



**Universität
Zürich^{UZH}**

Abschlussarbeit

zur Erlangung des

Master of Advanced Studies in Real Estate

**Strategien und Potenziale der Immobilienbereitstellung und
-verwertung im Corporate Real Estate Management unter
Berücksichtigung des vertraglichen Anlagefonds als L-QIF**

Verfasser:

Eicke Luca

Eingereicht bei:

Samuel Marbacher

Abgabedatum:

01.09.2023

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	IV
Abbildungsverzeichnis	V
Tabellenverzeichnis	VI
Executive Summary.....	VII
1. Einleitung.....	1
1.1 Ausgangslage.....	1
1.2 Erkenntnisinteresse.....	1
1.3 Verortung in der Forschung und Eingrenzung der Arbeit.....	3
1.4 Aufbau der Arbeit und Vorgehen	3
2. Corporate Real Estate Management (CREM)	5
2.1 Begriffsdefinition.....	5
2.2 Bedeutung innerhalb des Unternehmens	5
2.3 Aufgaben des Corporate Real Estate Managements (CREM).....	6
2.3.1 Strategie der Immobilien-Bereitstellung	7
2.3.2 Strategie der Immobilien-Bewirtschaftung	11
2.3.3 Strategie der Immobilien-Verwertung.....	11
3. Immobilienanlagen	14
3.1 Kollektive Kapitalanlagen	14
3.1.1 Der vertragliche Anlagefonds.....	16
3.1.2 Limited Qualified Investor Fund (<i>L-QIF</i>)	17
3.1.3 Ausgewählte gesetzliche Bestimmungen kollektiver Kapitalanlagen....	18
3.1.4 Zusammenfassung und Vergleich	21
3.2 Konstruktion und Aufbau eines Anlagefonds mit Immobilien	21
3.2.1 Portfoliokonstruktion.....	22
3.2.2 Fondsaufbau.....	22
3.2.3 Anlagefonds als <i>L-QIF</i> mit Betriebsimmobilien.....	22
4. Empirische Untersuchung.....	24

4.1	Datenmaterial und Methode	24
4.2	Ergebnispräsentation	25
4.2.1	Qualitative Faktoren der Immobilienbereitstellung.....	26
4.2.2	Fazit zu qualitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung.....	29
4.2.3	Quantitative Faktoren der Immobilienbereitstellung.....	30
4.2.4	Fazit zu quantitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung.....	32
4.2.5	Relevante Interessensabwägungen bei Devestition.....	33
4.3	Diskussion	34
4.3.1	Diskussion qualitativer Faktoren der Immobilienbereitstellung	35
4.3.2	Diskussion quantitativer Faktoren der Immobilienbereitstellung	38
4.3.3	Diskussion relevanter Faktoren betreffend die Immobilienverwertung.	40
4.3.4	Zwischenfazit der diskutierten Ergebnisse und Thesen	42
5.	Ergebnistransfer und Potenziale	46
5.1	Plausibilisierung der Thesen.....	46
5.2	Zusammenfassung der Potenziale und Grenzen.....	51
5.3	Überlegungen zu möglichen Anwendungsfällen.....	54
6.	Schlussbetrachtung	56
7.	Literaturverzeichnis.....	58
8.	Anhang.....	61

Abkürzungsverzeichnis

Abs.	Absatz
AG	Aktiengesellschaft
Art.	Artikel
Bst.	Buchstabe
CRE	Corporate Real Estate
CREM	Corporate Real Estate Management
DBG	Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer
EFD	Eidgenössisches Finanzdepartement
FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen
E-FIDLEG	Bundesgesetz über die Finanzdienstleistungen, mit Änderungen im Entwurf (noch nicht rechtskräftig)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen
E-KAG	Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen, mit Änderungen im Entwurf (noch nicht rechtskräftig)
KGK, KmGK	Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen
KKV	Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen
L-QIF	Limited Qualified Investor Fund
MPT	Modern Portfolio Theory
OR	Obligationenrecht
REIM	Real Estate Investment Management
SICAF	Investmentgesellschaft mit festem Kapital
SICAV	Investmentgesellschaft mit variablem Kapital
SMI	Swiss Market Index

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Übersicht Direkte und indirekte Immobilienanlagen	14
Abbildung 2: Kollektive Kapitalanlagen gemäss Kollektivanlagegesetz KAG	15
Abbildung 3: Struktur eines vertraglichen Anlagefonds nach KAG	16
Abbildung 4: Mögliche Rechtsformen des <i>L-QIF</i>	18

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Zulässige Immobilienanlagen in offenen kollektiven Kapitalanlagen	20
Tabelle 2: Übersicht Interviewpartner und Portfoliogrößen	24
Tabelle 3: Qualitative und quantitative Faktoren der Bereitstellung bzw. deren (provisorische) Bewertung im Überblick	44
Tabelle 4: Devestitionsgründe bzw. provisorische Bewertung deren Zielerfüllung im Überblick	45
Tabelle 5: Qualitative und quantitative Faktoren der Bereitstellung bzw. deren Bewertung im Überblick	53
Tabelle 6: Devestitionsgründe bzw. Bewertung deren Zielerfüllung im Überblick.....	54

Executive Summary

Die vorliegende Arbeit widmet sich den Bereitstellungs- und Verwertungsstrategien von *Corporate Real Estate* und den damit verbundenen Potenzialen und Grenzen. Das Interesse richtet sich, genauer gesagt, auf qualitative und quantitative Faktoren der Immobilienbereitstellung ebenso wie auf wesentliche Interessensabwägungen zur Immobilienverwertung.

Unter Rückgriff auf Experteninterviews mit Vertretern der Banken-, Versicherungs- und Pharmabranche wurden zunächst die in der Praxis relevanten Faktoren der gegenwärtig verbreiteten Strategien des Eigentums und der klassischen Miete identifiziert. Aufbauend darauf liess sich der Bogen schlagen zu einer neuen Strategie, die ein *Corporate Real Estate Portfolio* als Anlagefonds vorsieht. Besonderes Augenmerk lag dabei auf dem *Limited Qualified Investor Fund*, einer in der Schweiz geplanten neuen Fondskategorie.

Über die Diskussion und Plausibilisierung von formulierten Thesen zeigt die vorliegende Arbeit auf, wo Potenziale dieser neuen Strategie zu erwarten sind, aber auch mit welchen Grenzen zu rechnen ist. Das grösste Potenzial der diskutierten Strategie liegt vermutlich in der Partizipation an der Wertsteigerung der Liegenschafts-Assets, die bislang nur mit Betriebsliegenschaften im Eigentum zum Tragen kam. Weiter sind mit dieser Strategie eine bessere Alignierung von Interessen der Eigentümer, Mieter und Anleger denkbar, auch wenn diesbezüglich durch die Fremdverwaltung unbestritten Grenzen gesetzt sind.

1. Einleitung

1.1 Ausgangslage

Corporate Real Estate (CRE) bezeichnet Immobilien, die ein Unternehmen für die Erbringung seiner Kerntätigkeit braucht. Solche Immobilien fungieren, mit anderen Worten, in erster Linie als Mittel zum Geschäftszweck. Zu deren Steuerung stehen dem *Corporate Real Estate Management* (CREM) unterschiedliche Strategien zur Verfügung: namentlich Strategien zur *Bereitstellung*, *Bewirtschaftung* und *Verwertung*.

Die *Immobilienbereitstellung* kann im Eigentum oder in Form einer Miete erfolgen (auf die Differenzierung des Lease wird später im Detail eingegangen). Bei der *Immobilienbewirtschaftung* liegt die strategische Entscheidung primär in der Aufgabenverteilung auf interne und/oder externe Stellen. Die *Immobilienverwertung* erfolgt, wenn Liegenschaften nicht mehr oder nur noch in reduziertem Umfang betriebsrelevant sind. Die jeweiligen Strategien bieten unterschiedliche Rahmenbedingungen mit je Vor- und Nachteilen, die sowohl qualitative als auch quantitativ-finanzielle Faktoren betreffen.

Immobilien können wiederum auch als Mittel zur Renditeerzielung fungieren. Im Rahmen des *Real Estate Investment Management* (REIM) können Renditeimmobilien einzelne Liegenschaften privater Eigentümer sein, die diese *direkt* halten. Sie können aber auch in Immobilienanlagegefässen kombiniert werden, womit sie Anlegern zugänglich gemacht werden, und zwar *indirekt*, d. h. über Anteilsscheine. Zu solchen indirekten Immobilienanlagen zählen Immobiliengesellschaften, Genossenschaften, Anlagestiftungen und kollektive Kapitalanlagen.

Innerhalb der kollektiven Kapitalanlagen ist in der Schweiz die Einführung des sogenannten *Limited Qualified Investor Fund*, einer neuen, wenig regulierten Fondskategorie, geplant (Eidgenössisches Finanzdepartement EFD, 2022). Diese Neuerung wird in der vorliegenden Arbeit zum Anlass genommen, das Potenzial von Immobilienanlagen, oder präziser, des vertraglichen Anlagefonds, in Kombination mit den erwähnten Strategien der Immobilienbereitstellung und -verwertung im *Corporate Real Estate Management* zu überprüfen.

1.2 Erkenntnisinteresse

Die beiden übergeordneten Themenfelder des *Corporate Real Estate Managements* und des *Real Estate Investment Managements* agieren gegenwärtig weitgehend unabhängig

voneinander. Gleichwohl geht es im Kern aber um dasselbe „Produkt“ – die Immobilie – sodass sich am Anfang dieser Arbeit folgende Hypothese formulieren lässt:

Aus der Überlagerung der unterschiedlichen Themenfelder ‚Corporate Real Estate Management‘ und ‚Real Estate Investment Management‘ resultieren Potenziale in der Bereitstellung und Verwertung von Betriebsimmobilien.

Eine solche Überlagerung ist bislang in der Schweiz nicht erkennbar, womit sich ein neues Bearbeitungsfeld eröffnet. Mit der genannten Hypothese richtet sich das Erkenntnisinteresse dieser Arbeit aufbauend auf drei Aspekte,

- erstens auf die relevanten qualitativen und finanziellen Vor- und Nachteile unterschiedlicher Arten der Immobilien*bereitstellung* im *Corporate Real Estate Management*,
- zweitens auf die wesentlichen Treiber bzw. Interessensabwägungen unterschiedlicher Arten der Immobilien*verwertung* im *Corporate Real Estate Management*, um schliesslich
- zu evaluieren, ob diesbezüglich im Zusammenhang mit einem Anlagefonds in Form des *Limited Qualified Investor Funds* Vor- bzw. Nachteile entstehen oder Interessenskonflikte aufgelöst werden können.

Den genannten Aspekten liegen die drei nachfolgenden Forschungsfragen zugrunde:

1. Welche strategischen Vor- und Nachteile liegen aus Sicht des CRE-Portfoliomanagements in unterschiedlichen Bereitstellungsstrategien vor?
2. Welches sind die relevanten Kostenelemente bzw. Aufwandpositionen betreffend Betriebsliegenschaften und welcher Einfluss auf Bilanz- und Erfolgsrechnung der Unternehmen ergibt sich in unterschiedlichen Bereitstellungsstrategien?
3. Welche sind die relevanten Überlegungen bzw. Interessensabwägungen von CRE-Einheiten bzw. von Unternehmen als Ganzes betreffend die Verwertung von Betriebsimmobilien?

