiger Vorlage der finalen Bauabrechnung. Sie wird als indirekte Mieterausbaufinanzierung deklariert, weil sie in erster Linie einen Anreiz oder ein Incentive für die Mieter*innen darstellt, um den Mietvertragsabschluss schneller herbeiführen zu können. Trotzdem wird sie als Finanzierung verstanden, weil damit in der Regel ein etwas höherer Mietzins generiert werden kann, der aus Bewertungssicht in den Folgejahren einen Mehrwert generieren kann.

Die Betragshöhe ist abhängig von der Flächengrösse und dem Investitionsbedarf. Die meisten Fachexpert*innen nannten oft eine Betragshöhe von circa CHF 50'000 pro Mietvertragsabschluss als gängigen Richtwert. Der Betrag ist jedoch abhängig von den generierten Nettomietzinseinnahmen während der vereinbarten Mietvertragsdauer.

Diese Mieterausbaufinanzierung charakterisiert eine unkomplizierte Art, den Mieter*innen mittels einer Einmalzahlung ein Entgegenkommen zu signalisieren.

Anwendung findet diese Finanzierungsart bei bereits ausgebauten Mietflächen, die eher klein sind, oder bei grösseren Mietflächen als zusätzliches Incentive flankierend zu einer weiteren Mieterausbaufinanzierung.

Kritik: Zu kritisieren ist, dass die Finanzierungsart den Cashflow der Liegenschaft in der Bewertung negativ beeinflusst und bei einem allfälligen Konkurs der/des Mieter*in kein Anspruch mehr darauf erhoben werden kann.

Eignung und Charakteristik: Dieses Mieterausbaufinanzierungsmodell eignet sich besonders für kleinere Beteiligungsbeträge und ist durch die Einmalzahlung sehr einfach in der Handhabung. Wenn die Liegenschaft kurz- bis mittelfristig verkauft werden soll, wird diese Finanzierungsart bei der Wiedervermietung oft eingesetzt. Dadurch wird der Liegenschaftswert leicht höher ausfallen, weil nur im ersten Jahr ein höherer Aufwand durch die Einmalzahlung entsteht und in den Folgejahren vom höheren Cashflow in Form von Nettomietzinsen profitiert wird, die den Liegenschaftswert erhöhen.

Vorteile: Die Finanzierungsmethode löst keine vermietet*innenseitig wiederkehrenden Verpflichtungen wie Instandhaltungs- oder Instandsetzungskosten aus. Sie stützt in der Regel einen höheren Nettomietzins, ist durch die höheren Nettomietzinse bewertungsrelevant und weist eine hohe Attraktivität für die Mieter*innen aufgrund direkter Reduktion der Anfangsinvestitionen auf.

Nachteile: Es wird damit kein zusätzliches Renditepotenzial generiert, die Mieterausbaugestaltung oder Nachhaltigkeitsaspekte sind nicht oder nur sehr gering damit beeinflussbar und die Liegenschaft erfährt im ersten Jahr der Anmietung einen leichten Minderwert aufgrund der Einmalzahlung an die/den Mieter*in.

3.2.2 Mietzinsfreie Zeit

Die mietzinsfreie Zeit verhält sich im Wesentlichen wie die À-fonds-perdu-Finanzierung. Vermieter*innenseitig erfolgt eine Finanzierung des Mieterausbaus, ohne dabei weitere Verpflichtungen einzugehen. Sie wird ebenfalls als indirekte Mieterausbaufinanzierung deklariert, weil sie in erster Linie einen Anreiz oder ein Incentive für die/den Mieter*in darstellt, um den Mietvertragsabschluss schneller herbeiführen zu können. Der Hauptunterschied ist, dass eigentümer*innenseitig keine physische Auszahlung gegenüber den Mieter*innen getätigt werden muss, sondern seine Finanzierung mittels Erlass der Nettomiete gewährleistet wird. In der Regel werden mietzinsfreie Zeiten von einem bis sechs Monate gewährt. Hier sind gemäss Fachexpert*innen bis zu drei Monate sehr verbreitet, während mietzinsfreie Zeiten von drei bis sechs Monaten etwas weniger

gewährt werden. Weiter gibt es zwei gängige Varianten der Gewährung. Die erste umfasst eine fixe Mietvertragslaufzeit, die unabhängig von der mietzinsfreien Zeit vereinbart wird, beispielsweise einen 5-Jahres-Vertrag, bei dem in den ersten 3 Monaten lediglich die Nebenkosten-Akontos vermietet*innenseitig verrechnet werden. Die zweite Variante rechnet die anfangs gewährte mietzinsfreie Zeit auf die ursprünglich vereinbarte Mietvertragsdauer auf, sodass der/dem Eigentümer*in in der Nettobetrachtung über die volle Mietvertragsdauer der Mietzins bezahlt wird. Beispielsweise wird der gleiche 5-Jahres-Vertrag um drei Monate verlängert und dauert nun fünf Jahre und drei Monate. Die/der Mieter*in erhält weiterhin einen Nettomietzinserslass in den ersten drei Monaten und zahlt lediglich für fünf Jahre anstelle von fünf Jahren und drei Monaten.

Eignung und Charakteristik: Diese Finanzierung lässt sich sehr einfach vertraglich regeln und umsetzen. Der Umfang kann sich von den üblichen eins bis sechs Monaten auf verschiedene Varianten ausweiten, die auch mittlere oder grössere Finanzierungen damit abdecken. Im Grundsatz ist dies jedoch eine Verhandlungssache.

Kritik: Weil diese Finanzierungsart so einfach umzusetzen ist und kein realer Geldtransfer nötig ist, wird sie meist von Beginn weg mietet*innenseitig eingefordert oder seitens Vermarktung angeboten. Gemäss Fachexpert*innen scheint es, als wäre es normal geworden, mindestens einen bis drei Monate mietzinsfreie Zeit zu gewähren.

Vorteile: Mit der Gewährung von mietzinsfreier Zeit werden vermietet*innenseitig keine wiederkehrenden Verpflichtungen wie Instandhaltungs- oder Instandsetzungskosten ausgelöst. Sie stützt in der Regel einen höheren Nettomietzins und ist durch die höheren Nettomietzinse bewertungsrelevant. Es existieren eine hohe Attraktivität für die Mieter*innen aufgrund direkter Reduktion der Anfangsinvestitionen sowie eine einfache Handhabung in der Praxis. Es ist kein physischer Geldtransfer nötig und das Verwaltungshonorar reduziert sich meistens um diesen Betrag, da oftmals als Honorarbasis der Ist-Nettomietzins vereinbart wird.

Nachteile: Die Finanzierungsart stellt kein Renditepotenzial auf die Mieterausbaufinanzierung dar, die Beeinflussung der Mieterausbaugestaltung und Nachhaltigkeitsaspekte sind vermietet*innenseitig nur sehr schwer durchsetzbar und die Liegenschaft erfährt in der vereinbarten reduzierten Anfangsphase der Anmietung einen Minderwert aufgrund der fehlenden Nettomietzinseinnahmen respektive aufgrund der erhöhten mietzinsfreien Zeit oder eines Leerstands.

3.2.3 Annuitätendarlehen

Das Annuitätendarlehen stellt ein reines Finanzierungsgeschäft dar, welches meist nicht direkt mit der Immobilie in Verbindung gebracht wird. Die Mieter*innen werden als Darlehensnehmer*innen regelmässig eine feste Rate zahlen. Diese feste Rate umfasst die Tilgung und Verzinsung des Mieterausbaus. Durch die fortlaufende Tilgung wird der Zinsanteil der Annuität immer geringer, sodass der Tilgungsanteil mit zunehmender Tilgungsdauer im gleichen Umfang wächst, wie die Zinsen abnehmen (Klapp Eckhard, 2006, S. 77).

Kritik: Viele institutionelle Investor*innen sehen im Annuitätendarlehen und somit in der Aktivität auf dem Geldmarkt keine Kernkompetenz. Das Darlehen kann losgelöst von der Liegenschaft betrachtet und als reines Finanzierungsgeschäft dargestellt werden.

Eignung und Charakteristik: Das Annuitätendarlehen eignet sich bei Mieter*innen mit guter Bonität und längerfristigem Bestehen der Geschäftstätigkeit. Bei speziellen oder stark mieter*innenbezogenen Mieterausbauwünschen kann mit einem Darlehen eine Finanzierung erstellt werden, die zu einer erweiterten Renditemöglichkeit führt, während gleichzeitig das Eigentum auf der Mieter*innenseite verbleibt, welches somit grundsätzlich zurückgebaut werden muss. Die Verzinsung wird nicht vorgegeben und ist Bestandteil der Verhandlungsgespräche.

Vorteile: Es besteht ein hohes Renditepotenzial mit frei wählbarer Verzinsung und Amortisationsdauer, die Mieterausbaugestaltung kann teilweise damit beeinflusst werden und es entstehen keine vermierter*innenseitigen und wiederkehrenden Instandhaltungs- oder Instandsetzungskosten.

Nachteile: Meistens werden substanzielle Mieterausbaufinanzierungsbeiträge gefordert. Die Methode ist nicht geeignet, wenn Mieter*innen eine schlechte Bonität aufweisen oder erst vor Kurzem gegründet wurden. Die Nachhaltigkeit kann damit nicht oder nur teilweise beeinflusst werden. Mieter*innen könnten die eigene Hausbank präferieren. Diese Mieterausbaufinanzierung wird gemäss Fachexpert*innen-Interviews meistens nicht zur Berechnung des Liegenschaftswert berücksichtigt und ist somit wertneutral.

3.2.4 Eigentümerausbau

Der Eigentümerausbau stellt eine reglementierte Mehrwertberechnung dar, die auf Basis der relativen Kostenfaktorenberechnung den Mehrwert des Mieterausbaus berechnet. Der Eigentümerausbau wird auf den aktuellen Referenzzinssatz abgestützt, der geglättet wird durch die Addition von 0.5 % und Division durch 2. Dazu kommt der Kostensteigerungs-

und Amortisationsfaktor. Das Renditegenerierungspotenzial kann für die Mietvertragsverhandlungen als gegeben betrachtet werden, was als Vorteil oder Nachteil angesehen werden kann. Laut den Fachexpert*innen-Interviews wird der Eigentümerausbau im Durchschnitt auf 16 Jahre amortisiert. Je nach Abnutzung, Ausgestaltung des Mieterausbaus und Marktlage kann durch Teilerneuerungen die Lebensdauer verlängert werden. Der Mehrwert des Mieterausbaus wird direkt in den Netto-Mietzins eingerechnet und ist somit fester Bestandteil des Liegenschaftscashflows. Die Flächen gelten als „ausgebaut vermietet“ und weisen dadurch Mehreinnahmen resp. Mehrrendite auf.

Kritik: Damit eine schnelle Erst- oder Wiedervermietung bewerkstelligt werden kann, müssen Eigentümer*innen oftmals in Vorleistung gehen, ohne mit Mietinteressent*innen in Verhandlung zu sein, und den Mieterausbau so weit wie nötig erstellen. Es besteht ein erhöhtes Potenzial an Fehlinvestitionen, da, sobald eine/ein Mieter*in für die ausgebaute Bürofläche gefunden wurde, diese/dieser in den wenigsten Fällen die Fläche im ausgebauten Zustand übernimmt und teilweise grössere oder kleinere Anpassungen wünscht. Damit Fehlinvestitionen möglichst verhindert werden können, benötigen Eigentümer*innen eine durchdachte Planung des Mieterausbaus, die möglichst nutzerneutral und flexibel sein sollte.

Eignung und Charakteristik: Der Eigentümerausbau eignet sich für jede Art von Mieter*in, weil der Mieterausbau grundsätzlich Eigentum der institutionellen Investor*innen ist und somit eine Investition in den eigenen Liegenschaftsbestand darstellt, die unabhängig von den Mieter*innen erfolgt. Die Eigentümer*innenverhältnisse sind klar geregelt und können im Zuge der Mietvertragsverhandlungen durch Mietvertragsklauseln, die die Kostenübernahme von Instandhaltungs- und Instandsetzungsmassnahmen regeln, im gegenseitigen Einvernehmen geregelt werden. Die Ausgestaltung des Mieterausbaus kommt einer Immobilieninvestition nahe und stellt somit eine Kernkompetenz für institutionelle Investor*innen dar, die durch Fachpersonal und Branchenkenntnisse die Umsetzung als Fachleute besser als Mieter*innen bewerkstelligen können.

Vorteile: Es besteht ein geregeltes Renditepotenzial, die Beeinflussung der Mieterausbaugestaltung und Nachhaltigkeitsaspekte sind vermietet*innenseitig möglich und durchsetzbar und der Mieterausbau kann vermietet*innenseitig über eine längere Zeit amortisiert werden. Die Liegenschaft erzielt dadurch mehr Nettomieteinnahmen und erhöht somit den Liegenschaftswert vor allem in der zweiten Phase der DCF-Berechnung.

Nachteile: Meistens sind substanzielle Mieterausbaufinanzierungsbeiträge nötig, die Renditemodellierung ist von Gesetzes wegen reglementiert und kann nicht verändert werden, es fallen eigentümer*innenseitig für den Mieterausbau weitere Instandstellungs- und Instandhaltungsmassnahmen an, die den Liegenschaftsaufwand erhöhen. Des Weiteren kann durch die Limitierung des Liegenschaftsbestandes auf maximal 20 % durch die FINMA die Steigerung des Liegenschaftswertes unter Umständen die Bilanz negativ beeinflussen.

3.3 Forschungsdesign

Aufgrund der aufgestellten Hypothese, dass die Investition in den Mieterausbau ein ungenutztes Anlagepotenzial birgt, wurden alle gängigen Mieterausbaufinanzierungsmodelle beschrieben und von allen Fachexpert*innen bestätigt. Auf den Fachexpert*innen-Interviews weiter aufbauend wird das Finanzierungsmodell entwickelt, welches vorsieht, dass mittels quantitativer und qualitativer Analyse der Markt- und der Nutzwert ermittelt werden. In Form einer Gesamtbeurteilung wird eine Kosten-Nutzen-Gegenüberstellung erstellt, die das beste Mieterausbaufinanzierungsmodell ermittelt, für welches institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen darstellen.

Die qualitativen und quantitativen Elemente können als Grundlage für andere Investoren*innengruppen genutzt werden. Diese Abschlussarbeit basiert jedoch auf der Datenerhebung der Zurich Invest AG und weist somit eher versicherungsspezifische Ausprägungen auf.

Die Ermittlung des Nutzwertes wird durch die Vorbereitung der qualitativen Analyse und die anschliessende Bewertung durch die Fachexpert*innen realisiert. Die quantitative Analyse erfolgt mit einer Discounted-Cashflow-Investitionsrechnung, die den Marktwert jeder Mieterausbaufinanzierung ermittelt und mit dem Zustand ohne jegliche Finanzierungen durch institutionelle Investor*innen vergleicht. Beide Analysen werden in eine Kosten-Nutzen-Auswertung zusammengetragen. Es resultiert eine Reihenfolge der Finanzierungsmodelle für institutionelle Investor*innen nach dem besten Kosten-Nutzen-Verhältnis.

3.3.1 Fachexpert*innen -Interviews

Mit ausgewählten Fachexpert*innen, die ausschliesslich die Sicht institutioneller Investor*innen darstellen, werden Erfahrungswerte im Umgang mit den auf dem schweizerischen Immobilienmarkt gängigen Mieterausbaufinanzierungsmodellen in

Erfahrung gebracht. Ebenso werden mit ihnen eine kritische Hinterfragung und Bewertung der Kriterien je Finanzierungsmodell durchgeführt wie auch die wichtigsten Parameter für die realistische Abbildung der Investitionsrechnung abgefragt und eingesetzt.

3.3.2 Qualitative Analyse

Die qualitative Sicht wird mit einer Nutzwertanalyse bewerkstelligt, die in Anlehnung an das standardisierte Vorgehen nach Kühnapfel (2021) durchgeführt wird.

Die Planungsphase umfasst die Wahl und das Timing der zu interviewenden Fachexpert*innen auf Basis der Zielsetzung und Teilfragen unter Kapitel 1.2 sowie der ermittelten Mieterausbaufinanzierungsmodelle als gängigen Finanzierungsalternativen.