Folgende Bereitstellungsstrategien sind zu berücksichtigen: (1) Liegenschaften im Eigentum; (2) Miete in Liegenschaften von Dritten und (3) Miete in Liegenschaften eines Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist. Dabei stellen die ersten beiden gegenwärtig verbreitete Bereitstellungsstrategien dar, zu denen einschlägige theoretische Grundlagen vorliegen und Expertenwissen aus der Praxis eingeholt werden kann. Dieses

theoretische und empirische Wissen ist wiederum unerlässlich, um daraus für die dritte Strategie, zu der entsprechende Informationsquellen bislang fehlen, mögliche Antworten abzuleiten bzw. Thesen zu formulieren. Hierin liegt das Hauptinteresse dieser Arbeit.

1.3 Verortung in der Forschung und Eingrenzung der Arbeit

Die Überlagerung von *Corporate Real Estate Management* und *Real Estate Investment Management* bildet einen neuen Kontext, zu dem bislang keine einschlägige Forschung vorliegt. Für die beiden Themenfelder werden daher unabhängig voneinander die theoretischen Grundlagen erarbeitet: einerseits zu verschiedene Portfoliomanagement-Strategien, andererseits zum Bereich der Anlagefonds oder, allgemeiner, dem Bereich der kollektiven Kapitalanlagen.

Die Arbeit wird aus der Perspektive und mit Fokus auf das *Corporate Real Estate Management* von *Large Corporates* in der Schweiz geschrieben. Mit *Large Corporates* sind hier die im Swiss Market Index (SMI) abgebildeten grössten Titel von Schweizer Unternehmen gemeint. Für die Untersuchung sind stellvertretend Unternehmen aus der Banken-, Versicherungs- und Pharmabranche berücksichtigt worden.

Mit der Immobilien-Bereitstellung und Immobilien-Verwertung wird in dieser Arbeit auf zwei strategische Aufgaben des *Corporate Real Estate Managements* fokussiert, die gleichermassen für das Erkenntnisinteresse von Bedeutung sind. Die Aufgabe der Immobilien-Bewirtschaftung wird indes nicht beleuchtet, da die dort relevanten Themen weniger auf übergeordneter strategischer als vielmehr auf operationeller Stufe beurteilt werden (können).

Weitere Aspekte, die für das hier verfolgte Erkenntnisinteresse wichtig sind, betreffen die verschiedenen Immobilienanlagen, insbesondere den vertraglichen Anlagefonds als kollektive Kapitalanlage, unter Berücksichtigung der geplanten Neuerungen durch den *Limited Qualified Investor Fund*. Eine umfassende Betrachtung der Anpassung des Kollektivanlagegesetzes, die über die Einführung des *Limited Qualified Investor Funds* hinausgeht, kann in der vorliegenden Arbeit nicht vorgenommen werden.

1.4 Aufbau der Arbeit und Vorgehen

Die Arbeit ist in vier Teile gegliedert. Im ersten Teil werden je das theoretische Fundament zu „Corporate Real Estate Management“ (vgl. Kapitel 2) und „Immobilienanlagen“ (vgl. Kapitel 3) gelegt. Der Fokus in Kapitel 2 liegt auf den jeweiligen Charakteristika verschiedener Arten der Immobilienbereitstellung und -

verwertung. In Kapitel 3 werden der vertragliche Anlagefonds sowie die einschlägige Verortung des *Limited Qualified Investor Funds* eingehender referiert.

Der zweite Teil betrifft die „Empirische Untersuchung“, die unter Rückgriff auf Experteninterviews einen zusätzlichen Erkenntnisgewinn zum Themenbereich des *Corporate Real Estate Managements* verspricht (vgl. Kapitel 4). Zunächst werden die erlangten Ergebnisse vorgestellt, gebündelt nach den wesentlichen qualitativen und quantitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung bzw. den wesentlichen Überlegungen und Interessensabwägungen betreffend die Immobilienverwertung. Damit liegen Antworten zu den Forschungsfragen betreffend die heutige Praxis vor. Ausgehend davon werden in der anschließenden Diskussion für die dritte, neue Bereitstellungsstrategie des vertraglichen Anlagefonds relevante Faktoren weiter differenziert und in Thesenform formuliert, wo Potenziale zu erwarten sind.

Im dritten Teil „Ergebnistransfer und Potenziale“ werden die in Kapitel 4 formulierten Thesen weiter plausibilisiert und differenziert (vgl. Kapitel 5), indem die Anwendung des vertraglichen Anlagefonds konkret auf die Verwertung (d. h. den Verkauf in das Fondsportfolio) und die Bereitstellung (d. h. die Rückmiete aus dem Fonds-Portfolio) von Betriebsimmobilien bezogen wird. Aus den gewonnenen Erkenntnissen werden mögliche Anwendungsfälle für das CRE-Management der verschiedenen Branchen erörtert.

In der „Schlussbetrachtung“ erfolgt ein Fazit anhand der Resultate und im Rahmen eines Ausblicks wird auf den möglichen weiteren Forschungsbedarf eingegangen.

2. Corporate Real Estate Management (CREM)

In den nachfolgenden Kapiteln werden der Begriff des *Corporate Real Estate Managements* ebenso wie dessen Bedeutung und Aufgaben eingehender referiert. Damit wird das theoretische Fundament zum ersten der zwei Themenfelder, die für das Erkenntnisinteresse relevant sind, gelegt. Auf das zweite Themenfeld, das die Immobilienanlagen betrifft, wird im darauffolgenden Kapitel 3 näher eingegangen.

2.1 Begriffsdefinition

Unter dem Begriff *Corporate Real Estate Management* (CREM) wird gemeinhin „das aktive, ergebnisorientierte strategische und operative Management betriebsnotwendiger und nicht betriebsnotwendiger Immobilien verstanden“, das seinerseits die strategischen Felder der Immobilienbereitstellung, -bewirtschaftung und -verwertung betrifft (Schäfers & Gier, 2008, S. 856). *Betriebsimmobilie* oder *Corporate Real Estate* (CRE) schliesst dabei „nicht nur Immobilien ein, die im Eigentum des Unternehmens sind, sondern auch solche, an denen das Unternehmen ein temporäres Verfügungsrecht besitzt“ (Gier, 2006, S 15.).

2.2 Bedeutung innerhalb des Unternehmens

Betriebsimmobilien sind „betriebsnotwendig“, was bedeutet, dass sie der Erfüllung des Geschäftszwecks dienen sollen, der eben gerade nicht immobilienbezogen ist. So werden Betriebsimmobilien in erster Linie als Produktionsfaktor betrachtet, wobei grundsätzlich die Betriebs-Strategie die Immobilien-Strategie vorgibt (vgl. Glatte, 2014, S. 8-13). Diese deutliche Hierarchisierung besteht allerdings spätestens seit den 1990er Jahren nur noch bedingt, denn mit den technologischen und markt- bzw. gesellschaftlichen Entwicklungen sind die Rahmenbedingungen für Unternehmen stetig komplexer geworden (vgl. Schäfers & Gier, 2008, S. 850).

Mit der technologischen Entwicklung konnten zum einen in Fabrikationsgebäuden vor allem die Anforderungen neuer Produktionsprozesse mit der bestehenden Gebäudestruktur nicht mehr optimal erfüllt werden. Unter anderem betrifft dies zu niedrige Deckenhöhen und -tragfähigkeit, zu enge Stützenraster oder zu wenig zusammenhängende Flächen, die für eine effektive Automatisierung, Verkettung und Robotisierung von Prozessschritten notwendig wäre. Bei Büro- und Verwaltungsgebäuden führte die technologische Entwicklung zu veränderten Anforderungen, die in den bestehenden Grundrissen, mit ungenügender technischer Horizontal- und Vertikalerschliessung und allgemein veralteter technischer Infrastruktur nicht mehr erfüllt waren (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 852).

Zum anderen betrafen die markt- und gesellschaftlichen Entwicklungen insbesondere die Tertiärisierung, die „einerseits eine Zunahme von Flächen für Bürotätigkeiten, andererseits eine wesentlich engere räumliche Verzahnung der Bürotätigkeiten mit dem eigentlichen Fertigungsbereich [bedingt, L. E.]“ (Schäfers & Gier, 2008, S. 853).

Ausserdem hat im Zuge des Strukturwandels die Bedeutung weicher Standortfaktoren zugenommen, wie etwa Image und Qualität des Umfelds oder die Nähe zu ähnlichen Branchen ebenso wie die Erwartungen der Mitarbeitenden an die Arbeitsplatzqualität. Unternehmen sind allmählich zur Erkenntnis gelangt, dass der Standort und die Gestaltung von Betriebsimmobilien zu einem entscheidenden Wettbewerbsfaktor im Rennen um qualifizierte Mitarbeitende sein können, was wiederum zu einer „deutlichen Aufwertung von Immobilien und ihres Managements im Unternehmensgefüge [geführt hat, L. E.]“ (Schäfers & Gier, 2008, S. 853).

Dementsprechend ist gegenwärtig in der Praxis gleichzeitig ein *top-down*-orientiertes sowie ein *bottom-up*-orientiertes *Corporate Real Estate*-Managementverständnis erkennbar: Ersteres Verständnis meint eine Immobilienstrategie, die die generelle Unternehmensstrategie unterstützt bzw. innerhalb eines vorgegebenen strategischen Rahmens eigene Konzepte formuliert. Zweiteres Verständnis hingegen meint, dass „z. B. im Rahmen der Immobilien-Verwertungsstrategien die im Unternehmen vorhandenen Immobilienressourcen zum Ausgangspunkt der Planung geeigneter Unternehmens- bzw. Geschäftsfeldstrategien [werden, L. E.]“ (Schäfers und Gier, 2008, S. 868).

Mit der Professionalisierung des Immobilienmanagements wurde schliesslich die Bedeutung der Betriebsimmobilien sowohl auf Bilanz als auch auf Erfolgsrechnung der Unternehmen deutlich. So zeigt eine unveröffentlichte Studie von UBS Investment Research und Deutsche Börse AG aus dem Jahr 2005, dass damals durchschnittlich zwischen 10 % und 20 % des Bilanzvermögens von DAX-Unternehmen in Immobilien gebunden waren und alle immobilienbezogenen Kosten durchschnittlich zwischen 5 % und 15% der Gesamtkosten betrug (vgl. Pfnür, 2011, S. 169-170). Die professionelle Steuerung dieser Betriebswerte und Kostenpositionen ist folglich von umso grösserer Wichtigkeit, da die „immobilen“ Wesensart kurzfristige Anpassungen im Immobilienportfolio nur schwer zulässt.

2.3 Aufgaben des Corporate Real Estate Managements (CREM)

Angelehnt an die Begriffsdefinition und im Sinne eines mehrstufigen Gesamtkonzepts über verschiedene Fachbereiche werden das Portfolio vom *Portfoliomanagement* bzw.

einzelne Liegenschaften vom *Assetmanagement* strategisch und taktisch gesteuert und vom *Facility Management* operativ betrieben.

Entlang dieser Tätigkeiten und des Lebenszyklus der Immobilie werden im Folgenden die einschlägigen Basisstrategien erläutert. Der Fokus liegt dabei auf den für das Erkenntnisinteresse relevanten Aspekten der Immobilienbereitstellung und -verwertung, die vorrangig vom *Corporate Real Estate Portfoliomanagement* (fortan *CRE-Portfoliomanagement*) strategisch gesteuert werden.

2.3.1 Strategie der Immobilien-Bereitstellung

Zur initialen Bereitstellung und Haltung der Unternehmensressource Betriebsimmobilie stehen dem *CRE-Portfoliomanagement* verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung. Zunächst besteht jeweils dessen Aufgabe darin, zwischen *lease-or-own* (d. h. zwischen Miete oder Eigentum) und anschliessend zwischen *buy-or-build* (d. h. zwischen Kaufen oder Bauen) zu entscheiden. Das heisst, anders formuliert, dass eine Fläche mittel- bis langfristig angemietet oder gelaesed oder aber selbst neu entwickelt oder gekauft werden kann (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 869-876). Jede dieser Strategien hat quantitative und qualitative Vor- und Nachteile, die nachfolgend mit Blick auf zentrale Aspekte beleuchtet werden.

Eigentum

Eigentum kann durch Kauf oder Entwicklung entstehen und bietet – unter Einhaltung öffentlich-rechtlicher Bauvorschriften, privatrechtlicher Beschränkungen sowie Umwelt- oder Denkmalschutzgesetzen – die maximale Verfügungsgewalt, d. h. die zeitlich unbefristete Kontrolle über die Nutzung und Veränderbarkeit der Immobilie (vgl. Gier, 2006, S. 61). Als Eigentümer hat das Unternehmen „Konzept, Kosten und Zeit für den Bau und die Bewirtschaftung der Immobilie [...] im Prinzip selbst in der Hand“ (Glatte, 2014, S. 232). Diese Kontrolle und insbesondere die unbefristete Verfügbarkeit kann für bestimmte Unternehmen, etwa hoch-technisierte Spezialbetriebe oder Forschungslabors, deren Immobilien sehr spezifisch auf die Geschäftstätigkeit ausgerichtet sind, so relevant sein, dass andere Formen der Bereitstellung gar nicht erst in Frage kommen (vgl. Gier, 2006, S. 63). Umgekehrt kann sich in einem dynamischen Geschäftsumfeld Eigentum als unflexibel erweisen, wenn beispielsweise bei schwankenden Personalbeständen nicht schnell genug reagiert werden kann und dadurch Ineffizienzen entstehen (vgl. Glatte, 2014, S. 234).

Eigentum bedeutet weiterhin eine hohe Kapitalbindung und ist beim Erwerb, während der Haltedauer und bei der eventuellen Verwertung mit verschiedenen Steueraufwänden und Gebühren verbunden (u. a. Grundstückgewinnsteuern oder Grundbuchgebühren) (vgl. Glatte, 2014, S. 234). Die zuvor erwähnten Ineffizienzen im Falle von sinkendem Personalbestand und folglich reduziertem Flächenbedarf haben auch direkte Kostenfolgen, „denn Unternehmensimmobilien sind nicht beliebig teilbare Produktionsfaktoren, die hohe Fixkosten verursachen. Hieraus ergibt sich bei Fluktuationen in der Nutzungsintensität das Problem überproportional steigender Stückkosten [...]“ (Gier, 2006. S. 62).

Als Anlagevermögen verlängert die Immobilie die Bilanz und wird mit Eigenkapital oder langfristigem Fremdkapital finanziert. Bei gewissen Unternehmen sind in diesem Zusammenhang regulatorische Vorgaben, etwa die Eigenkapitalquote betreffend, zu berücksichtigen und einzuhalten. Die bilanzierte Anlage wird abgeschrieben und – solange sie als Betriebsimmobilie gehalten wird – zum entsprechenden Buchwert ausgewiesen. Gegenüber dem Marktwert, in dem auch die Wertentwicklung abgebildet ist, generiert ein Unternehmen auf diese Weise signifikante stille Reserven (vgl. Glatte, 2014, S. 234).

Leasing

Zwischen Eigentum und klassischer Miete gibt es die Variante des *Immobilien-Leasing*. Damit ist die „vertraglich festgelegte, entgeltliche Nutzungsüberlassung eines Wirtschaftsgutes durch einen Leasinggeber an einen Leasingnehmer“ gemeint (Glatte, 2014, S. 236). Je nach Anzahl involvierter Parteien spricht man entweder von *indirektem* oder *direktem Leasing*. Beim *indirekten Leasing* sind drei Parteien involviert: zunächst ein Verkäufer (1) einer Liegenschaft und ein Käufer (2). Der Käufer als neuer Eigentümer saniert oder entwickelt die Liegenschaft und überlässt in der Rolle als Leasinggeber (2) die Nutzung einem neuen Leasingnehmer (3). Beim *direkten Leasing* gibt es indes nur zwei Parteien, da der Leasinggeber die Liegenschaft direkt vom zukünftigen Leasingnehmer abkauft und dieser (Teil-)Flächen zurück-*leased*, im Rahmen eines sogenannten *Sale & Lease-back*. Beide Möglichkeiten fassen letztlich auf der Idee, dass der Leasingnehmer eine spezifisch auf ihn zugeschnittene Liegenschaft erhält, die dadurch wiederum Eigentumscharakter erlangt und die 100 % fremdfinanziert ist (Bürgi Nägeli Rechtsanwälte, ohne Datum). Die Vertragsbeziehung definiert eine üblicherweise unkündbare Grundlaufzeit und sieht anschliessend je nach Form die Rückgabe, den Kauf oder eine Verlängerung vor (vgl. Glatte, 2014, S. 237).

Insbesondere im Fall des *indirekten Leasings*, bei dem der Leasingnehmer nicht die bereits bisher von ihm genutzten, sondern gänzlich neue Flächen leased, können unternehmensspezifische Anforderungen bezüglich Grund- und Mieterausbau berücksichtigt werden. Der Leasinggeber, der über das nötige Know-how verfügt, setzt das entsprechende Bauvorhaben für den Leasingnehmer um (vgl. Schäfers & Gier, 2008, S. 872).

Im Gegensatz zum Eigentum bindet der Leasingnehmer mit einem *Lease* kaum Kapital bzw. setzt dieses im Falle des *Sale & Lease-back* frei. Zusätzlich profitiert er von vorteilhaften Konditionen des Leasinggebers als Grosskreditnehmer (insbesondere im Fall von grossen Leasinggesellschaften), die sich im niedrigen Zinsanteil in den Leasingraten widerspiegeln. Diese mit dem Leasingvertrag offengelegten Kosten erlauben eine klare Kostenplanung während der unkündbaren Grundlaufzeit (vgl. Schäfers & Gier, 2008, S. 873).

Seit der Einführung von IFRS16 im Januar 2019 müssen solche mittel- bis langfristigen *Finance Lease*-Verpflichtungen vom Leasingnehmer bilanziert werden. Die entgeltliche Nutzungsüberlassung wird als sogenanntes *Right of Use Asset* aktiviert, die Verpflichtung als *Lease Liability* passiviert. Anders als noch vor 2019 verlängert somit das *Leasing* ebenfalls die Unternehmensbilanz (vgl. Bauer, 2016).

Immobilienleasing mit den beschriebenen Rollen und Spezifika, wie beispielsweise die vollständige Fremdfinanzierung oder langfristige Laufzeiten mit anschliessendem Kaufrecht, kommt in der Schweiz zwar vor, kann im Vergleich zu direkt gehaltenen bzw. gemieteten Immobilien jedoch als Nische bezeichnet werden. Gegenüber dem Eigenbesitz stellt die Miete die hierzulande übliche Alternative dar (vgl. Bürgi Nägeli Rechtsanwälte, ohne Datum).

Miete

Die Miete bezeichnet gem. Art. 253 des Obligationenrechts (OR) vom 30.03.1911, SR 220 die Überlassung einer Immobilie zum Gebrauch während der Mietzeit gegen Leistung eines Mietzinses und stellt mithin ein eingeschränktes, insbesondere zeitlich beschränktes Verfügungsrecht über die Immobilie dar. Für Gewerbemietverträge gilt die Formfreiheit, sodass Miethöhe, mietfreie Zeit, Laufzeit, Renovierungskosten, Wiederherstellung bei Auszug, Mietereinbauten etc. frei geregelt bzw. durch die Bedingungen des lokalen Markts bestimmt sind (vgl. Glatte, 2014, S. 235).

Gegenüber dem *Leasing* sind kürzere Mietdauern bzw. Kündigungsfristen üblich, womit schneller auf veränderten Bedarf reagiert werden kann. Diese Flexibilität kann mit entsprechenden Vertragskonditionen weiter erhöht werden: betreffend Bedarfsreduktion ermöglichen sogenannte *Early-break-Optionen* einen Mietvertrag verfrüht, also noch während der eigentlichen Laufzeit zu kündigen. Demgegenüber bergen kurzfristige Mietverträge das Risiko, dass die Flächen nach Ablauf nicht mehr länger zu Verfügung stehen, obwohl der Bedarf weiterhin besteht. „In einem solchen Fall fallen Kosten für einen Umzug und gegebenenfalls für die Wiederherstellung des Ursprungszustandes, der zumindest teilweise Verlust von Investitionen in Mietereinbauten und die notwendigen neuen Einrichtungskosten an“ (Glatte, 2014, S. 236). Auch dieses Risiko kann mit Verlängerungsoptionen zumindest reduziert werden, womit die Möglichkeit zu einer oder mehreren weiteren Laufzeiten bereits vertraglich vorgesehen werden, entweder zu gleichbleibenden (*echte Option*) oder angepassten (*unechte Option*) Konditionen (vgl. Gier, 2006, S. 75).

Ähnlich wie der *Lease* ist der kurzfristige Kapitalbedarf und die fortwährende Kapitalbindung in der Miete geringer als mit Eigentum. Weiter kann von einer besseren Kalkulierbarkeit der Kosten ausgegangen werden, da die Miethöhe bekannt und Investitionen auf den eigenen Mietereinbauten beschränkt sind (vgl. Gier, 2006, S. 74-75). Diesbezüglich kommt es aber auf die konkrete Vertragsregelung an, womit auch erweiterte Verantwortlichkeitsbereiche dem Mieter zugeschrieben werden können. In diesem Fall kommen sogenannte *Double-* bzw. *Triple-Net-Verträge* zum Tragen.

Die zuvor beschriebene Bilanzierungsregel gemäss IFRS16 muss auch für alle Mietverhältnisse, die länger als zwölf Monate laufen, angewendet werden. Damit sind diesbezüglich alle drei Bereitstellungsstrategien gleichwertig.

Zusammenfassung

Die Bereitstellung von Betriebsliegenschaften im Eigentum bietet die umfassendste und insbesondere eine zeitlich unbefristete Verfügungsmacht. Damit kann die Immobilienbereitstellung unabhängig von Dritten und von Marktentwicklungen auf die eigenen Bedürfnisse zugeschnitten erfolgen und die Kontrolle über Nutzung und deren Veränderbarkeit bleibt gewahrt. Der hohe initiale Kapitaleaufwand und die Kapitalbindung limitieren umgekehrt die Flexibilität im Sinne der kurzfristigen Anpassungsfähigkeit.

Der *Lease* bietet ebenfalls die Möglichkeit der massgeschneiderten Flächenbereitstellung. Sein Hauptvorteil liegt in der vollständigen Fremdfinanzierung durch den Leasinggeber, womit sich der einmalige Kapitaleaufwand für den Nutzer minimiert. Meist langfristige, unkündbare Vertragslaufzeiten schränken indes die Flexibilität ein.

Ebenso die Miete stellt eine Bereitstellungsform mit geringem kurzfristigen Kapitalbedarf und Kapitalbindung dar und erlaubt mit entsprechenden Vertragskonditionen eine hohe Flexibilität. Gleichzeitig besteht eine erhöhte Abhängigkeit zum Vermieter, was die Verfügbarkeit der Flächen betrifft. Weiter ist die Einflussnahme auf spezifische, strategische Anforderungen betreffend die Flächen limitiert.

Seit der Einführung von IFRS16 gilt für alle drei Bereitstellungsformen die Pflicht zur Bilanzierung, d. h. Eigentumsliegenschaften zu Buchwerten bzw. das Nutzungsrecht (*Right of Use Asset*) und die entsprechenden Mietverbindlichkeiten. Nur als Eigentümer partizipiert man an der Wertsteigerung der bilanzierten Anlage, sodass aus der Differenz zwischen abschreibendem Buchwert und Marktwert stille Reserven gebildet werden können.