Die Analysephase beginnt mit der Ermittlung der Entscheidungskriterien aus Sicht institutioneller Investor*innen. Im Anschluss werden diese mittels Paarvergleichsmethode miteinander verglichen mit daraus resultierender Gewichtung. Für die Bewertung der gewichteten Kriterien werden eine Skala und Bewertungsvorschriften festgelegt.

Die Bewertungsphase umfasst die Bewertung der gewichteten Kriterien im Rahmen der vorgegebenen Skala durch die Fachexpert*innen.

Die Analysephase beinhaltet die Bewertungen aller Fachexpert*innen und deren Zusammentragen, damit ein Durchschnittswert je Bewertungskriterium und Mieterausbaufinanzierungsmodell ermittelt werden kann. Es resultiert für jedes Finanzierungsmodell ein Nutzwert, welcher in Form einer Rangfolge mit den anderen Finanzierungsmodellen verglichen wird.

Das Resultat spiegelt die qualitative Sichtweise institutioneller Investor*innen wieder und ist Bestandteil der finalen Kosten-Nutzen-Analyse.

3.3.3 Quantitative Analyse

Die quantitative Analyse wird mit der Discounted-Cashflow-Investitionsrechnung erstellt. Angelehnt an das 2-phasige Modell aus dem Schweizerischen Schätzerhandbuch (Roesch, 2012, S. 114) werden alle Mieterausbaufinanzierungsmodelle am Beispiel des Bürobestandes der Zurich Invest AG ausgewertet und miteinander verglichen.

Als Potenzial wird die Summe aller vermietbaren Büroflächen, die sich im Grundausbau befinden, betrachtet. In der ersten Phase wird mit einem realen und in der zweiten Phase

mit einem nominalen Kapitalisierungssatz gerechnet. Das Finanzierungsmodell stützt sich auf die jeweiligen Vor- und Nachteile der einzelnen Mieterausbaufinanzierungsmodelle ab und bildet diese möglichst realitätsgetreu ab. Es resultiert ein Marktwert pro Mieterausbaufinanzierungsmodell mit dem jeweiligen Mehr- oder Minderwert gegenüber dem Zustand ohne jegliche Mieterausbaufinanzierungen.

3.3.4 Resultat und Zusammenfassung

Die qualitative und die quantitative Analyse, die durch die Fachexpert*innen geprüft und mitbewertet wurden, werden zu einer Kosten-Nutzen-Auswertung zusammengetragen. Es resultieren ein Nutzwert und ein Marktwert pro Mieterausbaufinanzierungsmodell, welche die beste Eignung institutioneller Investor*innen nach dem besten Eigentümer*innenprinzip darstellen.

3.4 Fachexpert*innen -Interviews

3.4.1 Beschrieb der Methode

Es wurde das Vorgehen nach Mieg und Näf (2006) gewählt, die das Experten*innen-Interview in sechs Schritte unterteilen und damit ein übersichtliches und nachvollziehbares Vorgehen gewährleistet wird:

Der erste Schritt „Von der leitenden Forschungsfrage zur Hypothese“ beinhaltet die Vorfrage, ob genügend Vorwissen zum Thema vorhanden ist, damit das Thema vorstrukturiert und die Fragestellungen entworfen werden können.

Der zweite Schritt „Der Experte/die Expertin“ beinhaltet die Vorfrage, welche Personen über ausreichend erfahrungsgestütztes Wissen verfügen, um die Fragen beantworten zu können. Die Personen sollen angeschrieben werden. Es soll detektiert werden, ob diese Person sich in der Expert*innenrolle sieht und auch Expert*in für die Fragestellung ist.

Der dritte Schritt „Leitfaden“ beinhaltet das Strukturieren des Leitfadens.

Der vierte Schritt „Planung und Durchführung der Datenerhebung“ beinhaltet die Planung mit anschließender Vorinformation mittels Anschreiben an die Expert*innen, Fragenauswahl, Terminvereinbarung und Durchführung inklusive Protokollierung.

Der fünfte Schritt „Auswertung“ beinhaltet die Prüfung, ob es „leere“ Antworten gibt und Antworten auf die Forschungsfragen vermittelt wurden, die das Thema in neuen Strukturen erscheinen lassen respektive zur Theoriebildung beitragen.

Der sechste Schritt „Veröffentlichung“ beinhaltet die Frage nach der Anonymität der Befragten sowie die Autorisierung von Zitaten, falls von den Befragten oder zur eigenen Absicherung gewünscht.

Das Vorgehen in dieser Arbeit wurde angelehnt an Miege und Näf (2006) mit nachstehenden sechs Teilschritten durchgeführt:

1. Wissensaufbau durch die Literaturrecherchen, wie inhaltlich unter Kapitel 2 wiedergegeben.
2. Auswahl von geeigneten Fachexpert*innen aus der Immobilienbranche, die die Sichtweise institutioneller Investor*innen einnehmen können.
3. Erstellung des strukturierten Interviewleitfadens anhand der erfolgten Literaturrecherchen und der zugrunde liegenden Forschungsfragen (Anhang 1).
4. Durchführung der Interviews auf Basis des vorab zugestellten Interviewleitfadens und Protokollierung mittels Tonaufnahme.
5. Stichwortartiges Transkribieren der Interviews (Anhang 3).
6. Auswerten, Anonymisieren, Sortieren und Zusammenfassen der Inhalte nach Fragestellung, Interpretation der Inhalte und Beantwortung der Forschungsfragen.

3.4.2 Auswahl der Fachexpert*innen

Die befragten Fachexpert*innen stellen aufgrund der Anzahl an Interviews und ihrer langjährigen Tätigkeit auf strategischer Ebene bei institutionellen Investor*innen eine repräsentative Umfrage dar. Es wurden ebenfalls Fachexpert*innen gewählt, welche die Bewertungs- und Vermarktungssicht vertreten.

Es wurde darauf geachtet, dass institutionelle Investor*innen aus unterschiedlichen Sektoren ausgewählt wurden. Darunter sind Versicherungen, börsenkotierte Aktiengesellschaften, Banken und Vorsorgeinstitutionen vertreten. Zudem wurden weitere Akteur*innen aus der Bewertung und Vermarktung befragt, um die Bewertungstendenzen wie auch den Vermietungsmarkt fachspezifischer abbilden zu können.

Der Interviewleitfaden wurde vorab den Fachexpert*innen zur Kenntnisnahme zugestellt. Die Interviews wurden zwischen dem 16. Juni und dem 14. Juli 2022 entweder bei einem persönlichen Treffen oder per Videocall über MS-Teams durchgeführt. Die Interviews wurden alle mit Zustimmung der Fachexpert*innen per Audioaufnahme festgehalten und in der Folge stichwortartig transkribiert. Der namentlichen Erwähnung stimmten alle

Fachexpert*innen zu. Es gab keine Absagen durch die Fachexpert*innen. Nachstehende Tabelle weist alle interviewten Fachexpert*innen auf und begründet deren Auswahl:

Akteure	Experte	Funktion	Begründung
Institutioneller Investor	Alain Paratte	Leiter Immobilien, Alreal Generalunternehmung AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor
Dienstleister Immobilien	Amelie Stielau	Vice President, Jones Lang La Salle Ltd.	Langjährige Erfahrungen in der Vermarktung von Büroflächen für Institutionelle Investoren
Institutioneller Investor	Björn Kernen	Head Portfolio Management, Zurich Invest AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor
Institutioneller Investor	Karin Voigt	Chief Portfolio Officer, Swiss Prime Site Immobilien AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor
Institutioneller Investor	Manuela Gnehm	Asset Managerin, AXA Investment Managers Schweiz AG	Langjährige Erfahrungen im Assetmanagement bei einem Institutionellen Investor
Dienstleister Immobilien	Martin Schönenberger	Chartered Surveyor, Wüst Partner AG	Langjährige Erfahrungen in der Bewertung von Immobilienportfolios von Institutionellen Investoren
Institutioneller Investor	Patrick Follonier	Portfoliomanager, Swiss Life AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor
Institutioneller Investor	Pietro Pacino	Portfoliomanager, Avadis Vorsorge AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor
Institutioneller Investor	Reto Affolter	Asset Manager, Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG	Langjährige Erfahrungen im Assetmanagement bei einem Institutionellen Investor
Institutioneller Investor	Sreten Petkovic	Portfoliomanager & Freiberufler, Swiss Retail Solution AG	Langjährige Erfahrungen im Portfoliomanagement bei einem Institutionellen Investor

Tabelle 2: Übersicht der interviewten Fachexpert*innen

3.4.3 Aufbau Interviewleitfaden

Der Interviewleitfaden basiert auf den unter Kapitel 1.2 aufgeführten Forschungsfragen. Er ist in folgende Teilbereichen untergliedert:

- A. Einleitung
- B. Qualitative Aspekte
- C. Quantitative Aspekte
- D. Schlussteil

In der Einleitung wurden vornehmlich geschlossene Fragen gestellt und die Antworten für die bessere Auswertung mittels Multiple-Choice-Strukturen vorgegeben. Trotzdem waren individuelle Ergänzungen und weitere Kommentare möglich. Die qualitativen Aspekte beinhalteten die gewichteten Kriterien und deren Bewertung, die mit jeder/jedem Fachexpert*in und für jedes Mieterausbaufinanzierungsmodell angewandt wurden. Die quantitativen Aspekte gingen speziell auf die Parametrierung des Finanzierungsmodells ein und wurden vornehmlich mit offenen Fragen ausgestaltet. Im Schlussteil wurden offene und geschlossene Fragen zur allgemeinen Anwendung der Finanzierungsmodelle

gestellt. Im Anhang ist ein repräsentativer Interviewleitfaden aufgeführt, der als Basis für alle Interviews verwendet wurde. Einzig der Leitfaden mit dem Immobilienbewerter wurde mit zwei zusätzlichen bewertungsspezifischen Fragen ergänzt. Die erste Zusatzfrage ging näher auf die Lebensdauer des Eigentümergebüudes und das Annuitätendarlehen ein und die zweite Zusatzfrage ermittelte die Fachmeinung zu den DCF-Investitionsrechnungen aus Bewertungssicht. Die Auswertung der Fachexpert*innen-Interviews werden im Anhang 3 beigelegt.

3.4.4 Auswertungsmethoden

Die Auswertung der Fachexpert*innen-Interviews erfolgt in zwei Teilen. Im ersten Teil wurden alle Multiple-Choice-Fragen quantitativ und im zweiten Teil die stichwortartig transkribierten Texte qualitativ ausgewertet. Beide Teile werden ergänzend zur Modellauswertung herangezogen.

Bei der quantitativen Auswertung wurden bei den Multiple-Choice-Fragen die einzelnen Antworten dargestellt und deren Mittelwert ermittelt. Bei der Bewertung der gewichteten Kriterien wurde der Mittelwert aller Antworten verwendet.

Bei der qualitativen Auswertung wurden alle wichtigen Aussagen der Fachexpert*innen in der Reihenfolge des Interviewleitfadens sortiert. Für jede Frage wurde eine aussagekräftige Zusammenfassung oder Kernaussage erstellt, die alle einerseits in die Modellparametrierung einfließen und andererseits in den folgenden Kapiteln erklärt werden und in der Schlussbetrachtung Anwendung finden.

3.4.5 Einleitung des Fachexpert*innen-Interview

Verwendung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen?

Alle Fachexpert*innen wenden Mieterausbaufinanzierungsmodelle an. Immer wieder wurde jedoch erklärt, dass dies mieter*innengetrieben und dem heutigen Mieter*innenmarkt geschuldet sei. Am liebsten würden die Expert*innen weiterhin im Rohbau vermieten, damit die Mietvertragsverhandlungen nicht mit Schnittstellenthemen schwieriger gestaltet werden müssen als nötig.

Nachstehende Grafik zeigt die einheitliche Meinung der Fachexpert*innen bezüglich der Anwendung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen:

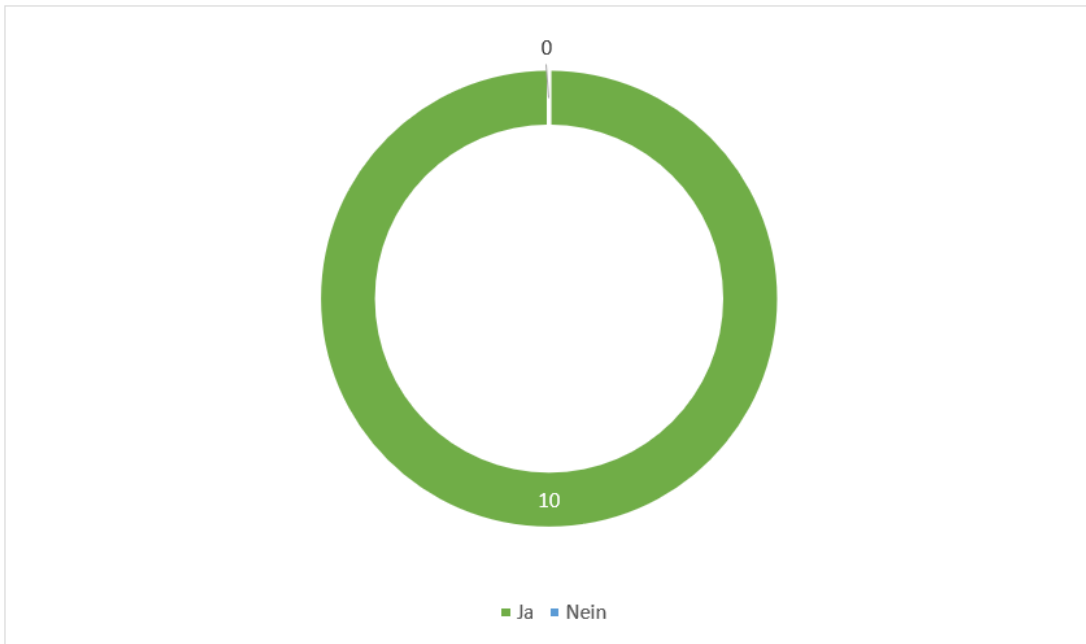


Abbildung 3: Verwendung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen

Treiber der institutionellen Investor*innen sind die Differenzierung gegenüber der Konkurrenz, ein gesundes Risiko-Rendite-Verhältnis und vor allem die Attraktivitätssteigerung des Mietvertragsabschlusses, damit die Leerstandsquote tief gehalten oder weiter gesenkt werden kann. Damit auch künftige Fehlinvestitionen vermieden werden können, liegt das Augenmerk hauptsächlich auf der Wiederverwendbarkeit und der neutralen Gestaltung des Mieterausbaus, der bei einer Wiedervermietung vollumfänglich oder zumindest mehrheitlich übernommen werden kann.

Bei der Finanzierung des Mieterausbaus sollte gemäss Fachexpert*innen darauf geachtet werden, dass der ausgebaute Mietzins nicht „Overrented“, sprich nicht über dem ortsüblichen Mietzins liegt oder erscheint. Institutionelle Investor*innen sollten stets das gesamte Mietzinsniveau im Auge behalten und abwägen, wann das Mietzinsgenerierungspotenzial ausgeschöpft sei und somit auch keine Mehrmiete für den Mieterausbau bezahlt werde.

Welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle werden angewendet?

In nachstehender Grafik wird aufgezeigt, dass alle Fachexpert*innen alle vier Mieterausbaufinanzierungsmodelle anwenden, um vor allem leer stehende Büroflächen auf dem Markt zu platzieren resp. zu vermieten.