Im weiteren Verlauf der Arbeit wird der Begriff der *Miete* bzw. des *Sale & Rent-back* verwendet, um die alternative Bereitstellungsstrategie neben dem Eigentum zu bezeichnen. Auf die Verwendung bzw. die Differenzierung des *Lease*-Begriffs wird aufgrund dessen begrenzten Anwendung in der Schweiz und im Sinne der Verständlichkeit fortan verzichtet.

2.3.2 Strategie der Immobilien-Bewirtschaftung

Betreffend Bewirtschaftung (auch *Facility Management*) liegt die strategische Entscheidung in der Aufgabenverteilung auf interne und/oder externe Stellen. Diese Entscheidung basiert nach wie vor oft auf kostenrechnerischen Ansätzen, obwohl eine korrekte Kostenerfassung kaum möglich ist und gleichzeitig andere nicht-finanzielle Kriterien, z. B. die Prozesskontrolle oder Spezialisierungsvorteile, zu wenig beachtet werden (vgl. Schäfers und Gier, 2008, 879-880). Da der Aufgabenbereich der Bewirtschaftung für das Erkenntnisinteresse nicht oder zumindest nur bedingt relevant ist, wird im Folgenden auf weitere einschlägige Ausführungen verzichtet.

2.3.3 Strategie der Immobilien-Verwertung

Unter dem Gesichtspunkt der optimalen Unterstützung des Kerngeschäfts wird die Entscheidung zum fortlaufenden Halten versus Verwerten bzw. Monetarisieren von

Eigentumsobjekten von strategischen, finanzwirtschaftlichen oder transaktionsbezogenen Zielen geleitet.

Strategische Ziele umfassen unter anderem die Schaffung operativer Flexibilität, Kalkulierbarkeit der Immobilienkosten oder die Verringerung des Immobilienexposures, also der Kapitalbindung in Immobilien. Finanzwirtschaftliche Ziele meinen u. a. die Freisetzung von Kapital für das Kerngeschäft oder die Partizipation an der Wertsteigerung der Immobilie. Ist die Entscheidung zur Verwertung gefällt, betreffen die transaktionsbezogenen Ziele schliesslich die Maximierung des Veräusserungs-Erlöses sowie der Veräusserungs-Wahrscheinlichkeit (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 883).

Gegenstand von Monetarisierungsüberlegungen können auch eigentlich betriebsrelevante Immobilien sein. Dies ist der Fall, wenn trotz Betriebsnotwendigkeit die Notwendigkeit des Eigentums nicht gegeben ist. Es wird dementsprechend zwischen der Monetarisierung von betriebsrelevanten und betriebsneutralen Immobilien einerseits und betreffend Letztere einer passiven oder aktiven Verwertungsstrategie andererseits unterschieden (Schäfers und Gier, 2008, S. 881-888).

Verwertung betriebsrelevanter Immobilien

Bei der Monetarisierung von betriebsrelevanten Unternehmensimmobilien ist der *Sale & Rent-back* die vorherrschende Form. Dabei stehen die Freisetzung von Kapital und die Flexibilisierung der Flächenbereitstellung durch entsprechende Vertragskonstrukte im Vordergrund (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 884).

Eine weitere Möglichkeit ist die Ausgliederung des Immobilienbereichs (mitsamt der *Assets*) in eine eigenständige Tochtergesellschaft, die an der Börse platziert wird. Damit kann zwar für die Muttergesellschaft Kapital freigespielt werden, der Aufwand für die Tochtergesellschaft jedoch ist u. U. erheblich (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 884).

Ebenfalls im Anlage-Universum anzusiedeln ist die Möglichkeit der Veräusserung von Betriebsimmobilien an einen eigens dafür aufgesetzten offenen Immobilienfonds. Als sogenannte *kollektive Kapitalanlage* unterliegen diese dem Kollektivanlagengesetz KAG, das u. a. Anlagerichtlinien bezüglich Diversifikation vorgibt (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 884). In der vorliegenden Arbeit wird eine an diese Strategie angelehnte Möglichkeit unter besonderer Berücksichtigung der Neuerung durch den *Limited Qualified Investor Fund* genauer beleuchtet (vgl. Kapitel 3.2.2).

Verwertung betriebsneutraler Immobilien

Ohne weiteren Verwendungszweck kann die Betriebsimmobilie einerseits im bestehenden Zustand verwertet werden (passive Strategie). Dies kann bei vom Markt nachgefragten Immobilien an guter Lage, mit guter Bausubstanz und Zustand, hoher Flächeneffizienz, ansprechender Architektur, guter Wirtschaftlichkeit u. a. bereits mit überschaubarem Vermarktungsaufwand die gewünschten Erlöse bringen.

Andernfalls kann sich vor der Verwertung eine Immobilienentwicklung anbieten (aktive Strategie), womit eine „nachhaltig wettbewerbsfähige und damit ertragsreiche Nutzung der Immobilie ermöglicht wird“ (Schäfers und Gier, 2008, S. 886). Damit soll der Entwicklungsmehrwert zumindest teilweise im Unternehmen gehalten und nicht vollständig von externen Marktakteuren abgeschöpft werden.

Eine solche Entwicklung ist wiederum mit ihren eigenen Risiken für das Unternehmen verbunden bzw. mitunter für die meisten *Non-Property Companies*, d.h. Unternehmen mit einer Geschäftstätigkeit ohne eigentlichen Immobilienbezug, allein gar nicht umsetzbar, da das nötige Know-how fehlt. Indem nur gewisse Vorleistungen erbracht werden (Studien, Projektplanung, allenfalls bereits eine Baubewilligung) oder die Umsetzung zusammen mit einem professionellen Entwickler erfolgt, können die Risiken jedenfalls minimiert werden. Umgekehrt kann nicht mehr betriebsrelevanter Grundbesitz als Ausgangspunkt zum Eintritt in die Immobilienbranche, also zu einer Verbreiterung oder gar Neuausrichtung der unternehmerischen Tätigkeit genutzt werden (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 887).

3. Immobilienanlagen

Nachdem in Kapitel 2 das theoretische Fundament zum ersten Themenfeld des *Corporate Real Estate Managements*, oder genauer, zu den damit verbundenen Bereitstellungs- und Verwertungsstrategien des Portfoliomanagements, gelegt worden ist, richtet sich nun das Interesse auf das zweite Themenfeld dieser Arbeit, die kollektiven Kapitalanlagen bzw. den darin verorteten *Limited Qualified Investor Fund*.

Das Immobilienanlage-Universum lässt sich grundsätzlich in direkte und indirekte Immobilienanlagen gliedern (vgl. Abb. 1). Direkte Immobilienanlagen meinen den Kauf und das Halten von Liegenschaften (z. B. Eigentum von Unternehmen der Privatwirtschaft), während bei indirekten Immobilienanlagen Beteiligungen an fremdverwalteten Körperschaften gekauft und gehalten werden, wodurch indirekt an deren Immobilienerträgen partizipiert wird (Marbacher, 2022). Darunter fallen neben den Immobiliengesellschaften (AG, GmbH), Genossenschaften und Anlagestiftungen auch die kollektiven Kapitalanlagen, zu denen wiederum der *Limited Qualified Investor Fund* zu zählen ist (für eine entsprechende Definition vgl. Kapitel 3.2.2). Im Weiteren wird folglich auf diese spezifische indirekte Immobilienanlage fokussiert.

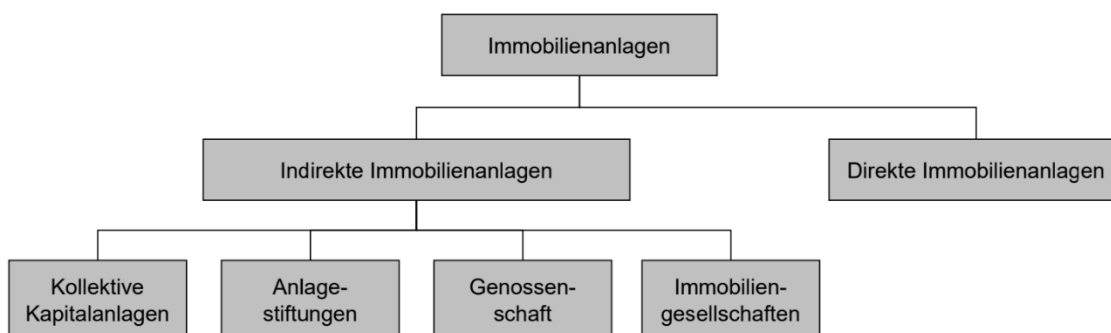


Abbildung 1: Übersicht Direkte und indirekte Immobilienanlagen (Marbacher, 2022)

3.1 Kollektive Kapitalanlagen

Artikel 7 des Bundesgesetzes über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) vom 23.06.2006, SR 951.31 definiert kollektive Kapitalanlagen folgendermassen:

„Kollektive Kapitalanlagen sind Vermögen, die von Anlegerinnen und Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und für deren Rechnung verwaltet werden. Die Anlagebedürfnisse der Anlegerinnen und Anleger werden in gleichmässiger Weise befriedigt.“
(Art. 7 Abs. 1 KAG)

In Artikel 5 der Verordnung über die kollektiven Kapitalanlagen (KKV) vom 22.11.2006, SR 951.311 wird ergänzend definiert:

„Als kollektive Kapitalanlagen gelten, unabhängig von ihrer Rechtsform, Vermögen, die von mindestens zwei voneinander unabhängigen Anlegerinnen oder Anlegern zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage aufgebracht und fremdverwaltet werden.“
(Art 5. Abs. 1 KKV)

Kollektive Kapitalanlagen werden in offene und geschlossene Kapitalanlagen gegliedert (vgl. Abb. 2). Offene kollektive Kapitalanlagen, also der vertragliche Anlagefonds oder die Investmentgesellschaft mit variablem Kapital (fortan SICAV), zeichnen sich durch den Rechtsanspruch der Anleger auf die Rückzahlung ihrer Anteile zulasten des Kollektivvermögens aus. Damit sind Ausgabe und Rücknahme von Anteilen unter Einhaltung von Kündigungsfristen laufend möglich – im Gegensatz zu den geschlossenen kollektiven Kapitalanlagen, zu denen die Investmentgesellschaft mit festem Kapital (fortan SICAF) und die Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen (fortan KGK) zählen (Koller 2007, S. 50).

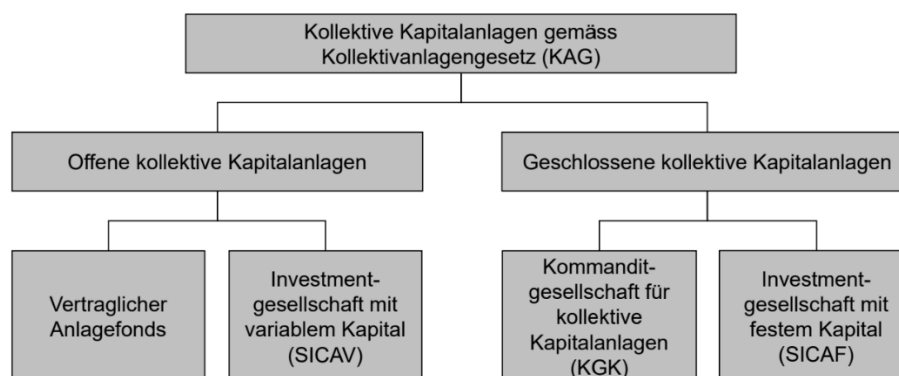


Abbildung 2: Kollektive Kapitalanlagen gemäss Kollektivanlagegesetz KAG (Marbacher, 2022)

Je nach Anlagestrategie wird eine geschlossene Konstruktion favorisiert, insbesondere bei *Private Equity*-Beteiligungen oder Projektentwicklungen. So liegt der Hauptfokus der KGK auf Anlagen in Risikokapital, also auf der Finanzierung von Unternehmungen und Projekten. Konkret sind u. a. auch Anlagen in Bau- und Immobilienprojekte zulässig (vgl. Härtsch, 2007, S. 112).

Während die KGK qualifizierten Anlegern vorbehalten ist, steht mit der SICAF auch nicht qualifizierten Anlegern eine solche geschlossene kollektive Kapitalanlage zu Verfügung. Die SICAF entspricht in ihrer Rechtsform einer Aktiengesellschaft, weist jedoch gesetzliche Ergänzungen gemäss KAG auf, etwa betreffend Anlagen und Compliancevorschriften. Diese Ergänzungen schränken die ursprünglich grössere Freiheit von Investmentgesellschaften gegenüber Anlagefonds in der Form der SICAF ein (vgl. Horn 2007, S. 125).

Auch die SICAV ist eine Kapitalgesellschaft, ähnlich der Aktiengesellschaft, mit entsprechenden Rechten der Aktionärinnen und Aktionäre, die so ihren Verwaltungsrat abwählen und die Statuten ändern können. Gegenüber dieser gesellschaftsrechtlichen Form der SICAV stellt der Anlagefonds keine juristische Person dar, sondern ein rein vertragliches Konstrukt, das um die Fondsleitung aufgebaut ist. Darin liegt der Hauptunterschied zwischen den beiden offenen kollektiven Kapitalanlagen (vgl. Courvoisier 2007, S. 62-63).

Der vertragliche Anlagefonds ist die mit Abstand häufigste Form der kollektiven Kapitalanlagen in der Schweiz: Es existieren weit über 1000 bewilligte Anlagefonds. Dem stehen weniger als 100 bewilligte SICAV bzw. bewilligte KGK gegenüber. Bewilligte SICAF sind wiederum in der Schweiz bislang keine auszumachen (Swiss Fund Data AG, 2023).

3.1.1 Der vertragliche Anlagefonds

Im Folgenden werden anhand der Struktur des vertraglichen Anlagefonds, der häufigsten Form kollektiver Kapitalanlagen, die relevanten Begriffe geklärt (vgl. Abb. 3).

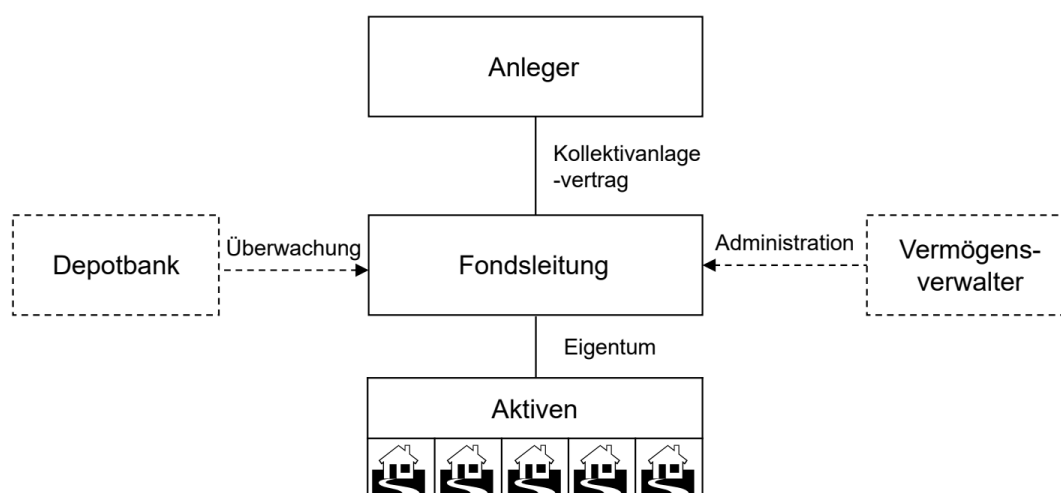


Abbildung 3: Struktur eines vertraglichen Anlagefonds nach KAG (Marbacher, 2022)

Hauptzweck der *Fondsleitung* ist die Ausübung des Fondsgeschäfts. Sie verwaltet den Anlagefonds für die Anleger und entscheidet insbesondere „über die Ausgabe von Anteilen, setzt den Ausgabe- und Rücknahmepreis sowie Gewinnausschüttung fest und macht alle zum Anlagefonds gehörenden Rechte geltend“ (Koller 2007, S. 57). Die Fondsleitung als juristische Person, genauer gesagt, als spezialgesetzliche Aktiengesellschaft, ist Eigentümerin der Liegenschaften des Fonds. Ein *Vermögensverwalter* wiederum übernimmt die Administration.

Die *Depotbank* bewahrt das Fondsvermögen und übernimmt den Zahlungsverkehr sowie einschlägige Kontrollaufgaben. Zu diesen zählt insbesondere, „ob die Berechnung des Nettoinventarwerts und der Ausgabe- und Rücknahmepreise dem Gesetz und den Reglementen entspricht, ob die Anlageentscheide im Einklang mit den gesetzlichen und reglementarischen Bestimmungen stehen und ob der Anlageerfolg gemäss den Bestimmungen des Fondsreglements verwendet wird“ (Giger 2007, S. 97).

Anleger können natürliche oder juristische Personen sein; im Fall des vertraglichen Anlagenfonds gibt es keine Beschränkung auf sogenannte qualifizierte Anleger. Bei qualifizierten Anlegern wird davon ausgegangen, „dass sie wegen ihrer (z. T. bloss vermuteten) Anlageerfahrung eines geringeren Schutzes als andere Anleger bedürfen“ (Courvoisier 2007, S. 22). Dazu zählen beaufsichtigte Finanzintermediäre, Institutionen mit professioneller Tresorie, vermögende Privatpersonen genauso wie Anleger mit einem schriftlichen Vermögensverwaltungsvertrag mit einem Finanzintermediär.

Das Verhältnis zwischen der Fondsleitung und den Anlegern ist im *Kollektivanlagevertrag* geregelt. Der Kollektivanlagevertrag, oder Fondsvertrag, stellt gleichzeitig das *Fondsreglement* dar und umschreibt die Rechte und Pflichten der Anleger, der Fondsleitung und der Depotbank. Insbesondere enthält er den Katalog der zulässigen Anlagen (vgl. Koller 2007, S. 53).

3.1.2 Limited Qualified Investor Fund (L-QIF)

Die Idee eines nicht genehmigungspflichtigen Schweizer Fonds wurde von der *Asset Management Association Switzerland* lanciert. Eine derart flexible kollektive Kapitalanlage nach Schweizer Recht würde nur qualifizierten Anlegern offenstehen und könnte ohne FINMA-Genehmigung erheblich schneller und kostengünstiger aufgesetzt werden (vgl. Imbach Haumüller, 2020, S. 493).

Der Bundesrat hat daraufhin 2018 das Eidgenössische Finanzdepartement mit der Ausarbeitung einer Vorlage für eine entsprechende Gesetzesreform beauftragt. Die entsprechende Motion (von Ständerat Ruedi Noser) wurde im Ständerat 2018 und im Nationalrat 2019 angenommen, sodass der Bundesrat im Juni 2019 die Vernehmlassung für eine Änderung des Kapitalanlagegesetzes (KAG) zur Schaffung des *Limited Qualified Investor Funds* (fortan *L-QIF*) eröffnete. Unter Berücksichtigung einiger Kritikpunkte an der Vernehmlassungsvorlage wurde 2020 der Gesetzesentwurf mit der Botschaft des Bundesrates verabschiedet, woraufhin sich das Parlament mit der Vorlage befassen musste (vgl. Imbach Haumüller, 2020, S. 493). Im Dezember 2021 beschlossen die

Eidgenössischen Räte, das Kollektivanlagegesetz zu ändern und damit (u. a.) den *L-QIF* einzuführen (LAWMEDIA, 2022). Die finale Version der Gesetzesänderung befand sich im Zeitraum von September bis Dezember 2022 in der Vernehmlassung (Eidgenössisches Finanzdepartement, 2022). Die gesamte Vorlage (KAG/KKV) tritt voraussichtlich im März 2024 in Kraft (Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF, ohne Datum).

Der *L-QIF* ist eine neue Fondskategorie, die in einer der bestehenden Rechtsformen gemäss Kapitalanlagegesetz (KAG), genauer gesagt, dem vertraglichen Anlagefonds, der SICAV oder der KGK, ausgestaltet sein muss (vgl. Abb. 4). Es gelten sämtliche diesbezügliche Definitionsmerkmale: gemeinschaftliche Kapitalanlage, Fremdverwaltung sowie Grundsatz der Gleichbehandlung (vgl. Imbach Haumüller, 2020, S. 494). Entscheidend für die Einordnung als *L-QIF* ist die Beschränkung auf qualifizierte Anleger und den Verzicht der Bewilligung und Genehmigung durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (fortan FINMA), womit der *L-QIF* nur noch indirekt, d. h. über die Aufsicht der Fondsleitung, beaufsichtigt wird (Art. 118a Abs. 1 Bst. a-c E-KAG). Die Form des SICAF ist somit nicht möglich, da dieser, sobald beschränkt auf qualifizierte Anleger mit Namenaktien, gar nicht mehr dem KAG untersteht (vgl. Imbach Haumüller, 2020, S. 495).

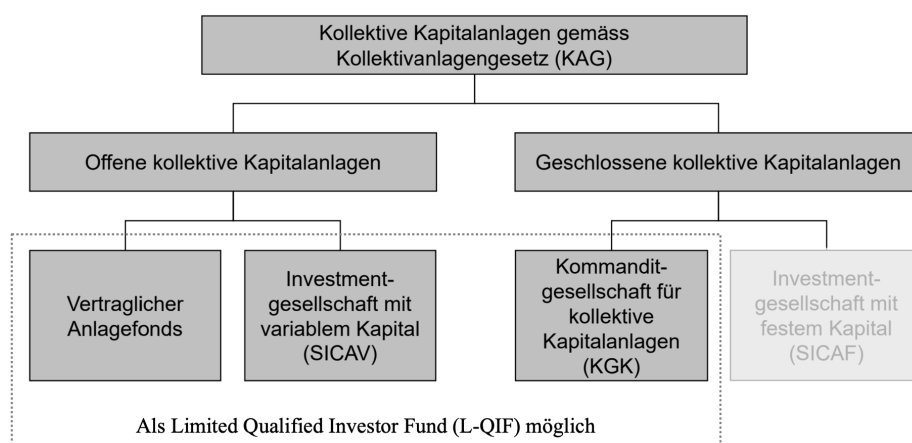


Abbildung 4: Mögliche Rechtsformen des *L-QIF* (vgl. Marbacher, 2022)

Obwohl also grundsätzlich drei Rechtsformen möglich sind, beschränken sich fortan die Ausführungen auf den vertraglichen Anlagefonds, der die häufigste Form der kollektiven Kapitalanlagen darstellt.

3.1.3 Ausgewählte gesetzliche Bestimmungen kollektiver Kapitalanlagen

Im Folgenden werden die für das Erkenntnisinteresse und für die Differenzierung des *L-QIF* relevanten gesetzlichen Bestimmungen der kollektiven Kapitalanlagen ausführlicher

dargelegt. Pro Aspekt erfolgen zuerst allgemeinere Ausführungen, die die kollektiven Kapitalanlagen bzw. den vertraglichen Anlagefonds betreffen. Es folgen jeweils abschliessend einschlägige Bestimmungen, die spezifisch den *L-QIF* betreffen.