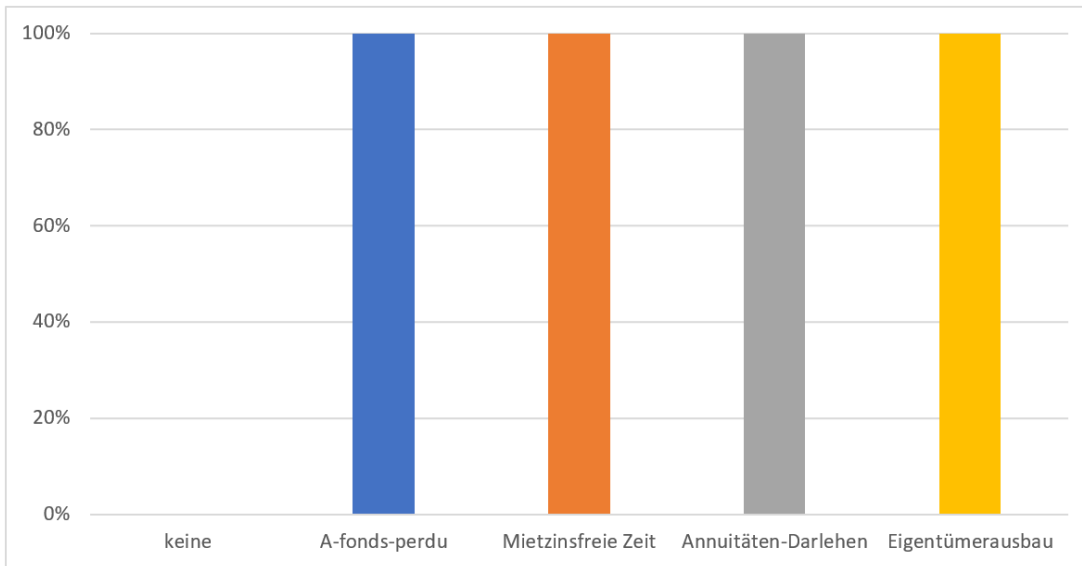


Abbildung 4: Verwendungsarten von Mieterausbaufinanzierungsmodellen

Oftmals werden sie in Kombinationen angeboten. Die Mehrheit der Fachexpert*innen haben jedoch die A-fonds-perdu-Finanzierung und die Gewährung von mietzinsfreier Zeit eher als Incentive, sprich als Anreiz für den schnelleren Mietvertragsabschluss durch die Gewährung von Preisnachlässen in verschiedenen Formen, eingestuft. Das Annuitätendarlehen und der Eigentümerausbau sind aufgrund der effektiven Verzinsung des investierten Kapitals reale Finanzierungsmodelle, die eine Mehrrendite generieren.

Alle Fachexpert*innen haben zudem bestätigt, dass es keine weiteren Mieterausbaufinanzierungsmodelle gebe, die auf dem schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung finden.

Wie oft werden welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle angewendet?

In nachstehender Grafik wird die unterschiedliche Anwendung der Mieterausbaufinanzierungsmodelle aufgezeigt.

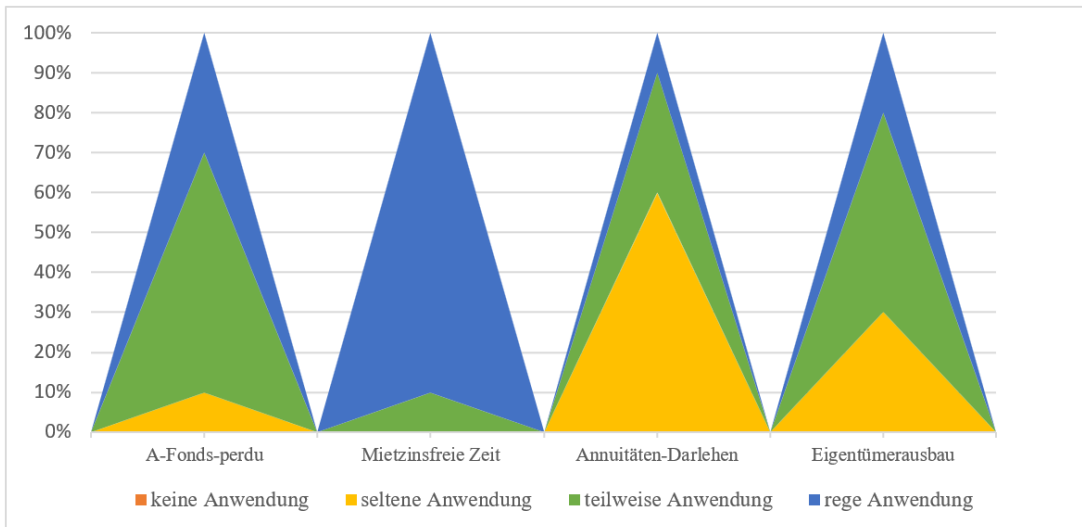


Abbildung 5: Anwendungshäufigkeit von Mieterausbaufinanzierungsmodellen

Die À-fonds-perdu-Finanzierung und die mietzinsfreie Zeit werden teilweise und rege angewendet. Vor allem bei der Verwendung von mietzinsfreier Zeit sind sich die Fachexpert*innen einig. Beide Modelle sind sehr einfach in der Anwendung und steigern den Mietvertragsabschlussfolg stark. Das Annuitätendarlehen wird im Vergleich mit dem Eigentümergehäufung selten bis teilweise angewendet. Der Eigentümergehäufung hingegen wird teilweise und rege angewendet. Die stärkere Anwendung des Eigentümergehäufung basiert auf der stärkeren Einflussmöglichkeit in der Mieterausbaugestaltung und der wesentlich einfacheren Anwendung in der Praxis gegenüber dem Annuitätendarlehen.

3.4.6 Qualitative Aspekte

Sind die erarbeiteten Kriterien aus Sicht institutioneller Investor*innen richtig formuliert und vollumfänglich?

Alle neun Kriterien wurden den Fachexpert*innen vorgestellt und erläutert. Es wurden keine weiteren Kriterien vorgeschlagen, die das Interesse und die Sichtweise institutioneller Investor*innen noch wesentlich prägen würden.

Sind die Gewichtung der Kriterien und die Prioritätenfelder eins bis drei richtig?

Nachstehende Tabelle zeigt die Kategorisierung der Kriterien in drei Prioritätsfelder und die Gewichtung der einzelnen Kriterien.

Prio.	Rang	Nr.	Kriterium	Gewicht	Bewertung
1	1	1	Renditegenerierungspotenzial	19%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	2	9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	17%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	3	3	Risikobehaftung	15%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
2	4	6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	11%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	5	4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	6	5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	7	7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
3	8	2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	4%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	9	8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	4%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	10	10	Weitere aus Interviews?	0%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
Total				100%	

Tabelle 3: Gewichtung der Kriterien vor den Fachexpert*innen-Interviews

Das Kriterium 8 „Attraktivität für Mietvertragsabschluss“ wurde durch 9 von 10 Fachexpert*innen moniert. Dieses Kriterium wurde bei der Erstbewertung auf dem letzten Rang platziert und auf dieser Basis den Fachexpert*innen vorgestellt. Die meisten Fachexpert*innen haben die Klassifizierung im ersten oder zweiten Prioritätsfeld gefordert. Ohne Mietinteressent*innen, die die Büroflächen überhaupt anmieten möchten und als Folge auch in Mietvertragsverhandlungen eintreten, besteht erst gar nicht die Möglichkeit, Mieterausbaufinanzierungsmodelle anzubieten und abzuschliessen. Deshalb wurde dieses Kriterium von Rang 9 auf Rang 4 angehoben und das Prioritätsfeld 1 auf vier Kriterien erweitert. Die finale Ermittlung der Gewichtungsfaktoren im paarweisen Vergleich ist als Anhang 2 hinterlegt.

Die übrigen Kriterien wurden von der Mehrheit der Fachexpert*innen mit einer Mindestquote von 8 zu 10 als realistisch eingestuft und mit der ursprünglichen Gewichtung belassen.

Auswertung der durch die Fachexpert*innen bewerteten gewichteten Kriterien pro Mieterausbaufinanzierungsmodell unter Einhaltung der Zielerfüllungskriterien:

Die Bewertung der gewichteten Kriterien wurde separat ausgewertet und wird unter Kapitel 3.5.4 dargestellt und erläutert.

3.4.7 Quantitative Aspekte

Ermittlung einer marktfähigen Verzinsung ohne Amortisation und deren Tendenz:

Die Verzinsung ohne Amortisationsanteil wird mit verschiedenen Ansätzen ermittelt. Die nachstehende Grafik zeigt die Spanne an Zinssätzen, die angewendet werden.

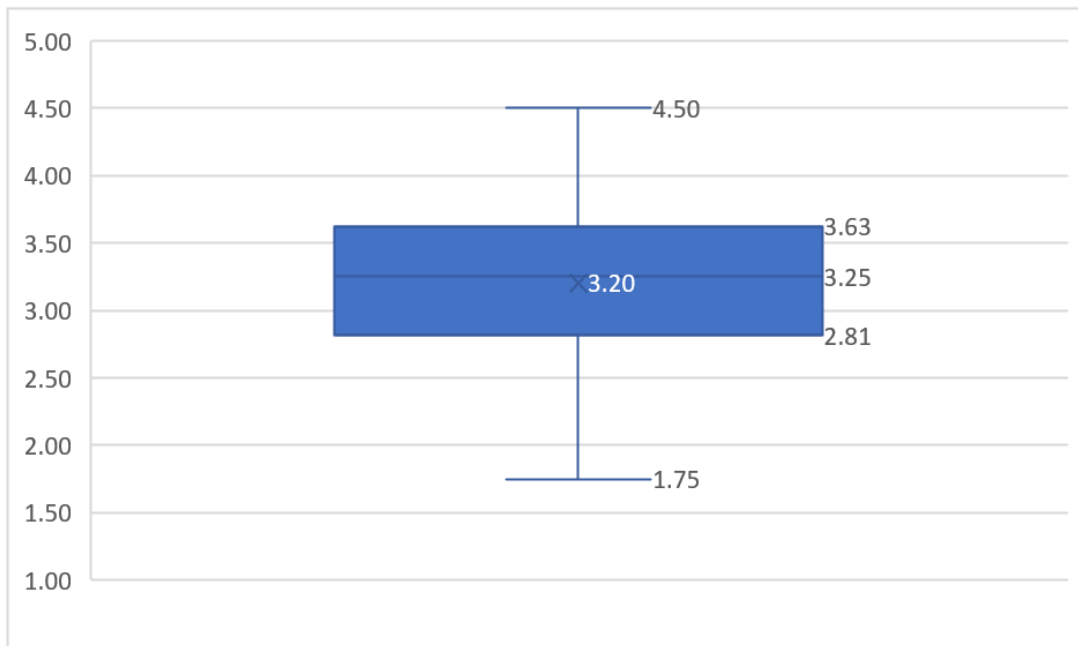


Abbildung 6: Angewendete Verzinsung beim Annuitätendarlehen

Die Ansätze zur Ermittlung sind ebenso unterschiedlich wie die Spanne, die von 1.75 % bis 4.5 % reicht. Hauptanwendung dieses Zinssatzes ist die Kalkulation des Annuitätendarlehens. Beim Eigentümerausbau ist die Verzinsung bereits vorgegeben und somit hinfällig.

Hauptgrund für die unterschiedliche Handhabung ist die Sichtweise institutioneller Investor*innen. Die meisten Fachexpert*innen sehen das Annuitäten-Darlehen als reines Finanzgeschäft an und richten sich somit auf die Finanzmärkte aus oder nehmen den internen WACC und lassen diese Mehreinnahmen teilweise nicht in die Liegenschaftsbewertung einfließen. Andere hingegen sehen das Annuitäten-Darlehen als liegenschaftsbezogene Investition, weil der Mieterausbau fest mit der Liegenschaft verbunden ist. Die Festlegung der Verzinsung basiert auf dem aktuellen Referenzzinssatz zuzüglich einem Risikoaufschlag. Aufgefallen ist, dass sich niemand nach dem aktuellen Diskontsatz der Liegenschaft ausrichtet, der bereits alle Risiko- und Marktkomponenten beinhaltet.

10 von 10 Fachexpert*innen sind sich jedoch einig, dass die Tendenz der Verzinsung steigend sei.

Ermittlung der in der Praxis am häufigsten angewendeten Amortisationszeiten für das Annuitätendarlehen und den Eigentümerausbau:

Nachstehende Grafik zeigt die unterschiedliche Handhabung der Amortisationszeiten der Fachexpert*innen.

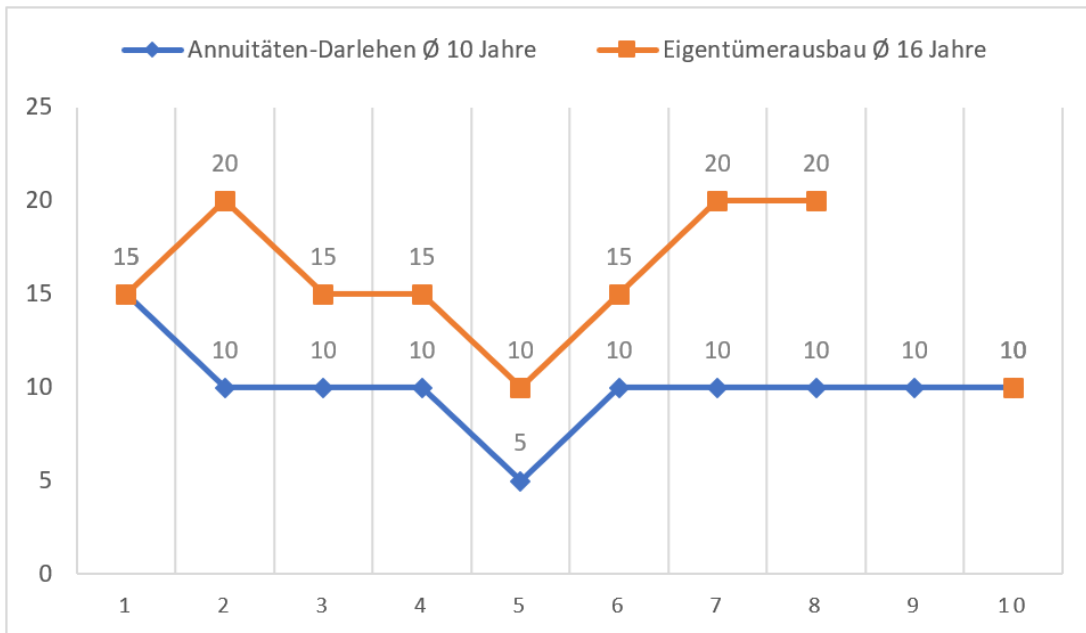


Abbildung 7: Amortisationsdauer für Annuitätendarlehen und Eigentümergebau

Beim Annuitätendarlehen wurde mehrheitlich (8 von 10 Fachexpert*innen) eine Amortisationsdauer von 10 Jahren genannt, die sich vor allem an der Mietvertragsdauer von 10 Jahren ausrichtet.

Beim Eigentümergebau wurden Schwankungen zwischen 10 und 20 Jahren festgestellt. Teilweise konnten hierbei keine Angaben seitens der Fachexpert*innen gemacht werden, die im Durchschnittswert ebenfalls nicht berücksichtigt wurden.

Der Durchschnittswert beim Annuitätendarlehen beträgt 10 Jahre und beim Eigentümergebau 16 Jahre.

Wie wird in der Praxis mit kürzeren Mietvertragslaufzeiten umgegangen?

Der Umgang mit kürzeren Mietvertragslaufzeiten ist einheitlich. Alle (10 von 10 Fachexpert*innen) arbeiten mit einer Strafzahlung oder sogenannten Pönale, die bereits im Mietvertrag stipuliert und bei einer vorzeitigen Mietvertragsauflösung fällig wird. Meistens handelt es sich hierbei um eine Pro-Rata-Strafzahlung auf das investierte Kapital.

Wie wahrscheinlich ist die Beeinflussung der Nachhaltigkeitskriterien oder der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch die Mieterausbaufinanzierung?

Die Fachexpert*innen haben unterschiedliche Meinungen zur Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit und Nachhaltigkeit. Knapp über die Hälfte der Fachexpert*innen (6 von 10 Fachexpert*innen) sind der Ansicht, dass die Wiederverwendbarkeit durch die

Mieterausbaufinanzierung beeinflusst werden könne, und knapp etwas weniger als die Hälfte (4 von 10 Fachexpert*innen) sagen, dass die Nachhaltigkeit damit nicht beeinflusst werden könne.

Zusammengefasst kann festgehalten werden, dass durch die Mieterausbaufinanzierung die Wiederverwendbarkeit eher beeinflusst werden kann als die Nachhaltigkeit.

Können in der Praxis Tendenzen festgestellt werden, welche Anspruchsgruppen eher Mieterausbaufinanzierungsmodelle fordern?

Vor allem Grossmieter*innen fragen nach Mieterausbaufinanzierungsmodellen an. Die Kleinmieter*innen fragen aufgrund der Unerfahrenheit in der Mietvertragsverhandlung eher weniger an. Die ländliche oder Central-Business-District-Lage (CBD) wurde von der Mehrheit als nicht relevant eingestuft.

Nachstehende Grafik zeigt die unterschiedlichen Meinungen zur Tendenz von Gruppen oder geografischen Lagen, bei denen eher Mieterausbaufinanzierungsmodelle angefragt werden.

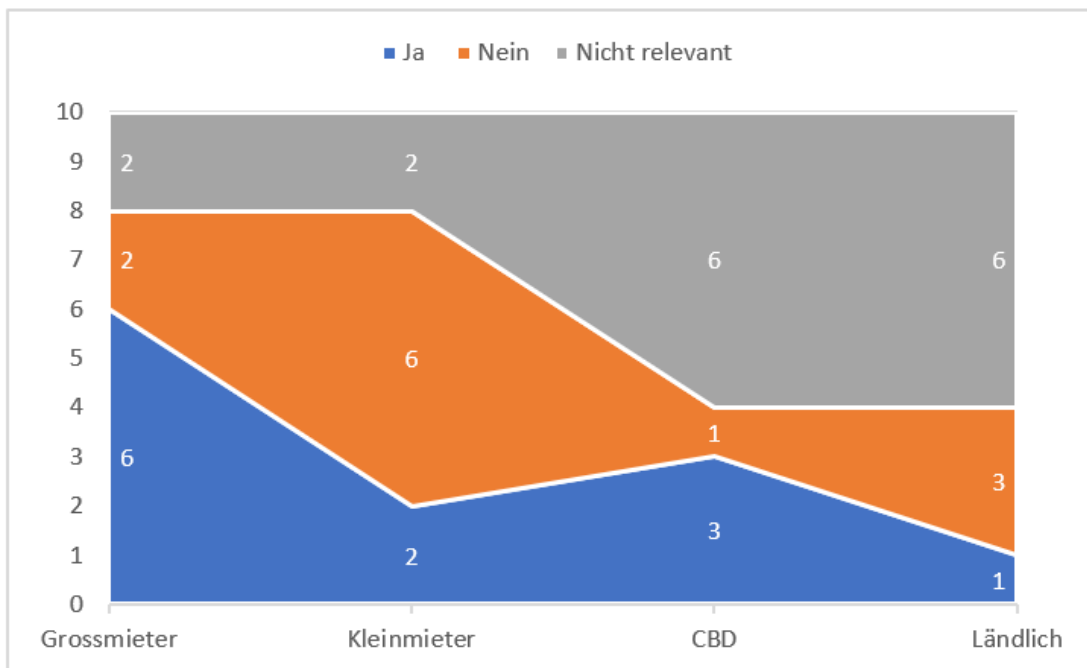


Abbildung 8: Tendenz der Anspruchsgruppen die Mieterausbaufinanzierungen fordern

Wird mit Blick auf das heutige Marktumfeld in Zukunft ein zusätzliches Renditepotenzial in der Finanzierung des Mieterausbaus gesehen?

In nachstehender Grafik wird aufgezeigt, dass die Mehrheit, sprich 7 von 10 Fachexpert*innen, im heutigen Marktumfeld ein zusätzliches Renditepotenzial durch die Mieterausbaufinanzierung sehen. Eine Fachexpertin sieht lediglich im

Eigentümergebietung ein Renditepotenzial und lediglich drei sehen keine Renditepotenzial.

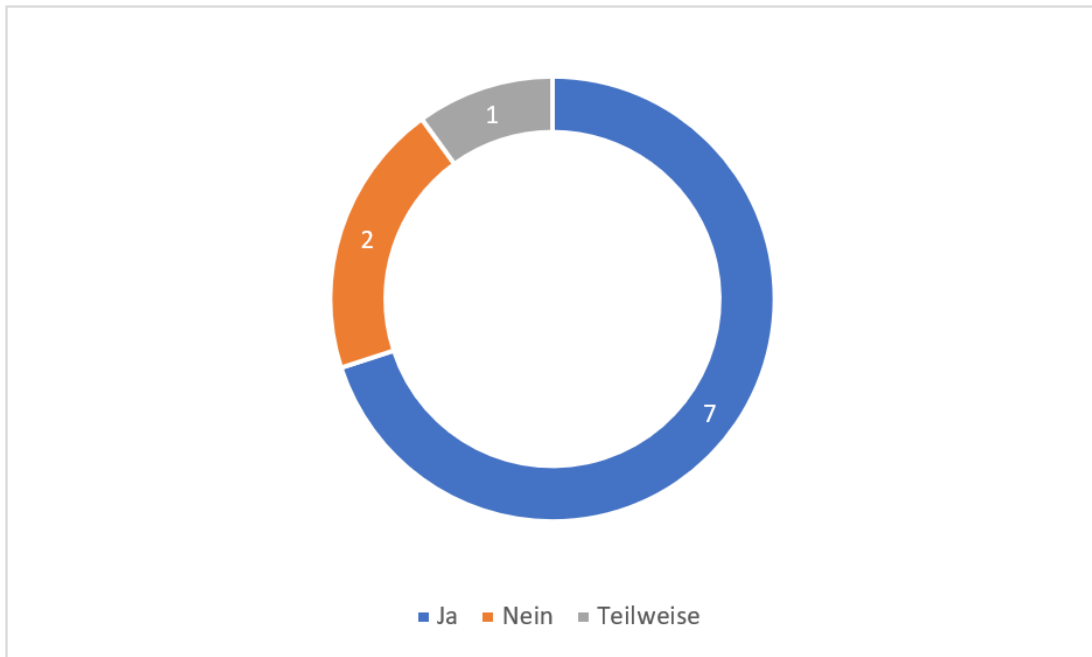


Abbildung 9: Zusätzliches Renditepotenzial in der Mieterausbaufinanzierung

Einer der Hauptgründe für das prognostizierte Potenzial ist, dass institutionelle Investor*innen die nötigen Ressourcen für die Erstellung und Durchführung von Mieterausbauten besitzen. Diese Mieter*innen werden sich, gemäss den Fachexpert*innen, auf ihre Kernkompetenzen stützen wollen und alles, was mit der Bürofläche zu tun hat, durch Fachspezialist*innen erledigen lassen. Können Mieter*innen zu vernünftigen Preisen alles aus einer Hand beziehen, dann ist die Wahrscheinlichkeit gross, dass am Markt dieses zusätzliche Potenzial realisiert werden kann.

3.4.8 Schlussteil des Fachexpert*innen-Interview

Verfügen die institutionellen Investor*innen über ein Monitoring bezüglich der gewährten Mieterausbaufinanzierungen im eigenen Portfolio?

Nachstehende Grafik zeigt, dass die wenigsten institutionellen Investor*innen ein aktives Monitoring der Mieterausbaufinanzierungen betreiben.

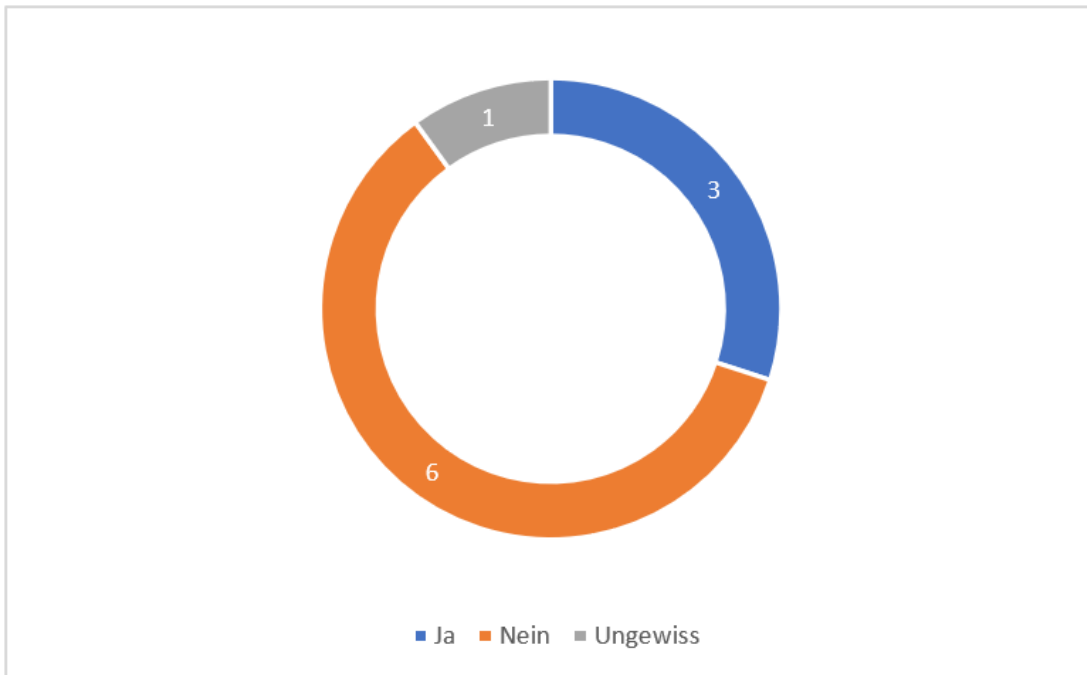


Abbildung 10: Anwendung eines Monitorings für Mieterausbaufinanzierungen

Die meisten Investor*innen weisen eher eine liegenschaftsspezifische Sicht der laufenden Mieterausbaufinanzierungen auf und haben weniger eine Gesamtübersicht auf Portfolioebene. Vereinzelt Investor*innen verfügen jedoch über ein Monitoring, welches die Finanzierungen analysiert und bereits mit Kennzahlen vergleicht und weiterentwickelt.

Wie oft wurden geschätzt Mieterausbaufinanzierungen mit Renditegenerierung (Annuitätendarlehen und/oder Eigentümerausbau) im Verhältnis zu der Anzahl abgeschlossener Mietverträge mieter*innenseitig gefordert resp. vermierter*innenseitig gewährt?

Nachstehende Auswertung zeigt, wie oft die renditegenerierenden Mieterausbaufinanzierungsmodelle Annuitätendarlehen und Eigentümerausbau gewährt wurden.

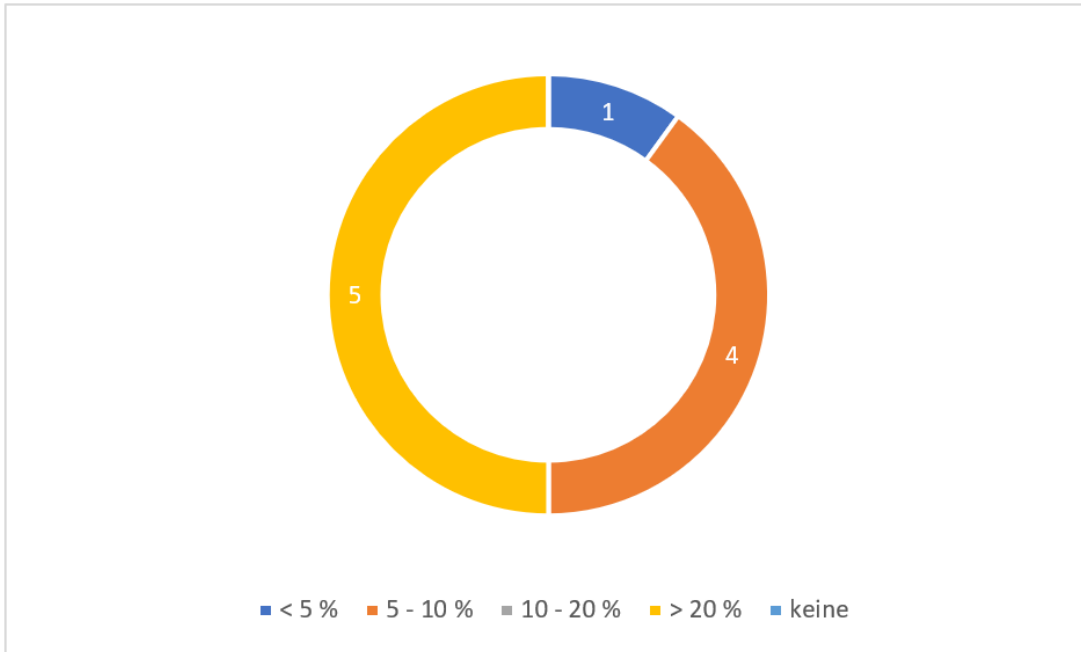


Abbildung 11: Vergabe von renditegenerierenden Finanzierungsmodellen

Die Hälfte der Fachexpert*innen (5 von 10 Fachexperten) haben das Annuitätendarlehen und Eigentümergehäufung zu weniger als 10 % angewendet, die andere Hälfte (5 von 10 Fachexpert*innen) zu mehr als 20 %.

Wie oft wurden geschätzt Mieterausbaufinanzierungen ohne Renditegenerierung (mietzinsfreie Zeit und/oder à fonds perdu) im Verhältnis zu der Anzahl abgeschlossener Mietverträge mieter*innenseitig gefordert resp. vermietet*innenseitig gewährt?

Nachstehende Auswertung zeigt, wie oft die Mieterausbaufinanzierungsmodelle ohne Renditegenerierung à fonds perdu und mietzinsfreie Zeit gewährt wurden.

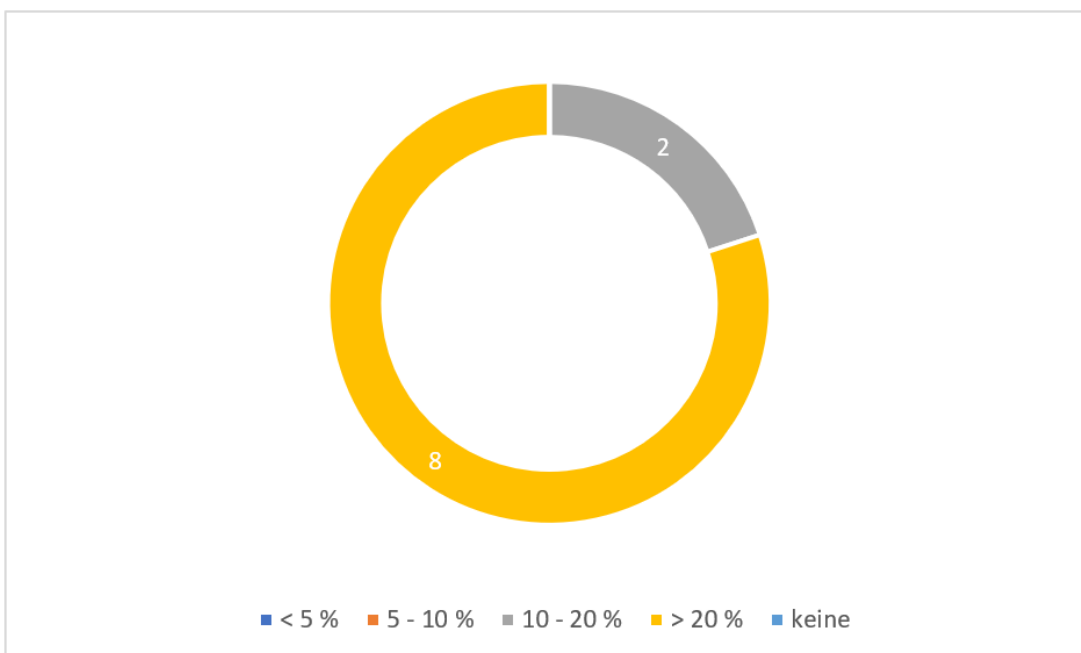


Abbildung 12: Vergabe von nicht renditegenerierenden Finanzierungsmodellen

Die Gewährung von à fonds perdu und mietzinsfreier Zeit erfolgte zu mehr als 20 % (8 von 10 Fachexpert*innen). In den meisten Fällen wurde von einer Vergabe von über 80 % bis 100 % berichtet.

Wie wird das Verhältnis zwischen den renditegenerierenden und den nicht renditegenerierenden Mieterausbaufinanzierungsmodellen bewertet?

Es konnte keine einheitliche Aussage festgestellt werden. Teilweise wurde genannt, dass die À-fonds-perdu-Finanzierung und die mietzinsfreie Zeit einfacher in der Anwendung seien und keine nachgelagerten Verpflichtungen für Mieter*innen und institutionelle Investor*innen mit sich bringen und somit öfters Anwendung finden.

Andere haben bewertungstechnische Gründe, Strategiewahl, Abhängigkeiten vom Liegenschafts- und Ausbauzustand sowie das bewusst gewinnbringende Anlegen von Investor*innenkapital genannt.

Ist die Lebensdauer des Eigentümerausbau mit 20 Jahren und Annuitätendarlehen mit 10 Jahren realistisch angenommen und marktgerecht?