Fremdverwaltung

Die Fremdverwaltung wird in der Begriffsdefinition der kollektiven Kapitalanlagen in Art. 5 Abs. 1 KKV festgehalten und meint die Übertragung der Administration, des Vertriebs und der Portfolioverwaltung an eine bewilligte Fondsleitung bzw. einen Verwalter von Kollektivvermögen. Damit wird der Fonds dem Wirkungskreis der Anleger entzogen, was u. a. die Anlageentscheide betrifft.

Was den *L-QIF* betrifft, so gilt ebenfalls die Fremdverwaltung, d. h. die Pflicht einer Fondsleitung (Art. 118g Abs. 1 E-KAG).

Bewilligungs- und Genehmigungspflicht

Institutionen, die eine kollektive Kapitalanlage bilden und betreiben (Fondsleitung) bzw. das Fondsvermögen aufbewahren (Depotbank) benötigen eine sogenannte Institutsbewilligung der FINMA (Art. 13 KAG).

Das Fondsreglement, d. h. der Kollektivanlagevertrag bei Anlagefonds, bedarf der sogenannten Produktbewilligung durch die FINMA (Art. 15 KAG). Damit bescheinigt und prüft die FINMA in ihrer Rolle als Aufsichtsorgan die Einhaltung der in den relevanten Rechtsgrundlagen definierten Vorgaben.

Für offene kollektive Kapitalanlagen gilt die Prospektpflicht (Art. 48 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Finanzdienstleistungen (FIDLEG) vom 15.06.2018, SR 950.1). Der Prospekt enthält zumindest das Fondsreglement sowie alle weiteren wesentlichen Angaben für die Beurteilung der kollektiven Kapitalanlage.

Was den *L-QIF* angeht, so gilt keine Genehmigungs- und Bewilligungspflicht (Art. 118a Abs. 1 Bst. 3). Eine Prospektpflicht ist für den *L-QIF* ebenfalls nicht notwendig (Art. 50 Abs. 1 E-FIDLEG). Über die Fremdverwaltung durch ein FINMA-beaufsichtigtes Institut ist eine indirekte Aufsicht sichergestellt (vgl. Grieder, 2021, S. 679).

Anlagepolitik und Risikoverteilung

Für offene kollektive Kapitalanlagen gelten keine Einschränkungen betreffend den Anlegerkreis. Um das Risiko der Anleger zu minimieren, sind relevante Vorgaben bezüglich zulässiger Anlagen und Diversifikation zu berücksichtigen.

Die in offenen kollektiven Kapitalanlagen zulässigen Immobilien-Anlagen gem. Art. 59 65 KAG bzw. Art. 86 KKV sind der Übersicht halber in Tabelle 1 aufgeführt. Die Anlagen sind nach Objekten, deren Nutzungsart, Alter, Bausubstanz und Lage zu verteilen (Art. 62 KAG und Art. 87 KKV).

<u>Anlage</u>	<u>ergänzende Anforderung an Anlage</u>	<u>Risikoverteilung und Beschränkung</u>
Grundstücke einschliesslich Zugehör		max. 25% des Fondsvermögens für ein einziges Grundstück
Beteiligung an und Forderungen gegen Immobiliengesellschaften	Gesellschaftszweck: Erwerb / Verkauf / Vermietung / Verpachtung eigener Grundstücke	Fondsleitung mind. 2/3-Beteiligung (Kapital und Stimmen)
Anteile an anderen Immobilienfonds und kotierten Immo-Investmentgesellschaften	sofern handelbar	bis max. 25% des Fondsvermögens
ausländische Immobilienwerte	Werte müssen hinreichend beurteilt werden können	
Miteigentum		Fondsleitung oder SICAV brauchen > 50 % Stimmen und Vorkaufsrecht (beherrschender Einfluss)
Selbst erstellte Bauten	sofern Erwerb von Bauland und Durchführung von Bauvorhaben im Fondsreglement vorgesehen	
Bauland (inkl. Abbruchobjekte und angefangene Bauten)	sofern erschlossen und für eine umgehende Überbauung geeignet (rechtskräftige Baubewilligung)	bis max. 30 % des Fondsvermögens (zusammen mit Baurechtsgrundstücken max. 40 %)
Schuldbriefe und andere vertragliche Grundpfandrechte		bis max. 10% des Fondsvermögens

Tabelle 1: Zulässige Immobilienanlagen in offenen kollektiven Kapitalanlagen (Daten: KAG/KKV)

Mit Blick auf den *L-QIF* gilt zu beachten, dass dieser nur qualifizierten Anlegern offensteht (Art. 118a Abs. 1 Bst. a E-KAG). Sofern der *L-QIF* seine Mittel direkt in Immobilien anlegt, beschränkt sich der Anlegerkreis noch stärker auf professionelle Kunden (Art. 118a Abs. 1 Bst. A^{bis} E-KAG). Gemäss einschlägiger Definition sind damit Privatpersonen ausgeschlossen (Art. 4 Abs. 3 Bst. a-h FIDLEG).

Diese Einschränkung erlaubt, dass die Anlagevorschriften und Regelungen zur Risikoverteilung für einen *L-QIF* liberaler ausgestaltet werden können als für andere beaufsichtigte Fonds. Gefordert wird lediglich Transparenz, d. h. die Offenlegung der zulässigen Anlagen und Anlagetechniken (Art. 118n E-KAG) sowie der Risikopolitik (Art. 118o E-KAG) in den Fondsdokumenten. Betreffend Immobilienanlagen gelten Sondervorschriften, die Haftung und Pflichten der Fondsleitung und Depotbank regeln bzw. die Forderung nach unabhängigen Schätzungsexperten stellen (Art. 118p E-KAG). Weitere gesetzliche Vorgaben zur Risikoverteilung liegen bislang nicht vor, „ein L-QIF soll demgemäss 100 % des Fondsvermögens beim gleichen Schuldner resp. beim gleichen Unternehmen anlegen dürfen“ (Grieder, 2021, S. 676).

Besteuerung

Grundsätzlich stellen kollektive Kapitalanlagen für die Zwecke der Einkommens- und Gewinnsteuer keine Steuersubjekte dar, „das Steuerrecht folgt mit Bezug auf den vertraglichen Anlagefonds, die SICAV und die KGK grundsätzlich der Treuhandlösung (transparente Betrachtung)“ (EFD, 2018, S. 3). Ausgenommen davon sind KAG-Vehikel mit direktem Grundbesitz: Sie werden steuerlich den übrigen juristischen Personen gleichgestellt (Art. 49 Abs. 2 Bundesgesetz über die direkte Bundessteuer (DBG) vom 14.12.1990, SR 642.11). Entsprechend werden Mieterträge und Kapitalgewinne auf Stufe der kollektiven Kapitalanlagen mit reduzierten Steuersätzen besteuert und sind auf Stufe der Anleger steuerfrei. Es findet also, anders als z. B. bei Immobiliengesellschaften (oder Immobilienfonds mit indirektem Grundbesitz), keine Doppelbesteuerung statt.

Genanntes gilt unverändert für den *L-QIF*. In Art. 49 Abs. 2 DBG wird ein expliziter Hinweis auf *L-QIF* bzw. dessen Legaldefinition nach Art. 118a E-KAG angefügt.

3.1.4 Zusammenfassung und Vergleich

Die Beschränkung auf qualifizierte Anleger oder im konkreten Fall der direkten Anlage in Immobilien auf professionelle Kunden, führt zu entscheidenden Vereinfachungen für den *L-QIF* im Vergleich zu üblichen vertraglichen Anlagefonds. In den Fondsdokumenten ist die Anlage- und Risikopolitik, wie oben bereits erwähnt, zwar transparent auszuweisen, jedoch liegen grundsätzlich keine weiteren gesetzlichen Einschränkungen vor. Die klaren Vorgaben insbesondere zur Diversifikation im Sinne der Risikoverteilung, die für sonstige Immobilienanlagefonds gelten, bestehen für den *L-QIF* nicht. Damit sind wichtige Voraussetzungen für die Aufsetzung eines Betriebsimmobilienportfolios (eines einzigen Unternehmens) geschaffen. Die steuerliche Behandlung als kollektive Kapitalanlage, im Falle des direkten Grundbesitzes also ohne Doppelbesteuerung, ist positiv zu werten. Unverändert bleibt, dass der Fonds als *L-QIF* ebenfalls von einer FINMA-Beaufsichtigten Institution verwaltet werden muss.

3.2 Konstruktion und Aufbau eines Anlagefonds mit Immobilien

Abschliessend werden in den nachfolgenden Kapiteln 3.2.1 und 3.2.2 die generellen Überlegungen zu Portfoliokonstruktion und Fondsaufbau kurz dargelegt, ohne auf die Spezifika betreffend den *L-QIF* einzugehen. Die Ausführungen basieren primär auf der CUREM-Vorlesung zu *Real Estate Portfolio Construction* (vgl. Fäs, 2023). In Kapitel 3.2.3 wird schliesslich das Anlagefondskonstrukt als *L-QIF*, wie es als Fonds mit Betriebsimmobilien gedacht werden könnte, genauer beschrieben.

3.2.1 Portfoliokonstruktion

Die Zusammenstellung von Immobilienportfolios ist einerseits *top-down* von Bedürfnissen der Anleger und Markt-Research, andererseits *bottom-up* vom Transaktionsmarkt und der einzelnen Liegenschaft getrieben. So stehen Risikomanagement und Renditeerwartungen von Anlegern, Liquidität und Preisniveau im Transaktionsmarkt sowie Liegenschaftscharakteristika (z. B. die Lage) in gegenseitigem Zusammenhang. Durch Research, mit dem quantitative und qualitative Faktoren zusammenführt und bewertet werden, wird ein optimales Zielfortfolio definiert, das die Rendite zu einem gegebenen Risikoprofil maximiert (vgl. Modern Portfolio Theory (MPT) nach Markowitz, 1952).

3.2.2 Fondsaufbau

Eine Möglichkeit ist, den Aufbau eines neuen Fonds in zwei bzw. drei Phasen zu denken. Nach einer Vorbereitungsphase, in der das Fondskonzept definiert, Ankerinvestoren gesichert werden und der Bewilligungsprozess von der FINMA durchgeführt wird, folgt die Phase des Aufbaus und schliesslich die Kotierung.

Mit der Lancierung des Fondsgefässes erfolgt der *Asset-Transfer*. Üblicherweise zeichnen die Anleger Anteilsscheine, die Fondsleitung erwirbt anschliessend mit dem Geld die Immobilie. Ebenso eine direkte Sacheinlage ist möglich. Das Portfolio wird in der meist noch geschlossenen Aufbauphase mit dem Kapital einer oder mehrerer Anleger weiterentwickelt: Durch Akquisition und Entwicklung wächst das Portfolio und wird diversifiziert – über verschiedene Branchen, aber auch bezüglich zu einseitigen Ankermietern (sogenanntes *Loading*). Ziel ist es, das Portfolio im Hinblick auf die Kotierung auf ein Volumen von mindestens 300 Millionen aufzubauen. Während dieser Phase können durch die FINMA Erleichterungen in Bezug auf Regulatorien gewährt werden.

Bei Erfüllung der Kotierungsvorgaben erfolgt – in einer möglichst geeigneten Marktsituation – die Kotierung, z. B. an der SIX.

3.2.3 Anlagefonds als *L-QIF* mit Betriebsimmobilien

Eine Fondsleitung setzt den neuen Anlagefonds als *L-QIF* auf. Ankerinvestor ist das Unternehmen, dessen Betriebsimmobilien in das Anlagegefäss überführt werden. Dies kann als Sacheinlage erfolgen oder über einen Kauf mit Kapital, das wiederum durch die Zeichnung von Anteilsscheinen zur Verfügung steht. Das Unternehmen gibt also das Eigentum der Liegenschaften auf, ist jedoch am Anlagefonds, in den die Immobilien

überführt werden, beteiligt. Die Beteiligung des Unternehmens stellt einen zentralen Aspekt in der hier und vor allem nachfolgend diskutierten Bereitstellungsstrategie unter Berücksichtigung des *L-QIF* dar.