Gemäss Fachexperte wäre die Lebensdauer von 20 Jahren vor einigen Jahren für den Eigentümerausbau realistisch gewesen. Heute wird jedoch eher festgestellt, dass sich die Bedürfnisse der Mieter*innen schneller wandeln und es auch wahrscheinlicher ist, dass der Mieterausbau früher getauscht oder angepasst wird. Somit wird eine Amortisationszeit von circa 15 Jahren beim Eigentümerausbau als zeitgerechter betrachtet.

Die 10-jährige Amortisationszeit beim Annuitätendarlehen lehnt sich oftmals an die Mietvertragsdauer von circa 10 Jahren an und ist somit realistisch.

Ist die DCF-Investitionsrechnung aus Bewertungssicht richtig und die Parametrierung realistisch abgebildet?

- Die Mieterausbaukosten von 2'132 Franken sind realistisch.
- Der generierte Nettomietzins heute in der ganzen Schweiz von 450 CHF/m²/p.a. ist plausibel, weil das Portfolio überwiegend gute Lagen aufweist.
- Der reale Zinssatz von 3.45 % ist eher hoch im Vergleich zu den hohen Mieten und ist auf circa 3.0 % zu reduzieren.
- Der Teuerungsausgleich von 1 % ist angemessen.

- Die angenommenen Betriebskosten von 8 % wie auch die Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten von 15 %, die auch im Exit angewendet wurden, sind plausibel.
- Die Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten für den Mieterausbau mit 15 %, gleich wie die übrigen Liegenschaften, sind in Ordnung.

Die DCF-Berechnung ist realistisch.

3.4.9 Wichtigste Erkenntnisse aus den Fachexpert*innen -Interviews

Durch die Fachexpert*innen-Interviews konnten unter anderem folgende Daten und Aussagen erhärtet werden:

- Die gestellte Hypothese konnte bestätigt werden.
- Das Verständnis zur Anwendung der Finanzierungsmodelle auf dem schweizerischen Immobilienmarkt konnte erhärtet werden.
- Wahl und Gewichtung der Kriterien sowie deren Beurteilung konnten verfeinert und durch die Fachexpert*innen vorgenommen werden.
- Die Parametrierung der Faktoren konnte ermittelt und für die quantitative Beurteilung eingesetzt werden.

Diese Erkenntnisse stützen die Hypothese und gewähren einen Einblick in die heutige Anwendung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen.

3.5 Qualitative Bewertung auf Basis der Fachexpert*innen-Interviews

Nachfolgend werden die qualitativen Bewertungskriterien und deren Gewichtung aufgeführt, die es aus Sicht institutioneller Investor*innen zu berücksichtigen gilt.

3.5.1 Bewertungskriterien

1. Renditegenerierungspotenzial

Die erzielbare Rendite im Verhältnis zu den aktuellen Netto-Anfangsrenditen aus dem Transaktionsmarkt.

2. Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten

Mieterausbaufinanzierungskosten im Verhältnis zu den während der gesamten Mietvertragslaufzeit vereinnahmten Mietzinsen.

3. Risikobehaftung

Die entstehenden Risiken aus der Mieterausbaufinanzierung, wie Mieter*innenbonität, Reputation, baurechtliche Bewilligungsfähigkeit und politische Aspekte.

4. Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus

Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch die Finanzierung, damit ein möglichst neutraler Ausbau erstellt und Fehlinvestitionen reduziert werden können.

5. Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten

Die zusätzlich entstehenden wiederkehrenden Instandhaltungskosten für institutionelle Investor*innen während der gesamten Mietvertragslaufzeit.

6. Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten

Die zusätzlich entstehenden wiederkehrenden Instandsetzungskosten für institutionelle Investor*innen während der gesamten Mietvertragslaufzeit.

7. Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien oder Environment-, Social- und Governance-Kriterien genannt)

Beeinflussung von Nachhaltigkeitsaspekten des Mieterausbaus durch die Finanzierung, damit ein möglichst nachhaltiger Ausbau erstellt, die investor*innenseitige Nachhaltigkeitsbilanz verbessert und die Netto-Treibhausgasemissionen reduziert werden können.

8. Attraktivität für Mietvertragsabschluss

Beeinflussung der Attraktivität des Mietobjektes und Förderung seines Mietvertragsabschlusses durch die Gewährung einer Mieterausbaufinanzierung.

9. Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert

Auswirkung der Mieterausbaufinanzierung auf den Marktwert der Liegenschaftsportfolios.

3.5.2 Gewichtung der Bewertungskriterien

Die Gewichtung erfolgt mittels Paarvergleichsmethode (siehe Anhang 2). In nachstehender Tabelle ist ersichtlich, dass sich die Kriterien in drei Prioritätsfelder einordnen lassen.

Priorität	Rang	Nr.	Kriterium	Gewicht
1	1	1	Renditegenerierungspotenzial	18%
	2	9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	15%
	3	3	Risikobehaftung	14%
	4	8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	13%
2	5	6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	10%
	6	4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	9%
	7	5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	9%
	8	7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	9%
3	9	2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	4%
Total				101%

Abbildung 13: Gewichtung der Kriterien nach den Fachexpert*innen-Interviews

Aus den Interviews ging hervor, dass die Gewichtung der Kriterien mehrheitlich richtig ist. Eine Korrektur wurde vorgenommen aufgrund der Rückmeldung von 9 Fachexpert*innen, dass die Attraktivität für den Mieter*innenabschluss zwingend höher priorisiert werden sollte. In der ursprünglichen Bewertung war dieses Kriterium in die Priorität 3 gefallen.

3.5.3 Bewertung der Kriterien

Die Kriterien wurden durch alle Fachexpert*innen separat bewertet. Jedes Kriterium wurde mittels nachfolgender Zielerfüllungsfaktoren bewertet.

Zielerfüllungsfaktoren:				
Nr.	Kriterium	schlecht (3 Punkte)	mittel (5 Punkte)	gut (7 Punkte)
1	Renditegenerierungspotenzial	Liegen unterhalb der Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen	Auf gleichem Niveau mit den Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen	Übertreffen die Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	Mieterausbaufinanzierungskosten > 50% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis	Mieterausbaufinanzierungskosten < 50% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis	Mieterausbaufinanzierungskosten < 35% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis
3	Risikobehaftung	Schlechte Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters	Mittlere Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters	Gute Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	Keine Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer	Teilweise Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer	Gute Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	Sämtliche Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	Teile aus Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	keine Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	Sämtliche Instandsetzungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	Teilweise Instandsetzungskostenübernahme aus dem Mieterausbau durch Eigentümer	keine Instandsetzungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	Keine Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich	Teilweise Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich	Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	Mieterausbaufinanzierung hat keinen Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses	Mieterausbaufinanzierung hat teilweise Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses	Mieterausbaufinanzierung hat Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	Weist eine Wertminderung auf	Ist minimal höher oder wertneutral	Weist eine Wertsteigerung auf

Tabelle 4: Beschreibung der Zielerfüllungsfaktoren zu den Kriterien

3.5.4 Gesamtbeurteilung der Nutzwertanalyse

In nachstehender Tabelle wurden sämtliche gewichteten Kriterien durch die Fachexpert*innen aus Sicht institutioneller Investor*innen bewertet.

Ermittlung der Nutzwerte:			Beteiligung A-Fonds-perdu		Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit		Annuitäten-Darlehen		Eigentümergebau	
Bewertung der Varianten			Variante 1		Variante 2		Variante 3		Variante 4	
Nr.	Kriterium	Faktor	Bewertung	Teil-Nutzwert	Bewertung	Teil-Nutzwert	Bewertung	Teil-Nutzwert	Bewertung	Teil-Nutzwert
1	Renditegenerierungspotenzial	0.18	3.6	0.65	3.4	0.61	6.4	1.15	6.8	1.22
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0.04	5.6	0.22	5.8	0.23	6.2	0.25	6.6	0.26
3	Risikobehaftung	0.14	5	0.7	5.4	0.76	4.6	0.64	5.4	0.76
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0.09	3.6	0.32	3.4	0.31	4.6	0.41	6.8	0.61
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0.09	7	0.63	7	0.63	6.8	0.61	4.2	0.38
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0.10	7	0.7	7	0.7	7	0.7	3.4	0.34
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0.09	3.6	0.32	3.6	0.32	4	0.36	7	0.63
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	0.13	6.8	0.88	6.8	0.88	6	0.78	6.6	0.86
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	0.15	4.8	0.72	4.2	0.63	5.2	0.78	7	1.05
Total	Nutzwert		1.01	5.14	5.07		5.68		6.11	

Tabelle 5: Bewertung der Kriterien durch die Fachexpert*innen

In der nächsten Grafik wird die Verteilung der gewichteten Kriterien dargestellt:

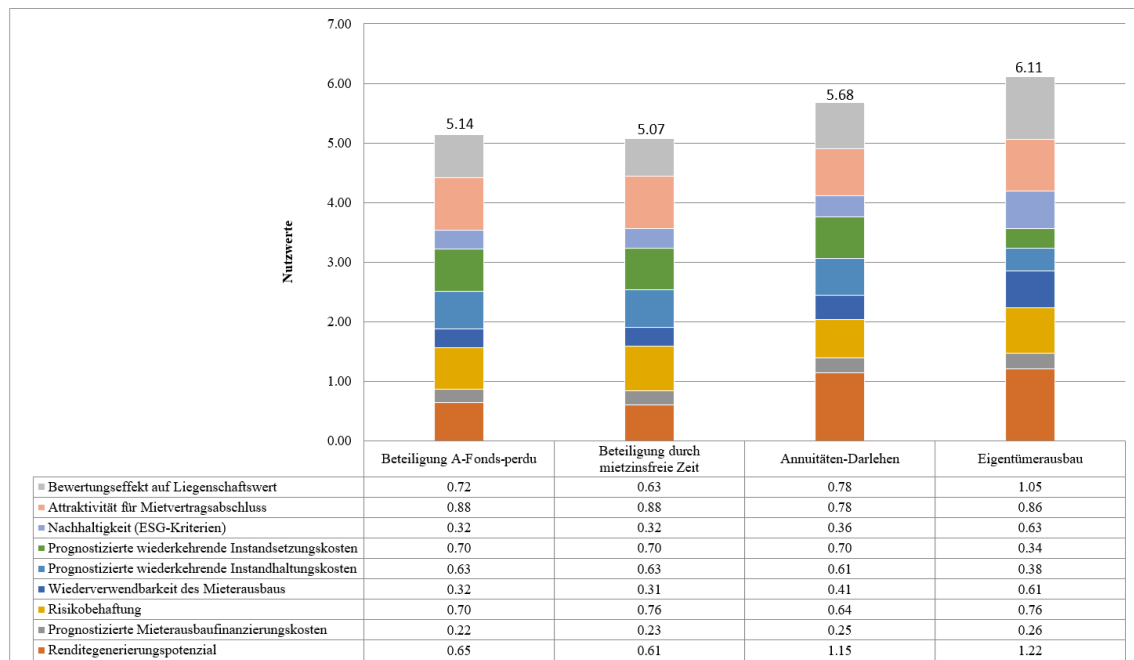


Abbildung 14: Resultierende Nutzwerte je Mieterausbaufinanzierungsmodell

Die resultierenden Nutzwerte teilen sich in zwei Felder auf. Die A-fonds-perdu-Beteiligung und die Gewährung von mietzinsfreier Zeit stellen Anreize für Mieter*innen dar, um den Mietvertragsabschluss zu fördern. Für institutionelle Investor*innen werden sie als Nachlass oder Rabatt gewährt, ohne hierbei eine Mehrrendite zu generieren, sondern um den Nettomietzins tendenziell auf einem höheren Niveau abzuschliessen und

vor allem um den Leerstand durch die Vermietung auf dem heutigen Mieter*innenmarkt zu reduzieren. Die Gewährung von mietzinsfreier Zeit weist den tiefsten Wert auf, weil die Rendite durch das Ausweisen eines höheren Leerstands durch die Gewährung von mietzinsfreier Zeit die Liegenschaftsrendite mehr belastet und die Bewertung negativer beeinflusst als die À-fonds-perdu-Beteiligung.

Das Annuitätendarlehen schliesst in den Kriterien „Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten“ und „Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten“ besser ab als der Eigentümerausbau. In den übrigen acht Kriterien schliesst der Eigentümerausbau besser ab.

Es resultiert, dass auf Portfoliostufe institutionelle Investor*innen aufgrund eines Nutzwertes von 6.11 Punkten die besten Eigentümer*innen für das Finanzierungsmodell „Eigentümerausbau“ ist. Je nach Liegenschaftsstrategie kann sich die Wahl des Mieterausbaufinanzierungsmodells jedoch auf Liegenschaftsebene ändern.

3.6 Quantitative Bewertung am Beispiel der Zurich Invest AG

Die quantitative Analyse basiert auf der Datenerhebung der Zurich Invest AG und wird mittels einer DCF-Investitionsrechnung hergeleitet.

3.6.1 Datenerhebung

Basis für die Datenerhebung stellt der schweizweite Büroflächenbestand der Zurich Invest AG dar. Es wurden Daten der Gefässe „Zurich Versicherung“, „Zurich Invest Funds“ und der „Zurich Anlagestiftung“ ausgewertet. Ende der Geschäftsperiode 2021 wurden folgende Daten ermittelt:

Daten / Faktoren	Einheit	Daten	Bemerkungen
Vermietbare Bürofläche	m2	232'478	Berücksichtigt alle Büroflächen in der ganzen Schweiz.
Nettomiete	CHF/p.a.	103'669'224	Berücksichtigt alle Büroflächen in der ganzen Schweiz.
Nettomiete pro m2 vermietbare Bürofläche	CHF/m2/p.a.	445.93	Berücksichtigt alle Büroflächen in der ganzen Schweiz.
Mietzinsfreie Zeit	%	-5.10	Durchschnitt der Jahre 2018 - 2021. Gerechnet von den Nettomietzinseinnahmen. Range von 0.73 % - 13.60 %.
A-Fonds-Perdu	%	-0.24	Durchschnitt der Jahre 2018 - 2021. Gerechnet von den Nettomieteinnahmen. Range von 0.04 % - 0.43 %.
Annuitäten-Darlehen	%	0.00	Es wurde kein Annuitäten-Darlehen im Jahresabschluss 2021 verbucht.
Eigentümergebiet	%	11.04	Beinhaltet die Büroflächen im Voll- und Teilausbau. Gerechnet in % der vermietbaren Bürofläche.
Bürofläche im Grundausbau	m2	119'003	Auf Basis Jahresabschluss 2021. Beträgt 51.19 % von der vermietbaren Bürofläche.
Nettomiete für Bürofläche im Grundausbau	CHF/p.a.	51'998'386	Berücksichtigt alle Büroflächen in der ganzen Schweiz.
Nettomiete Grundausbau pro m2 Bürofläche Grundausbau	CHF/m2/p.a.	436.95	Berücksichtigt alle Büroflächen in der ganzen Schweiz.

Tabelle 6: Datenerhebung per Ende Geschäftsperiode 2021

3.6.2 Komponenten der Investitionsrechnung

In nachstehender Tabelle werden alle angewendeten Parameter für die Investitionsrechnungen dargestellt. Sie beinhaltet einerseits diejenigen Parameter, die für alle Modelle gleich angewendet werden und andererseits die investitionsrechnungsspezifische Parameter, die sich auf dem heutigen Markt mit grosser Wahrscheinlichkeit entsprechend verhalten respektive so ergeben.

Parameter	Basis ohne Mieterausbaubeteiligung	A-Fonds-perdu	Mietzinsfrei Zeit	Annuitäten-Darlehen	Eigentümergebiet
Betriebskosten	-8.00%	-8.00%	-8.00%	-8.00%	-8.00%
Betriebskosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-8.00%
IH-/IS-Kosten	-14.60%	-14.60%	-14.60%	-14.60%	-14.60%
IH-/IS-Kosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-14.60%
Zinssatz nominal	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%	3.75%
Zinssatz real	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%	2.78%
Teuerungsausgleich Einnahmen/Ausgaben	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
Mietzinsreduktionen (Rabatte, etc.)	0.00%	-0.24%	-5.10%	0.00%	0.00%
Verzinsung Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	3.20%	1.875%
Amortisation Mieterausbau	0 Jahre	0 Jahre	0 Jahre	10 Jahre	16 Jahre

Tabelle 7: Parameter der Investitionsrechnungen

Für jede Investitionsrechnung werden somit der gleiche Soll-Mietertrag, die gleichen Betriebskosten und Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten für die Generierung des genannten Soll-Mietertrages gewählt. Zudem wird ein Teuerungsausgleich für die Ausgaben und Einnahmen von 1.00 % angenommen. Der nominale Zinssatz (1. Phase) wird mit 3.78 % und der reale Zinssatz (2. Phase) mit 2.75 % angenommen.

3.6.3 Ausgangslage/Basismodell

Das Basismodell stellt die heutige Situation ohne jegliche Mieterausbaufinanzierungen dar. Es basiert auf der vermietbaren Bürofläche, die sich im Rohbau II befindet und deren

Mietzins ebenfalls den Rohbau II widerspiegelt. In nachstehender Tabelle resultiert ein Marktwert von CHF 1'474'675'329.

Basis ohne Mieterausbaubeteiligungen	1. Phase										2. Phase
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ab 11
Periode n (Jahr)											
Mietertrag (Soll)	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
+ Einnahmen aus Mieterausbaufinanzierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Mietreduktion (Rabatte / Vermietungszugeständnisse)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Ertrag	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
- Betriebskosten	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Betriebskosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Betriebskosten	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Instandhaltung-/Instandsetzungskosten (inkl. CAPEX Fund)	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%
	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
- Erstellung & IH-/IS-Kosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
Total Kosten	11'869'146	11'987'837	12'107'716	12'228'793	12'351'081	12'474'592	12'599'337	12'725'331	12'852'584	12'981'110	13'110'921
Cash-Flow	40'649'199	41'055'691	41'466'248	41'880'910	42'299'719	42'722'716	43'149'943	43'581'443	44'017'257	44'457'430	44'902'004
Restwert											1'632'800'151
Diskontfaktor	0.9636	0.9285	0.8947	0.8622	0.8308	0.8005	0.7714	0.7433	0.7163	0.6902	0.6902
Zinssatz nominal/real	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	2.75%
Cash-Flow diskontiert	39'169'568	38'121'234	37'100'958	36'107'988	35'141'594	34'201'065	33'285'708	32'394'850	31'527'834	30'684'024	1'126'940'505
Marktwert (DCF-Wert)											1'474'675'329

Tabelle 8: DCF-Berechnung Basismodell ohne Mieterausbaubeteiligungen

3.6.4 Investitionsrechnung À-fonds-perdu-Finanzierungen

Die Differenz zum Basismodell beträgt -0.31 %. Dieser Minderwert wird durch die Gewährung von À-fonds-perdu-Finanzierungen im Umfang von 0.24 % des Soll-Mietertrages generiert. In nachstehender Tabelle resultiert ein Marktwert von CHF 1'470'102'692.

Beteiligung A-Fonds-perdu	1. Phase										2. Phase
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ab 11
Periode n (Jahr)											
Mietertrag (Soll)	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
+ Einnahmen aus Mieterausbaufinanzierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Mietreduktion (Rabatte / Vermietungszugeständnisse)	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%	0.24%
	-126'044	-127'304	-128'578	-129'863	-131'162	-132'474	-133'798	-135'136	-136'488	-137'852	-139'231
Total Ertrag	52'392'300	52'916'223	53'445'386	53'979'840	54'519'638	55'064'834	55'615'483	56'171'637	56'733'354	57'300'687	57'873'694
- Betriebskosten	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Betriebskosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Betriebskosten	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Instandhaltung-/Instandsetzungskosten (inkl. CAPEX Fund)	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%
	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
- Erstellung & IH-/IS-Kosten Mieterausbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
Total Kosten	11'869'146	11'987'837	12'107'716	12'228'793	12'351'081	12'474'592	12'599'337	12'725'331	12'852'584	12'981'110	13'110'921
Cash-Flow	40'523'155	40'928'386	41'337'670	41'751'047	42'168'557	42'590'243	43'016'145	43'446'307	43'880'770	44'319'577	44'762'773
Restwert											1'627'737'205
Diskontfaktor	0.9636	0.9285	0.8947	0.8622	0.8308	0.8005	0.7714	0.7433	0.7163	0.6902	0.6902
Zinssatz nominal/real	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	2.75%
Cash-Flow diskontiert	39'048'112	38'003'029	36'985'916	35'996'025	35'032'628	34'095'015	33'182'497	32'294'401	31'430'074	30'588'879	1'123'446'116
Marktwert (DCF-Wert)											1'470'102'692

Tabelle 9: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell à fonds perdu

3.6.5 Investitionsrechnung mietzinsfreie Zeit

Bei der Gewährung von mietzinsfreier Zeit beträgt die Differenz zum Basismodell -6.59 %. Im Durchschnitt wurden in den letzten vier Jahren pro Jahr 5.1 % des Soll-Mietertrages für mietzinsfreie Zeit verwendet. In nachstehender Tabelle resultiert ein Marktwert von CHF 1'377'506'799.

Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit	1. Phase										2. Phase
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ab 11
Periode n (Jahr)											
Mietertrag (Soll)	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
+ Einnahmen aus Mietersaufbaufinanzierung	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Mietreduktion (Rabatte / Vermietungszugeständnisse)	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%	5.10%
	-2'678'436	-2'705'220	-2'732'272	-2'759'595	-2'787'191	-2'815'063	-2'843'213	-2'871'645	-2'900'362	-2'929'366	-2'958'659
Total Ertrag	49'839'909	50'338'308	50'841'691	51'350'108	51'863'609	52'382'245	52'906'068	53'435'128	53'969'480	54'509'174	55'054'266
- Betriebskosten	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Betriebskosten Mietersaufbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Betriebskosten	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Instandhaltung-/Instandsetzungskosten (inkl. CAPEX Fund)	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%
	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
- Erstellung & IH-/IS-Kosten Mietersaufbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
Total Kosten	11'869'146	11'987'837	12'107'716	12'228'793	12'351'081	12'474'592	12'599'337	12'725'331	12'852'584	12'981'110	13'110'921
Cash-Flow	37'970'763	38'350'471	38'733'975	39'121'315	39'512'528	39'907'654	40'306'730	40'709'797	41'116'895	41'528'064	41'943'345
Restwert											1'525'212'545
Diskontfaktor	0.9636	0.9285	0.8947	0.8622	0.8308	0.8005	0.7714	0.7433	0.7163	0.6902	0.6902
Zinssatz nominal/real	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	2.75%
Cash-Flow diskontiert	36'588'628	35'609'370	34'656'321	33'728'780	32'826'063	31'947'507	31'092'464	30'260'305	29'450'419	28'662'208	1'052'684'735
Marktwert (DCF-Wert)											1'377'506'799

Tabelle 10: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell mietzinsfreie Zeit

3.6.6 Investitionsrechnung Annuitätendarlehen

Bei der Gewährung von Annuitätendarlehen wird ein Mehrwert zum Basismodell von +1.64 % geschaffen. Die Amortisationszeit der Darlehen wurde auf 10 Jahre abgeschlossen. Die Verzinsung basiert auf dem Durchschnitt der Zinssätzen, die durch die Fachexpert*innen angegeben wurden und beträgt 3.20 %. In nachstehender Tabelle resultiert ein Marktwert von CHF 1'498'877'208.

Annuitäten-Darlehen	1. Phase										2. Phase
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ab 11
Periode n (Jahr)											
Mietertrag (Soll)	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
+ Einnahmen aus Mietersaufbaufinanzierung	2'960'159	5'920'319	8'880'478	11'840'637	14'800'797	17'760'956	20'721'116	23'681'275	26'641'434	29'601'594	29'601'594
- Mietreduktion (Rabatte / Vermietungszugeständnisse)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Ertrag	55'478'504	58'963'847	62'454'441	65'950'340	69'451'597	72'958'264	76'470'396	79'988'049	83'511'276	87'040'133	87'614'519
- Betriebskosten	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Betriebskosten Mietersaufbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Betriebskosten	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Instandhaltung-/Instandsetzungskosten (inkl. CAPEX Fund)	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%	14.60%
	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
- Erstellung & IH-/IS-Kosten Mietersaufbau	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440	25'371'440
Total Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten	33'039'118	33'115'795	33'193'238	33'271'456	33'350'456	33'430'247	33'510'835	33'592'229	33'674'436	33'757'466	33'841'327
Total Kosten	37'240'585	37'359'277	37'479'155	37'600'232	37'722'520	37'846'031	37'970'777	38'096'770	38'224'024	38'352'550	38'482'361
Cash-Flow	18'237'918	21'604'570	24'975'286	28'350'108	31'729'076	35'112'233	38'499'619	41'891'278	45'287'252	48'687'584	49'132'158
Restwert											1'786'623'933
Diskontfaktor	0.9636	0.9285	0.8947	0.8622	0.8308	0.8005	0.7714	0.7433	0.7163	0.6902	0.6902
Zinssatz nominal/real	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	3.78%	2.75%
Cash-Flow diskontiert	17'574'058	20'060'383	22'346'055	24'442'290	26'359'757	28'108'600	29'698'465	31'138'521	32'437'482	33'603'629	1'233'107'968
Marktwert (DCF-Wert)											1'498'877'208

Tabelle 11: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell Annuitätendarlehen

3.6.7 Investitionsrechnung Eigentümersaufbau

Bei der Vermietung im ausgebauten Zustand, sprich im Eigentümersaufbau, wird ein Mehrwert zum Basismodell von +18.06 % geschaffen. Die Amortisationszeit des Eigentümersaufbaus basiert auf dem Durchschnitt der Amortisationszeiten, die durch die Fachexpert*innen angegeben wurden und beträgt 16 Jahre. Die Verzinsung (ohne Amortisation) beträgt 1.875 %. In nachstehender Tabelle resultiert ein Marktwert von CHF 1'740'980'610.

Eigentümergebiet	1. Phase										2. Phase
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	ab 11
Periode n (Jahr)											
Mietertrag (Soll)	52'518'344	53'043'528	53'573'963	54'109'703	54'650'800	55'197'308	55'749'281	56'306'774	56'869'841	57'438'540	58'012'925
+ Einnahmen aus Mieterausbaufinanzierung	2'061'429	4'122'859	6'184'288	8'245'718	10'307'147	12'368'577	14'430'006	16'491'436	18'552'865	20'614'295	20'614'295
- Mietreduktion (Rabatte / Vermietungszugeständnisse)	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Ertrag	54'579'774	57'166'387	59'758'252	62'355'421	64'957'947	67'565'885	70'179'287	72'798'209	75'422'707	78'052'835	78'627'220
- Betriebskosten	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
	4'201'468	4'243'482	4'285'917	4'328'776	4'372'064	4'415'785	4'459'942	4'504'542	4'549'587	4'595'083	4'641'034
- Betriebskosten Mieterausbau	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	164'914	1'649'144
Total Betriebskosten	4'366'382	4'408'397	4'450'831	4'493'691	4'536'978	4'580'699	4'624'857	4'669'456	4'714'502	4'759'998	6'290'178
- Instandhaltung-/Instandsetzungskosten (inkl. CAPEX Fund)	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%
	7'667'678	7'744'355	7'821'799	7'900'017	7'979'017	8'058'807	8'139'395	8'220'789	8'302'997	8'386'027	8'469'887
- Erstellung & IH-/IS-Kosten Mieterausbau	0,00%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%	14,60%
	25'371'440	25'973'377	26'274'346	26'575'314	26'876'283	27'177'252	27'478'221	27'779'189	28'080'158	28'381'127	3'009'687
Total Instandhaltungs-/Instandsetzungskosten	33'039'118	33'717'732	34'096'144	34'475'331	34'855'300	35'236'059	35'617'616	35'999'978	36'383'155	36'767'153	11'479'574
Total Kosten	37'405'500	38'126'129	38'546'976	38'969'022	39'392'278	39'816'758	40'242'472	40'669'434	41'097'656	41'527'151	17'769'752
Cash-Flow	17'174'274	19'040'258	21'211'276	23'386'399	25'565'669	27'749'127	29'936'815	32'128'775	34'325'050	36'525'684	60'857'468
Restwert											2'212'998'845
Diskontfaktor	0,9636	0,9285	0,8947	0,8622	0,8308	0,8005	0,7714	0,7433	0,7163	0,6902	0,6902
Zinssatz nominal/real	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%	3,78%
Cash-Flow diskontiert	16'549'131	17'679'355	18'978'294	20'162'786	21'239'346	22'214'170	23'093'149	23'881'881	24'585'687	25'209'621	1'527'387'190
Marktwert (DCF-Wert)											1'740'980'610

Tabelle 12: DCF-Berechnung Finanzierungsmodell Eigentümergebiet

3.6.8 Gesamtbeurteilung der Investitionsrechnungen

Nachstehende Tabelle dient der Vergleichbarkeit aller Investitionsrechnungen mit ihrer abweichenden Parametrierung.

Finanzierungsmodelle	Total Ertrag	Total Kosten	Cash-Flow	Restwert in Phase 2	Marktwert	Differenz zur Basis
Basis ohne Mieterausbaubeteiligungen	549'458'082	124'177'527	425'280'555	1'632'800'151	1'474'675'329	0.00%
Beteiligung A-Fonds-perdu	548'139'383	124'177'527	423'961'856	1'627'737'205	1'470'102'692	-0.31%
Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit	521'435'720	124'177'527	397'258'193	1'525'212'545	1'377'506'799	-6.59%
Annuitäten-Darlehen	712'266'847	377'891'923	334'374'924	1'786'623'933	1'498'877'208	+1.64%
Eigentümergebiet	662'836'703	395'793'376	267'043'327	2'212'998'845	1'740'980'610	+18.06%

Tabelle 13: Übersichtstabelle der Hauptfakten aus den DCF-Berechnungen

Das Mieterausbaufinanzierungsmodell Eigentümergebiet weist den höchsten Marktwert des Immobilienportfolios auf, gefolgt vom Annuitätendarlehen. Weil die Finanzierungsmodelle à fonds perdu und Gewährung von mietzinsfreier Zeit keine direkte Rendite generieren, fallen die Resultate negativ aus im Vergleich zum Basismodell.

Obwohl mit dem Annuitätendarlehen ein höherer Cashflow generiert wird, fällt der Marktwert aufgrund des tieferen Restwerts in der Phase 2 weniger hoch aus. Das ist auf die Reinvestition in den Mieterausbau nach 10 Jahren zurückzuführen. Das Annuitätendarlehen ist nach 10 Jahren abgeschrieben und wird bei einer weiteren Optionseinlösung den Mieter*innen nicht mehr belastet. Beim Eigentümergebiet jedoch wird eine Amortisationsdauer von 16 Jahren angenommen, die in der Phase 2 entsprechend berücksichtigt wird, ohne dass im Jahr 11 eine Reinvestition getätigt werden muss.

4. Ergebnisse

In diesem Kapitel werden die Ergebnisse der empirischen Untersuchung in Form einer Gesamtbeurteilung vorgestellt und die Forschungsfragen beantwortet.

4.1 Interpretation der Ergebnisse (Gesamtbeurteilung)

Nachstehende Grafik zeigt das Kosten-Nutzen-Verhältnis respektive das Verhältnis zwischen dem Markt- und dem Nutzwert auf.