Über die Beteiligung weiterer professioneller Kunden steht zusätzliches Kapital für die Entwicklung des Fondsportfolios zur Verfügung. Ohne Vorgaben zur Risikoverteilung bei einem *L-QIF* – im Gegensatz zum normalen Anlagefonds – ist eine Diversifikation über das reine Betriebsimmobilienportfolio nicht zwingend notwendig, wenn auch grundsätzlich möglich.

Je nach *Corporates*, deren Liegenschaftsportfolio in einen Anlagefonds überführt werden soll, sind verschiedene Konstellationen vorstellbar. Im Falle von Banken und Versicherungen würde das Vehikel von einer konzerninternen Fondsleitung aufgesetzt und vom jeweiligen *Assetmanagement* verwaltet. Damit bleibt das Liegenschaftseigentum sowie die erwirtschafteten *Management Fees* im Konzern. *Corporates*, die nicht selbst in diesem Geschäftsbereich tätig sind, würden einen sogenannten *white-label fund* bei einer Dritt-Institution aufsetzen lassen.

Fortan meint in dieser Arbeit der Begriff ‚Anlagefonds‘ die Ausgestaltung als *L-QIF*, ohne dass dies jeweils explizit erwähnt wird.

4. Empirische Untersuchung

4.1 Datenmaterial und Methode

Mithilfe von Experteninterviews werden die in Kapitel 2 erläuterten theoretischen Grundlagen des *Corporate Real Estate Managements* in der Praxis verifiziert. Im Zentrum des Interesses stehen die relevanten qualitativen und quantitativen Faktoren hinter den beschriebenen und in der Praxis angewandten Strategien der Immobilien-Bereitstellung und Immobilien-Verwertung.

Als Experten wurden Verantwortliche aus dem Corporate Real Estate Bereich aus global tätigen Unternehmen der Finanz-, Versicherungs- und Pharmabranche in der Schweiz gewählt. Die CRE-Portfolios bestehen im Falle von Banken und Versicherungen hauptsächlich aus Büroliegenschaften und Filialen, für die ähnliche Anforderungen bestehen. Demgegenüber können in der Pharmabranche auch Forschungs- und Produktionsliegenschaften Teil des CRE-Portfolios sein, die wiederum andere Anforderungen als generische Büroflächen aufweisen. Während die Finanz- und Versicherungsbranche beide Dienstleistungen im Bereich des *Asset Managements*, u. a. betreffend Immobilien, erbringen, ist dies in der Pharmabranche üblicherweise nicht der Fall. Ein weiterer Unterschied besteht hinsichtlich der Portfoliogrösse und -strukturierung in Eigentum und Miete: Abgesehen von den Hauptsitzen, die bei allen befragten Unternehmen im Eigentum sind, gibt es einige Portfolios, die ausschliesslich Immobilien im Eigentum umfassen, bis zu Portfolios, die ausschliesslich über Immobilien im Mietverhältnis verfügen. Dementsprechend verspricht die Auswahl der Interviewpartner differenzierte Ergebnisse.

Unternehmensbranche	Interviewpartner	Portfolio Schweiz (Eigentum / Anmiete)		
		Total	Bürostandorte	Filialnetz
Grossbank A	Leiter CRE Portfoliomanagement Office	218 (47 / 171)	37 (25 / 12)	181 (22 / 159)
Grossbank B	CRE Portfoliomanager	169 (38 / 131)	41 (6 / 35)	128 (32 / 96)
Versicherungsunternehmen A	Real Estate Portfoliomanager Assetmanagement inkl. Betriebsliegenschaften	102+ (2 / 100)	2 (2 / 0)	100+ (0 / 100)
Versicherungsunternehmen B	CRE Portfoliomanager	5 (4 / 1)	5 (4 / 1)	
Versicherungsunternehmen C	Leiter CRE Portfolio & Workplace Management	170 (1 / 171)	7 (1 / 6)	163 (0 / 163)
Pharmaunternehmen A	Leiter Real Estate Assets, Leiter Portfolio- & Assetmanagement, Standortorganisation Hauptsitz	118 (118 / 0)	118 (118 / 0)	-
Pharmaunternehmen B	<i>konkrete Interviewanfrage blieb nach positivem Erstkontakt unbeantwortet</i>	-	-	-

Tabelle 2: Übersicht Interviewpartner und Portfoliogrösse (eigene Darstellung)

Die Interviews folgten einem vorab zur Verfügung gestellten Leitfaden (vgl. Anhang) und fanden im Juli 2023 persönlich oder per Videocall statt. Alle Interviews dauern ca.

eine Stunde und sind audiographisch aufgezeichnet. Eingangs wird im Sinne der Kontextgewinnung die Rolle der Experten bzw. der CRE-Einheit sowie die Portfoliostruktur und -entwicklung abgefragt. Der Hauptteil fokussiert auf qualitative und quantitative Treiber und nimmt so Bezug zu den Forschungsfragen 1 und 2 im aktuell bekannten Kontext des Eigentums bzw. der Miete. Betreffend den dritten Kontext, die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen beteiligt ist, wird im dritten Teil des Interviews eine ad-hoc Einschätzung zum Thema des *L-QIF* bzw. zur Überführung eines Betriebsimmobilienportfolios in einen Anlagefonds eingeholt. Dieser Teil ist allerdings als nicht offizieller Teil des Experteninterviews deklariert worden und dient primär der Kontextgewinnung.

Die audiographisch dokumentierten Interviews wurden paraphrasiert, d. h. sinngemäss verschriftlicht. Die anschliessende Datenverarbeitung und qualitative Auswertung erfolgten in Anlehnung an die Methode nach Meuser und Nagel (1991). So wurden in einem ersten Schritt die nach Interviewpartner und chronologischem Interviewablauf geordneten Antworten mit Überschriften versehen. Anhand der Überschriften erfolgte in einem zweiten Schritt ein interviewübergreifender Themenvergleich, mit dem Ziel, für das Erkenntnisinteresse relevante Faktoren aus der Praxis herauszuschälen (vgl. Meuser & Nagel, 1991, S. 451-462).

In einem dritten Schritt wurden schliesslich die gewonnenen Ergebnisse aus den Experteninterviews unter Berücksichtigung der eingangs referierten Theorie diskutiert und mit Blick auf den Anlagefonds als *L-QIF* Thesen zu möglichen Potenzialen formuliert. Die Thesenformulierung erfolgte mithin induktiv, d. h. aus den Erkenntnissen der Datenauswertung resultierend (vgl. Meier, Polfer & Ulrich, 2021, S. 162).

4.2 Ergebnispräsentation

Bezugnehmend auf die Forschungsfragen konnten über den Austausch mit den Experten die relevanten qualitativen und quantitativen Faktoren des Eigentums und der Miete bzw. die relevanten Interessensabwägungen betreffend Immobilienverwertung identifiziert und vertieft werden. In den nachfolgenden Kapiteln werden die Ergebnisse eingehender referiert, wobei deren Reihenfolge keiner Priorisierung folgt. Zur Verdeutlichung sind punktuell paraphrasierte Passagen aus den Interviews aufgeführt. In der einschlägigen Quellenangabe ist die anonymisierte Unternehmensbezeichnung und ein numerischer Verweis zur Analyseauswertung im (digitalen) Anhang vermerkt.

4.2.1 Qualitative Faktoren der Immobilienbereitstellung

Strategische Unabhängigkeit

Diejenigen Experten, deren Portfolio zumindest teilweise Liegenschaften im Eigentum umfasst, betonen die hohe strategische Unabhängigkeit und damit maximale Bestimmungs- und Verfügungsmacht in Eigentumsliegenschaften. So kann in Eigentumsobjekten insbesondere die Investitionsstrategie unabhängig von Drittparteien definiert und damit optimiert werden, indem Massnahmen zeitlich und inhaltlich sinnvoll koordiniert werden können. Gerade übergeordnete, für das Unternehmen strategische Themen können ohne Abhängigkeit von Dritten effizient umgesetzt werden.

Als Eigentümer behält man die volle Kontrolle, im Vergleich zu Mietverhältnissen, in denen sich Philosophien und Strategien ausserhalb der eigenen Kontrolle ändern können – z. B. hat man es so selbst in der Hand, gemäss Unternehmensphilosophie die Dekarbonisierung voranzutreiben. (Versicherungsunternehmen A, B35)

Umgekehrt wird in den Interviews auf die Möglichkeit hingewiesen, in Eigentumsportfolios bewusst nicht (mehr) zu investieren, beispielsweise wenn kurz- bis mittelfristig ein Ersatzneubau oder eine Devestition geplant ist. Mit einem Teil der Mietzahlung werden demgegenüber, unabhängig von der strategischen Relevanz für den zahlenden Mieter, die Instandsetzungskosten des Eigentümers finanziert. Von Vertretern mit Portfolios von Mietobjekten wird dieser Faktor nicht explizit kommentiert.

Spezifität und Risikokontrolle

Aus den Experteninterviews ist weiterhin hervorgegangen, dass sehr spezifische Flächen entsprechend hohe Investitionen erfordern, die bevorzugt in Eigentum gemacht werden. Damit sind auch die Verantwortlichkeiten und die Kontrolle, z. B. über haustechnische Anlagen, klar definiert; eine Abhängigkeit von einem Dritteigentümer würde ein zu grosses (Betriebs-)Risiko darstellen.

Gerade für die Produktion und Forschung sind sehr spezifische Flächen nötig. Diese hohen Investitionen macht man lieber in Eigentumsobjekten als in Mietobjekten, insbesondere da sich die Anforderungen schnell ändern können. (Pharmaunternehmen A, G34)

Ähnliches wird von Vertretern der Finanzbranche erwähnt. Gerade Sicherheits- und Zutrittsanforderungen zumindest in Teilbereichen der Unternehmen erfordern ebenfalls

hohe Investitionen in technischen Redundanzen (z. B. Notstrom für den unterbruchfreien Betrieb).

Sicherstellung des Qualitätsanspruchs

Die Experten betonen weiterhin, dass auch für Büroflächen ohne überdurchschnittliche (sicherheits-)technische Anforderungen sehr hohe qualitative Ansprüche gelten können. Gerade wenn dieser Anspruch Teil der Unternehmenskultur darstellt, sehen die Verantwortlichen die nötige Kontroll- und Steuerungsmöglichkeit besonders im Eigentum gewährleistet.

Man möchte, auch als Teil der Unternehmenskultur, die beste Infrastruktur anbieten – neben den spezifischen Flächen für Forschung/Labore gilt dies auch für Büroflächen und ergänzende Services. Die Kontrolle über den beschriebenen Qualitätsanspruch und übergeordnete strategische Themen ist mit einem Eigentumsportfolio am besten möglich. (Pharmaunternehmen A, G36/G38)

Umgekehrt empfindet ein Vertreter aus der Bankenbranche, dass die Qualität der Betriebsliegenschaft nicht davon abhängt, ob eine Liegenschaft im Eigentum oder gemietet ist.

Historie und Tradition

Dass bei sämtlichen befragten Unternehmen jeweils der Hauptsitz bis heute im Eigentum gehalten wird, wird überwiegend mit dem (unternehmens-)historischen Wert bzw. mit dem Wert der Tradition begründet.