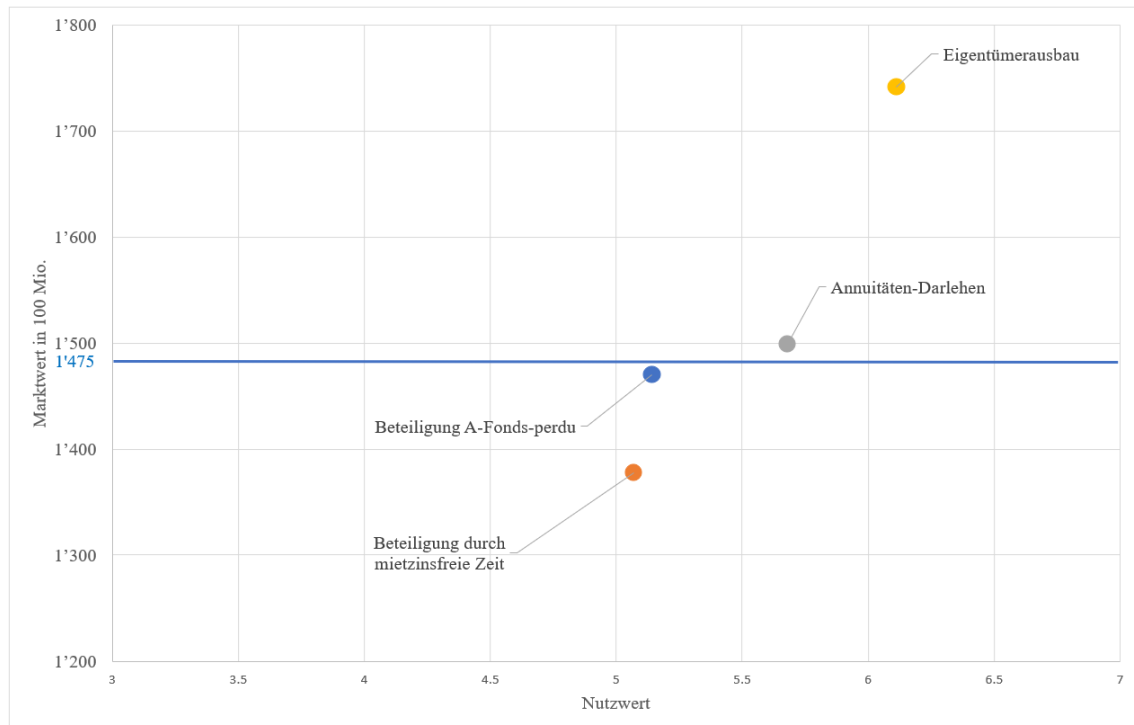


Abbildung 15: Gesamtbeurteilung des Markt- und des Nutzwertes

Der Eigentümerausbau weist nicht nur den besseren Nutzwert, sondern ebenfalls den besseren Marktwert auf. Das Annuitätendarlehen liegt mit dem Nutzwert näher am Eigentümerausbau als mit dem Marktwert. Die À-fonds-perdu-Beteiligung und die mietzinsfreie Zeit generieren keine zusätzliche Rendite und weisen somit einerseits einen tieferen Marktwert als das Basismodell (blaue horizontale Linie) und andererseits auch den tieferen Nutzwert auf.

4.2 Beantwortung der Forschungsfrage/Verifizierung der Hypothese

- Welches Investitionspotenzial weist der Mieterausbau im Eigenbestand institutioneller Eigentümer*innen auf?

Nicht alle aufgeführten Finanzierungsmodelle weisen ein Investitionspotenzial auf. Sie können in zwei Gruppen aufgeteilt werden.

Die erste Gruppe umfasst die À-fonds-perdu-Beteiligung und die mietzinsfreie Zeit. Diese zwei Finanzierungsmodelle generieren keine kalkulierbare Mehrrendite. Gemäss Fachexpert*innen dienen sie jedoch dem schnelleren Mietvertragsabschluss und führen teilweise dazu, dass das Mietzinsniveau höher ausfällt, weil der Preisnachlass nicht in Form eines tieferen Mietzinses, sondern in Form von Anreizen oder Incentives bewerkstelligt wird.

Die zweite Gruppe umfasst das Annuitätendarlehen und den Eigentümerausbau, die durch die Verzinsung des zusätzlich finanzierten Mieterausbaus eine Mehrrendite generieren. Beide Finanzierungsmodelle besitzen Vor- und Nachteile und werden je nach Liegenschaftsstrategie und Art des Mieterausbaus angewendet. Oftmals wird das Annuitätendarlehen bei zu spezifischem Mieterausbau angewendet, weil hier institutionelle Investor*innen kein oder nur ein geringes Interesse haben, diesen Teil des Ausbaus zu übernehmen. Die Wahl der Verzinsung lehnt sich beim Darlehen an die Finanzmärkte an und ist grundsätzlich frei wählbar. Beim Eigentümerausbau wird der Mieterausbau durch die institutionellen Investor*innen geplant und ausgeführt, oftmals in enger Zusammenarbeit mit den Mieter*innen, wenn in dieser Phase bereits eine/ein Mieter*in vertraglich an die Bürofläche gebunden werden konnte. Die Renditegenerierung ist jedoch reglementiert und kann nur für den Mehrwert, der durch den Mieterausbau ab Rohbau generiert wird, angewendet werden.

Das grösste Investitionspotenzial für institutionelle Investor*innen weist der Eigentümerausbau mit +18.06 % auf, gefolgt vom Annuitätendarlehen mit +1.64 %.

b. Welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle finden im schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung?

Es finden in reiner Form vier Finanzierungsmodelle Anwendung: die À-fonds-perdu-Beteiligung, die Gewährung von mietzinsfreier Zeit, das Annuitätendarlehen und der Eigentümerausbau. Oftmals werden diese Finanzierungsmodelle in einem Mix angeboten, sodass beispielsweise eine À-fonds-perdu-Beteiligung und eine mietzinsfreie Zeit gewährt werden oder der Eigentümerausbau durch die institutionellen Investor*innen erstellt und in die Nettomiete integriert wird und für den Umzug der Mieter*innen noch mietzinsfreie Zeit gewährt wird, die meistens die Dauer des Mietvertrages um die gewährte mietzinsfreie Zeit verlängert.

c. Welche Vor-/Nachteile bestehen bei den verschiedenen Mieterausbaufinanzierungsmodellen aus Sicht der Eigentümer*innen?

Jedes Mieterausbaufinanzierungsmodell weist eigene Vor- und Nachteile auf. Es gibt hierbei keine schlechten oder guten Finanzierungsmodelle, sondern für die eigene Portfolio- und Liegenschaftsstrategie besser oder schlechter geeignete Finanzierungsmodelle. Diese Modelle sind grundsätzlich als Werkzeuge für institutionelle Investor*innen zu verstehen, um sich auf dem Markt einerseits von der Konkurrenz abzuheben und um andererseits eine alternative Investitionsmöglichkeit zum Transaktionsmarkt zu erhalten, damit die vorhandenen finanziellen Mittel möglichst gewinnbringend angelegt werden können.

5. Schlussbetrachtung

5.1 Fazit

Die Fachexpert*innen-Interviews haben gezeigt, dass grundsätzlich alle vier Mieterausbaufinanzierungsmodelle angewendet werden. Die Finanzierungsmodelle können in zwei Hauptkategorien unterteilt werden. Die erste Kategorie bilden die Finanzierungsmodelle à fonds perdu und Gewährung von mietzinsfreier Zeit. Diese generieren keine direkte Mehrrendite und sind somit als Anreiz oder Incentive zu sehen, die dafür sorgen, dass der Mietvertragsabschluss schneller herbeigeführt werden kann und unter Umständen die Mietzinse auf einem etwas höheren Niveau abgeschlossen werden können. Die zweite Gruppe beinhaltet die Annuitätendarlehen und den Eigentümerausbau, die im Gegensatz zur ersten Kategorie eine Mehrrendite generieren, die durch die eigentümer*innenseitige Investition in den Mieterausbau eine Erhöhung der Cashflows und eine Wertsteigerung der Liegenschaft zur Folge haben.

Der Eigentümerausbau weist mit +18.06 % den höchsten Marktwert und mit 6.11 Punkten den etwas höheren Nutzwert gegenüber dem Annuitätendarlehen mit +1.64 % und 5.68 Punkten für institutionelle Investor*innen auf und stellt somit die geeignetste Mieterausbaufinanzierung dar, für die institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen ist.

Die Häufigkeit ist unterschiedlich und auch von der Portfoliostrategie abhängig. Viele Fachexpert*innen haben jedoch signalisiert, dass die Gewährung von solchen Finanzierungsmodellen mieter*innengetrieben sei und erst realisiert werde, wenn Mieter*innen danach fragen. 6 von 10 Fachexpert*innen haben Grossmieter*innen als Hauptanfragegruppe deklariert. Ebenfalls 6 von 10 Fachexpert*innen haben die Lage als nicht relevant eingestuft. Nur die Minderheit der interviewten Fachexpert*innen geht proaktiv auf die Mietinteressent*innen zu und bietet den Eigentümerausbau oder Annuitätendarlehen an.

10 von 10 Fachexpert*innen wenden alle vier Mieterausbaufinanzierungsmodelle an und bestätigten, dass es keine weiteren Mieterausbaufinanzierungsmodelle auf dem schweizerischen Immobilienmarkt gebe. 7 von 10 Fachexperten sehen im heutigen Marktumfeld ein zusätzliches Renditepotenzial in der Finanzierung des Mieterausbaus, weil sich die Mieter*innen auf ihr Kerngeschäft konzentrieren wollen und dankbar sind, wenn sie zu vernünftigen Konditionen alles aus einer Hand von institutionellen Investor*innen beziehen können. Für institutionelle Investor*innen stellt die

Finanzierung des Mieterausbaus aufgrund der vorhandenen Strukturen und Ressourcen in den meisten Fällen eine bereits vorhandene Kernkompetenz dar.

Bislang sind alle institutionellen Investor*innen anders mit Mieterausbaufinanzierungen umgegangen. Diese Finanzierungsmodelle sind weniger als renditegenerierende Instrumente betrachtet worden, sondern eher als nötige Mittel, um die Leerstände zu reduzieren. Aufgrund der eingangs aufgezeigten tiefen Netto-Anfangsrenditen rückt eine Optimierung des eigenen Immobilienbestandes immer mehr in den Vordergrund und somit auch die Investition in Mieterausbaufinanzierungsmodelle.

5.2 Diskussion

Die Ausgangslage stellte die Nutzung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen als eine wenig genutzte Investitionsgelegenheit dar. Die Teilfragen sollten nebst dem Investitionspotenzial ebenfalls die Anwendung auf dem schweizerischen Immobilienmarkt sowie die Vor- und Nachteile ermitteln. Zudem wurde beantwortet, ob und für welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen sind.

Vor diesem Hintergrund wurde im theoretischen Teil die Basis für die Beantwortung der Fragestellungen verankert und die wichtigsten Schlüsselbegriffe erläutert. Alle auf dem schweizerischen Immobilienmarkt gängigen Finanzierungsmodelle wurden aufgezeigt und die Vor- und Nachteile genannt. Mit der Ermittlung, Gewichtung und durch die Fachexpert*innen bewerteten Kriterien aus institutioneller Investor*innensicht wurde der Nutzwert ermittelt. Die Wertermittlung erfolgte mit der Discounted-Cashflow-Investitionsrechnung, welche die Wertgewinnung für institutionelle Investor*innen ermittelt hat. Der Nutzwert und der prognostizierte Marktwert wurden in einer Gesamtbeurteilung gegenübergestellt, damit das Finanzierungsmodell ermittelt werden konnte, für welches institutionelle Investor*innen die besten Eigentümer*innen sind. Die Marktfähigkeit wurde mittels zehn Fachexpert*innen-Interviews mit den grössten institutionellen Investor*innen der Schweiz und deren Dienstleistern gewährleistet.

5.3 Ausblick

In dieser Arbeit wurde ausschliesslich die Sichtweise institutioneller Investor*innen eingenommen, die den eigenen Immobilienbestand durch die Gewährung von Mieterausbaufinanzierungen mit zusätzlichem Renditepotenzial generieren will. Die Mieter*innensicht wie auch die Absorption von maximalen Nettomieten auf dem schweizerischen Immobilien-Vermietungsmarkt wurden nicht betrachtet. Hierzu kann

somit auch keine Aussage getroffen werden. Diese Sichtweise könnte jedoch in künftigen Abschlussarbeiten betrachtet werden, damit eine vollumfängliche Sicht in Bezug auf die Gewährung von Mieterausbaufinanzierungsmodellen erhalten wird. Ebenso interessant wäre es, zu ermitteln, ob institutionelle Investor*innen nicht auch beste Eigentümer*innen für solche Mieterausbaufinanzierungsmodelle sind, weil sie aus dem Kerngeschäft Skaleneffekte für die Erstellung des Mieterausbaus nutzen können und somit die Übernahme der Mieterausbaufinanzierung durch institutionelle Investor*innen somit zu einer Win-win-Situation führen kann für Mieter*innen wie auch für institutionelle Investor*innen.

Literaturverzeichnis

- Blohm, H., Lüder, K., & Schaefer, C. (2012). *Investition. Schwachstellenanalyse des Investitionsbereichs und Investitionsrechnung*. 10. Auflage. München: Vahlen.
- Bundesversammlung der Schweizerischen Eidgenossenschaft. (2023). *Bundesgesetz betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht)*.
- Busse von Colbe, W., Laßmann, G., & Witte, F. (2015). *Investitionstheorie und Investitionsrechnung*. 4. Auflage. Berlin: Springer.
- CSL Immobilien AG. (2022). *CSL Immobilienmarktbericht 2022*. Gefunden unter <http://www.csl-immobilienmarkt.ch>
- Dewey, J. & Yiu, J. (2003). The irony of investing in tenant improvements in leased space Freeing up capital from tenant improvements through Credit Tenant. *Journal of Corporate Real Estate*. 2003 (5.Auflage), S. 201–212.
- Duden. (ohne Datum). *Bedeutung à fonds perdu*. Gefunden unter https://www.duden.de/rechtschreibung/a_fonds_perdu
- Götze, U. (2014). *Investitionsrechnung. Modelle und Analysen zur Beurteilung von Investitionsvorhaben*. 7. Auflage. Berlin: Springer.
- Hering, T. (2017). *Investitionstheorie*. 5. Auflage. Berlin: De Gruyter Oldenbourg.
- Jones Lang LaSalle. (2022). *Schweizer Immobilientransaktionsmarkt - Ausblick 2022. Ergebnisse einer repräsentativen Befragung der wichtigsten Schweizer Immobilieninvestoren*. Zürich: Jones Lang LaSalle.
- Klapp E. (2005). *Abgabe und Übernahme einer Arztpraxis. Unter Berücksichtigung des Nachbesetzungsverfahrens in gesperrten Gebieten sowie der neusten zivilrechtlichen, steuerlichen und vertragsärztlichen Vorschriften*. 3. Auflage. München: Springer.
- Kühnapfel, J. B. (2021). *Scoring und Nutzwertanalysen. Ein Leitfaden für die Praxis*. Ludwigshafen am Rhein: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Lehner, J. (2019). *Praktische Relevanz des Schnittstellenpapiers in Geschäftsmietverträgen*. Gefunden unter

https://www.walderwyss.com/user_assets/publications/Real-Estate-Legal-Update_3.pdf

Loepfe, A. (2004). *Das Best-Owner-Prinzip im Immobilienmanagement*. Gefunden unter <https://eres.architecturez.net/doc/oai-eres-id-eres2004-176>

Loepfe, A. (2007). *Das Best-Owner-Prinzip bei Immobilien-Investmentanlagen*. Gefunden unter https://www.curem.uzh.ch/dam/jcr:4cbc6cd2-24a0-4f9f-bffd-59538339bb64/Das_Best_Owner_Prinzip.pdf

Loepfe, A. (2017). *Swiss Valuation Standards (SVS). Best Practice of Real Estate Valuation in Switzerland*. 3. Auflage. Zürich: Hochschulverlag AG an der ETH Zürich.

Mieg, H. A., & Näf, M. (2006). *Experteninterviews: in den Umwelt- und Planungswissenschaften*. Berlin: Pabst Science Publishers

Muhm, A. C. N. (2014). *Ein multifunktionales Modell des Projektmanagements im Hochbau*. Wien: Springer

Müller, D. (2019). *Investitionsrechnung und Investitionscontrolling*. 2. Auflage. Cottbus-Senftenberg: Springer.

Obergericht des Kantons Zürich. (2014). *Urteil vom 1. Dezember 2014*. Zürich: Obergericht des Kantons Zürich.

Perridon, L., Steiner, M., & Rathgeber, A. (2017). *Finanzwirtschaft der Unternehmung*. 17. Auflage. München: Vahlen.

Pom+. (2022). *Erläuterungen Grund- und Mieterausbau. Abgrenzung Grundausbau Mieterausbau*. Gefunden unter <https://www.pom.ch/de/produkte/fm-monitor/fm-monitor-wiki/kostentraeger/erlaeuterungen-grund-und-mieterausbau/>

Roesch, G. (2012). *Das Schweizerische Schätzerhandbuch. Das umfassende und praxisorientierte Lehrbuch über die wichtigsten Immobilien-Bewertungsmethoden der Schweiz*. 4. Auflage. Aarau: Sekretariat SVKG

Schneider, D. (1981). *Geschichte betriebswirtschaftlicher Theorie. Allgemeine Betriebswirtschaftslehre für das Hauptstudium*. München: Oldenbourg.

Schneider, E. (1951). *Wirtschaftlichkeitsrechnung*. Tübingen: J. C. B Mohr.

- Schoch, D. (2012). *Produkt- und Preisdifferenzierung über den Ausbaustandard bei Büromietflächen*. Zürich: Universität Zürich, Institut für Banking & Finance, CUREM - Center for Urban & Real Estate Management
- Schweizerische Bundesrat. (2020). *Verordnung über die Miete und Pacht von Wohn- und Geschäftsräumen*.
- Trübstein, M. (2012). Praxishandbuch Immobilieninvestments. Anlagevehikel, Märkte, Strategien in Deutschland und Österreich. In M., Trübstein (Hrsg.). *Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland und Österreich*. (S. 17-44). Wiesbaden: Gabler Verlag.
- Voigt, K. (2014). *Ausprägung und Ursache von Anreizen bei der Vermietung von Büroliegenschaften im Grossraum Zürich*. Zürich: Universität Zürich, Institut für Banking & Finance, CUREM - Center for Urban & Real Estate Management
- WüestPartner. (2022). *Lage auf dem Schweizer Immobilienmarkt. Einschätzung möglicher Auswirkungen des Krieges in der Ukraine*. 3. Zürich: WüestPartner.

Anhang

Anhang 1 Leitfaden für Fachexpert*innen-Interviews

Abschlussarbeit MAS Curem

Francesco Giardino



Interview-Leitfaden

Einleitung & Organisation

Dauer	Zirka 60 Minuten
Datum, Zeit	individuell
Durchführungsart	Live oder Virtuell über MS-TEAMS
Ort	individuell
Aufnahme	Das Interview wird aufgezeichnet. Die Aufzeichnung wird bis spätestens 31.12.2022 restlos gelöscht.
Wissensvermittlung	Es wird eine ungezwungene und freie Gesprächsführung angestrebt. Sämtliche Daten werden anonymisiert, damit keine Rückschlüsse auf die Person, dessen Position oder Firma möglich sind.

Teilnehmer & Ort

Fachexperte	individuell
Position	individuell
Firma	individuell
Anonymisierte Titelwahl	individuell

Abschlussarbeit & Teilfragen der Abschlussarbeit

Thema	Der eigentümerfinanzierte Mieterausbau, eine wenig genutzte Investitionsgelegenheit.
-------	--

Teilfrage 1:	Welches Investitionspotenzial weist der Mieterausbau im Eigenbestand des institutionellen Eigentümers auf?
Teilfrage 2:	Welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle finden im schweizerischen Immobilienmarkt Anwendung?
Teilfrage 3:	Welche Vor-/Nachteile wie auch Chancen/Risiken bestehen bei den verschiedenen Mieterausbaufinanzierungsmodellen aus Sicht des Eigentümers?

Interviewfragen:**A. Einleitung**

1 Verwenden Sie bei der Vermietung von Büroflächen Mieterausbaufinanzierungsmodelle?

- Ja
 Nein

2 Welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle wenden Sie an?

- keine
 Beteiligung A-Fonds-perdu
 Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit
 Annuitäten-Darlehen
 Eigentümersausbau

3 Kennen Sie noch weitere Mieterausbaufinanzierungsmodelle?

- Weitere?
 Weitere?

4 Wie oft wenden Sie geschätzt welche Mieterausbaufinanzierungsmodelle an?

	keine Anwendung	seltene Anwendung	teilweise Anwendung	rege Anwendung
Beteiligung A-Fonds-perdu	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Annuitäten-Darlehen	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eigentümersausbau	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Weitere?	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

B. Qualitative Aspekte

5 Entsprechen die aufgeführten Kriterien der Ermittlung des Nutzwerts aus Sicht des institutionellen Eigentümers?

Nr.	Kriterium	Bemerkungen
1	Renditegenerierungspotenzial	Die erzielbare Rendite im Verhältnis zu den aktuellen Netto-Anfangsrenditen aus dem Transaktionsmarkt.
2	Prognostizierte Mietausbaufinanzierungskosten	Mietausbaufinanzierungskosten im Verhältnis zu den, während der gesamten Mietvertragslaufzeit vereinnahmten Mietzinsen.
3	Risikobehaftung	Die entstehenden Risiken aus der Mietausbaufinanzierung, wie Mieterbonität, Reputation, baurechtliche Bewilligungsfähigkeit und Politische Aspekte.
4	Wiederverwendbarkeit des Mietausbaus	Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mietausbaus durch die Finanzierung, damit ein möglichst neutraler Ausbau erstellt und Fehlinvestitionen reduziert werden können.
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	Die zusätzlich entstehenden wiederkehrenden Instandhaltungskosten für den Institutionellen Investor während der gesamten Mietvertragslaufzeit. Bsp. Servicekosten Technikanlagen, Reinigung, etc.
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	Die zusätzlich entstehenden wiederkehrenden Instandsetzungskosten für den Institutionellen Investor während der gesamten Mietvertragslaufzeit. Bsp. Reparatur Technikanlagen, Teppichersatz, Anstrich, etc.
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	Beeinflussung von Nachhaltigkeitsaspekten des Mietausbaus durch die Finanzierung, damit ein möglichst nachhaltiger Ausbau erstellt, die investorenseitige Nachhaltigkeitsbilanz verbessert und die Netto-Treibhausgasemissionen reduziert werden können.
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	Beeinflussung der Attraktivität des Mietobjektes und Förderung dessen Mietvertragsabschluss durch die Gewährung einer Mietausbaufinanzierung.
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	Auswirkung der Mietausbaufinanzierung auf den Marktwert der Liegenschaftsportfolios.
10	Weitere?	

6 Wurde aus Ihrer Sicht eine realistische Gewichtung der Kriterien gewählt? Wurden Kriterien zu stark oder zu schwach gewichtet? Überlegungen?

Prio.	Rang	Nr.	Kriterium	Gewicht	Bewertung
1	1	1	Renditegenerierungspotenzial	19%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	2	9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	17%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	3	3	Risikobehaftung	15%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
2	4	6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	11%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	5	4	Wiederverwendbarkeit des Mietausbaus	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	6	5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	7	7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	10%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
3	8	2	Prognostizierte Mietausbaufinanzierungskosten	4%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	9	8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	4%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
	10	10	Weitere aus Interviews?	0%	Ja <input type="checkbox"/> Nein <input type="checkbox"/>
Total				100%	

- 7 Gewichten Sie bitte die Mieterausbaufinanzierungen mit den bisherigen Kriterien.
3 = schlecht Eignung; 5 = mittlere Eignung; 7 = gute Eignung

Ermittlung der Nutzwerte:		Beteiligung A-Fonds-perdu		
Bewertung der Varianten		Variante 1		
Kriterien		Faktor	Bewert	Nutzwert
1	Renditegenerierungspotenzial	0.19		0.00
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0.04		0.00
3	Risikobehaftung	0.15		0.00
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0.10		0.00
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0.10		0.00
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0.11		0.00
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0.10		0.00
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	0.04		0.00
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	0.17		0.00
10	Weitere aus Interviews?	0.00		0.00
Nutzwert		1		0

Ermittlung der Nutzwerte:		Beteiligung durch mietzinsfreie Zeit		
Bewertung der Varianten		Variante 2		
Kriterien		Faktor	Bewert	Nutzwert
1	Renditegenerierungspotenzial	0.19		0.00
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0.04		0.00
3	Risikobehaftung	0.15		0.00
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0.10		0.00
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0.10		0.00
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0.11		0.00
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0.10		0.00
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	0.04		0.00
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	0.17		0.00
10	Weitere aus Interviews?	0.00		0.00
Nutzwert		1		0

Ermittlung der Nutzwerte:		Annuitäten-Darlehen		
Bewertung der Varianten		Variante 3		
Kriterien		Faktor	Bewert	Nutzwert
1	Renditegenerierungspotenzial	0.19		0.00
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0.04		0.00
3	Risikobehaftung	0.15		0.00
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0.10		0.00
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0.10		0.00
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0.11		0.00
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0.10		0.00
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	0.04		0.00
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	0.17		0.00
10	Weitere aus Interviews?	0.00		0.00
Nutzwert		1		0

Ermittlung der Nutzwerte:		Eigentümergebau		
Bewertung der Varianten		Variante 4		
Kriterien		Faktor	Bewert	Nutzwert
1	Renditegenerierungspotenzial	0.19		0.00
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0.04		0.00
3	Risikobehaftung	0.15		0.00
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0.10		0.00
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0.10		0.00
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0.11		0.00
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0.10		0.00
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	0.04		0.00
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	0.17		0.00
10	Weitere aus Interviews?	0.00		0.00
Nutzwert		1		0

Zielerfüllungsfaktoren:			
Kriterium	<i>schlecht (3 Punkte)</i>	<i>mittel (5 Punkte)</i>	<i>gut (7 Punkte)</i>
Renditegenerierungspotenzial	Liegen unterhalb der Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen	Auf gleichem Niveau mit den Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen	Übertreffen die Netto-Anfangsrenditen aus Transaktionen
Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	Mieterausbaufinanzierungskosten > 50% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis	Mieterausbaufinanzierungskosten < 50% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis	Mieterausbaufinanzierungskosten < 35% der Gesamteinnahmen aus Mietverhältnis
Risikobehaftung	Schlechte Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters	Mittlere Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters	Gute Anwendbarkeit bei hohem Risikopotenzial des Mieters
Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	Keine Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer	Teilweise Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer	Gute Beeinflussung der Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus durch den Eigentümer
Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	Sämtliche Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	Teile aus Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	keine Instandhaltungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer
Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	Sämtliche Instandsetzungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer	Teilweise Instandsetzungskostenübernahme aus dem Mieterausbau durch Eigentümer	keine Instandsetzungskosten aus dem Mieterausbau zu Lasten Eigentümer
Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	Keine Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich	Teilweise Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich	Beeinflussung durch den Eigentümer zu Gunsten ESG-Kriterien möglich
Attraktivität für Mietvertragsabschluss	Mieterausbaufinanzierung hat keinen Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses	Mieterausbaufinanzierung hat teilweise Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses	Mieterausbaufinanzierung hat Einfluss zur Förderung des Mietvertragsabschlusses
Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	Weist eine Wertminderung auf	Ist minimal höher oder wertneutral	Weist eine Wertsteigerung auf
Weitere?			

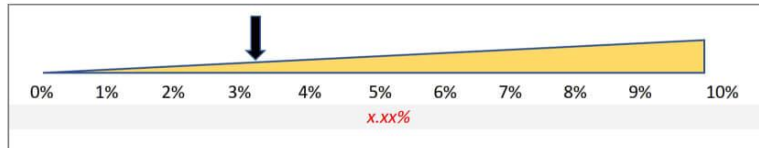
C. Quantitative Aspekte

- 8 Zu welcher Verzinsung oder Zinssatz (ohne Amortisation) sind Mieterausbaufinanzierungen auf dem heutigen Immobilienmarkt und in Zukunft aus Ihrer Sicht realistisch? Markt-Tendenz?

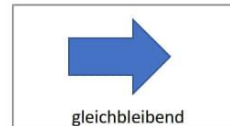
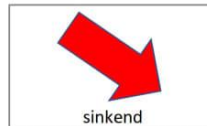
Bsp. Aus dem Schweizerischen Schätzerhandbuch

Berechnung Verzinsung (Basis Konzept der Opportunitätskosten / Ableitung vom Finanzmarkt)

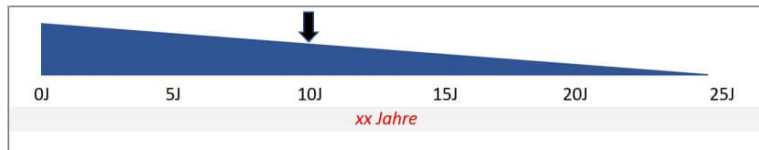
Berechnungsgröße	Total	
Zinssatz risikofreier Alternativen, wie. Z.B. Bundesobligationen ** oder Referenzzinssatz***	1.45	%
Risikozuschlag für allgemeine Liegenschaftsrisiken (Illiquidität, usw.)	1.50	%
Zuschlag für liegenschaftsspezifische Risiken	0.50	%
Vergleichsrendite	3.45	%



Tendenz:



- 9 Welche Amortisationszeiten des Mieterausbaus werden aus Ihrer Sicht in der Praxis meistens vereinbart?



- 10 Wie wird mit einer kürzeren Mietvertragsdauer von beispielsweise 5 Jahren umgegangen? Werden hier "Strafzahlungen" oder andere Massnahmen vorgesehen?

- 11 Kann in der Praxis bei einer Mieterausbaufinanzierung eigentümerseitig Einfluss auf die Ausgestaltung des Mieterausbaus genommen werden, um beispielsweise die Nachhaltigkeit oder die Wiederverwendbarkeit zu beeinflussen?

- 12 Konnten Sie Tendenzen feststellen, an welcher Lage (von CBD bis zu ländlichen Zonen) oder durch welche Mietergruppe (Klein- bis Grossmieter) mehr Mieterausbaufinanzierungen abgeschlossen wurden?

- 13 Sehen Sie aufgrund des heutigen Marktumfelds in Zukunft eine zusätzliche Renditemöglichkeit in der Finanzierung des Mieterausbaus?

D. Schlussteil

14

Verfügen Sie über ein Monitoring über die gesprochenen Mieterausbaufinanzierungen im eigenen Portfolio?

15

Können Sie in etwa das Verhältnis der gewährten Mieterausbaufinanzierung **mit Renditegenerierung (Annuitäten-Darlehen oder Eigentümergebau)** gegenüber den gesamten Mietvertragsabschlüssen in Ihrem Portfolio abschätzen?
(Bsp. Bei ca. 25% aller Büro-Mietvertragsabschlüsse in den letzten 3-5 Jahren wurde eine **gewinnbringende** Mieterausbaufinanzierung abgeschlossen)

< 5%



5 - 10%



10 - 20%



> 20%



keine gewinnbringenden Mieterausbaufinanzierungen verhandelt

16

Können Sie in etwa das Verhältnis der gewährten Mieterausbaufinanzierung **ohne Renditegenerierung (Mietzinsfreie Zeit oder a-fond-perdu)** gegenüber den gesamten Mietvertragsabschlüssen in Ihrem Portfolio abschätzen?
(Bsp. Bei ca. 25% aller Büro-Mietvertragsabschlüsse in den letzten 3-5 Jahren wurde eine **nicht-gewinnbringende** Mieterausbaufinanzierung abgeschlossen)

< 5%



5 - 10%



10 - 20%



> 20%



keine nicht-gewinnbringenden Mieterausbaufinanzierungen verhandelt

17

Gibt es Gründe für das Verhältnis zwischen gewinnbringende und nicht-gewinnbringende Mieterausbaufinanzierungen?

18

Fragen an den Interviewer?

Anhang 2 Ermittlung der Gewichtungsfaktoren (paarweises Vergleichen)

Kriterium		1	2	3	4	5	6	7	8	9	Wert	Faktor	Rangfolge
1	Renditegenerierungspotenzial		2	1	2	2	2	2	2	1	14	0.18	1
2	Prognostizierte Mieterausbaufinanzierungskosten	0		0	0	1	1	0	1	0	3	0.04	9
3	Risikobehaftung	1	2		1	2	2	1	1	1	11	0.14	3
4	Wiederverwendbarkeit des Mieterausbaus	0	2	1		1	0	1	2	0	7	0.09	6
5	Prognostizierte wiederkehrende Instandhaltungskosten	0	1	0	1		1	1	2	1	7	0.09	7
6	Prognostizierte wiederkehrende Instandsetzungskosten	0	1	0	2	1		1	2	1	8	0.10	5
7	Nachhaltigkeit (ESG-Kriterien)	0	2	1	1	1	1		1	0	7	0.09	8
8	Attraktivität für Mietvertragsabschluss	1	2	1	1	1	1	2		1	10	0.13	4
9	Bewertungseffekt auf Liegenschaftswert	1	2	1	2	1	1	2	2		12	0.15	2
Summe											79	1.01	

Legende: 2 Punkte = wichtiger wie Vergleichskriterium; 1 Punkt = gleich wichtig wie Vergleichskriterium; 0 Punkte weniger wichtig wie Vergleichskriterium

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Der eigentümerfinanzierte Mieterausbau, eine wenig genutzte Investitionsgelegenheit“ selbstständig verfasst und keine anderen Hilfsmittel als die angegebenen benutzt habe.

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

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

Dänikon, den 05.09.2022

Francesco Giardino