Dem starken commitment zum Standort Zürich als historischem Hauptsitz kann nur mit entsprechenden Betriebsliegenschaften im Eigentum Rechnung getragen werden, sodass auch ein Sale mit langjährigem Rent-back keine Option ist. (Versicherungsunternehmen A, B33)

Damit verbunden werden in den Interviews ausserdem Werte wie Stabilität und Prestige als relevante Aspekte genannt.

Im Falle eines Unternehmens aus der Versicherungsbranche werden erkannte Nachteile historischer Gebäudestrukturen – etwa die Flexibilitätseinschränkungen in der Nutzung bei kleinteiligen Raumstrukturen oder eine suboptimale haustechnische Ausstattung – in Kauf genommen und folglich auf diesbezügliche Verbesserungen verzichtet.

Flexibilität

In den Experteninterviews kommt weiterhin oft der Faktor der Flexibilität zur Sprache. Gemeint ist damit die Möglichkeit, wie einfach, also flexibel, das Portfolio bei sich änderndem Flächenbedarf erweitert bzw. reduziert werden kann. Unter den Experten besteht Einigkeit dahingehend, dass eine Portfolioerweiterung, beispielsweise für eine temporäre Zusatzfläche während einer Sanierung, über die Miete schneller umzusetzen ist bzw. nur so finanziell sinnvoll ist. Experten von Unternehmen, die vorrangig ein Mietportfolio besitzen, schätzen die Flexibilität auch bezüglich Portfolioreduktion höher ein als mit Eigentum und begründen dies mit den heute üblichen Vertragslaufzeiten von fünf Jahren mit *Early-break*- und Verlängerungsoptionen, welche die nötige Flexibilität bieten.

Die Flexibilität, im Sinne der Anpassungsfähigkeit ist immer ein grosses Thema. Diese wird in der Miete höher eingeschätzt, insbesondere seit kürzere Mietdauern mit hoher Flexibilität (*Early-Break* und Verlängerungsoptionen) üblich geworden sind. Diesem Aspekt kommt aktuell bzw. in den letzten Jahren, wo der Büromarkt etwas unter Druck geraten ist und sich der Flächenbedarf mit neuen Gewohnheiten wie z. B. Homeoffice verändert (hat), umso mehr Bedeutung zu. (Versicherungsunternehmen C, D32)

Vom befragten Finanzinstitut, das die Mehrheit der Liegenschaften im Eigentum hält, wird hingegen erwähnt, dass ein Verkauf innerhalb von drei bis sechs Monaten durchaus umgesetzt werden kann, und zwar jederzeit sowie komplett unabhängig von Vertragsfristen.

Die beiden Finanzinstitute nennen als Idealfall ein gemischtes Portfolio und begründen dies mitunter wie folgt:

Im Idealfall hält man ein gemischtes Portfolio: ein Kernportfolio im Eigentum und zur Flexibilisierung Liegenschaften zur Anmiete, womit rasch auf Bedarfsveränderungen reagiert werden kann. (Bank B, F38)

Ressourcen / Know-how-Bedarf

Die Themenfelder, die von den CRE-Einheiten abgedeckt werden, ebenso wie der Grad externer Unterstützung bzw. vollständig ausgelagerter Aktivitäten, differieren zwischen den befragten Unternehmen. Von einem Vertreter der Versicherungsbranche, der aus der Schweiz aus das globale Mietportfolio verantwortet, wird erwähnt, dass Consultants wie CBRE, JLL und Colliers das Team unterstützen. Ein anderer Vertreter derselben Branche beschreibt, wie im klar auf Miete ausgelegten Portfolio das Know-how bzw. der fachliche

Hintergrund des zuständigen Teams entsprechend fokussiert sein kann, da gewisse eigentümerrelevante Aspekte weniger relevant sind.

Da die CRE-Strategie so klar auf Miete ausgerichtet ist, sind auch die Anforderungen des Teams (Know-how) entsprechend klar definiert: Der Flächenbedarf muss mit möglichst (kosten-)optimierten Anmietverhältnissen sichergestellt werden. Der Fokus liegt nicht auf der Wertoptimierung im Sinne eines klassischen Asset Managers. (Versicherungsunternehmen C, D36)

Derselbe Aspekt wird auch von einem Experten aus der Finanzbranche kommentiert, der den Aufgabenbereich im Eigentumsportfolio umfangreicher als im Lease-/Mietportfolio erachtet: Als Eigentümer verantwortet man die Instandhaltung/Instandsetzung der Gesamtliegenschaft oder entwickelt Grossprojekte, was, zumindest für die Koordination der externen Partner, ein umfangreiches Bau-Fachwissen voraussetzt. Weiter können Vermietungs- und Verwaltungsaufwand, z. B. für Retailflächen im Erdgeschoss, anfallen. Beim umfangreichen „Vermietungs-Portfolio“ einer der befragten Grossbank ist diese Aufgabe ausgelagert, während sie im Falle des Pharmakonzerns von der Standortorganisation selbst übernommen werden kann. Letztere betont die Wichtigkeit eines multidisziplinären CRE-Teams:

Ein multidisziplinäres Team in der Real Estate Organisation ist wichtig – unabhängig ob es ein Eigentums- oder Mietportfolio ist. So muss auch in diesem Fall mit Fokus auf Eigentum Know-how betreffend Mietthemen vorhanden sein, um z. B. Vermietungen mit Servicedienstleistern auf dem Campus oder Mieten von temporären Flächen verwalten zu können. (Pharmaunternehmen A, G40)

Der CRE-Vertreter einer der befragten Grossbank bestätigt, dass die veränderte Portfoliostruktur (von mehr Eigentum zu mehr Miete) keine Auswirkungen auf den Know-how-Bedarf und die Teamzusammenstellung mit sich brachte.

4.2.2 Fazit zu qualitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung

Die Ergebnisse zeigen die in der Praxis relevanten qualitativen Faktoren der Bereitstellungsstrategie, womit die erste Forschungsfrage betreffend die heute gängigen Strategien weitgehend beantwortet ist.

Zusammenfassend lässt sich grob festhalten, dass in Bezug auf die strategische Unabhängigkeit, die Spezifität und Risikokontrolle ebenso wie auf die Sicherstellung des Qualitätsanspruchs vorwiegend Vorteile des Eigentums gegenüber der Miete erwähnt werden. Die beschriebenen Aspekte betreffend den Faktor Historie und Tradition

scheinen zumindest auf den ersten Blick überhaupt nur im Eigentum relevant zu sein. Hinsichtlich Flexibilität besteht derweil Dissens darüber, ob Eigentum oder die Miete mehr Vorteile bieten.

Im nachfolgenden Kapitel 4.3 werden die genannten Faktoren eingehender diskutiert, wobei in Thesenform formuliert wird, inwiefern die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, als alternative Bereitstellungsstrategie eine optimierte Situation darstellen könnte.

Der Faktor des Ressourcen- und Know-how-Bedarfs wird indes nicht weiter diskutiert. Es ist festzuhalten, dass sich je nach Bereitstellungsstrategie (Eigentum oder Miete) der Aufgabenschwerpunkt zwar verlagern kann, jedoch kaum Aufgaben komplett entfallen bzw. gänzlich neue dazukommen. Die anfallenden Aufgaben können mit dem üblicherweise breiten Know-how der gesamten CRE-Einheit bearbeitet bzw. bei Bedarf an Externe ausgelagert werden. Insbesondere scheint dieser Faktor in der grundsätzlichen Entscheidung, ob Betriebsimmobilien mit Eigentum oder Miete bereitgestellt werden sollen, weniger relevant zu sein als andere Faktoren.

4.2.3 Quantitative Faktoren der Immobilienbereitstellung

Relevante Kosten und Aufwände

In Mietobjekten sind die Abschreibungen neben den Mietkosten die relevante Kosten- bzw. Aufwandposition. Der Mieterausbau wird üblicherweise über die Vertragslaufzeit abgeschrieben, d. h. die jährliche Belastung ist u. a. von der Vertragslaufzeit abhängig und diese ist entsprechend zu optimieren. Auch in Eigentumsobjekten werden von den befragten Experten die Abschreibungen als grösste Kosten- bzw. Aufwandposition genannt, die primär über die Höhe und den Zeitpunkt der Investition gesteuert werden kann.

Das Ziel ist, maximalen Nutzen zu minimalen Kosten zu erzielen, wobei der grösste Kostenblock bezüglich Immobilien die Investitionen bzw. die diesbezüglichen Abschreibungen sind; die laufenden Betriebskosten spielen relativ gesehen eine untergeordnete Rolle. So werden die Real Estate-Kosten primär über die Investitionen gesteuert (zeitliche Koordination). (Pharmaunternehmen A, G47)

Auch wenn die weiteren Betriebskosten eine vergleichsweise untergeordnete Rolle spielen, sind sie trotzdem zu optimieren. Ein Vertreter der Versicherungsbranche erwähnt, dass dies in CRE-Portfolios ab einer gewissen Grösse z. B. über entsprechend attraktiv ausgestaltete *Facility Management*-Mandate mit Drittfirmen erfolgen kann.

Weiterbelastung von Kosten

In allen befragten Unternehmen werden die immobilienbezogenen Kosten zumindest teilweise weiterbelastet. In den meisten Fällen erfolgt dies über die Verrechnung einer fiktiven Marktmiete.

Die Kosten werden über ein internes Mietmodell den Nutzern der Gebäude anteilmässig verrechnet (kostendeckend) – so gibt es auch für sie einen Anreiz, den Flächenbedarf zu optimieren und es kommt nicht darauf an, ob man in einem Eigentum- oder Mietobjekt Fläche belegt. (Bank A, E48)

Bei einer der befragten Grossbanken nutzt die CRE-Einheit dieses Mittel, um Vor- bzw. Nachteile zwischen Standorten auszugleichen, indem die Belastung der Businessseinheiten etwas unter oder über den effektiven Kosten liegt. Über das gesamte Portfolio betrachtet, entlastet sich die CRE-Einheit aber auch in dieser Form nur kostendeckend. Bei einem der befragten Versicherungsunternehmen fallen derweil Miet- und Betriebskosten direkt bei der jeweiligen Geschäftseinheit an, da die Mietverträge von der jeweiligen Geschäftseinheit abgeschlossen werden. Für Investitionen in den Mieterausbau erfolgt eine einmalige Verschiebung von Budget zu Gunsten der CRE-Einheit, die den Ausbau letztlich umsetzt.

Bilanzierung

Zu der in Kapitel 4.2.1 erwähnten Steuerungsmöglichkeit der Investitionshöhe und des -zeitpunkts ergänzt ein Vertreter der Versicherungsbranche mit Eigentumsportfolio die regelmässige Überprüfung potenzieller *over-investment*-Situationen, also die Steuerung der Buchwerte, sodass diese den aktuellen Marktwert nicht übersteigen.

Vor der Einführung von IFRS16 mussten Mietobjekte, oder präziser, die Mietverpflichtungen nicht bilanziert werden. Demgegenüber sind Eigentumsliegenschaften zu bilanzieren und müssen unter Umständen mit Eigenkapital hinterlegt werden. Mehrere Experten konstatieren, dass mit IFRS16 und der damit verbundenen Pflicht zur Bilanzierung von Mietverpflichtungen dieser bisherige Vorteil gegenüber Eigentum weggefallen ist.

Mit der Einführung von IFRS16, womit auch die Mietverpflichtungen bilanziert und verzinst werden müssen, ist ein vermeintlicher Vorteil der Miete weggefallen; sehr langfristige Verträge, wie man sie früher noch gemacht hat (bis zu 25 Jahren) würde man heute wohl auch aus diesem Grund nicht mehr machen. (Bank A, E50)

In einzelnen der befragten Unternehmen hat im Zuge dieser Einführung eine Überprüfung der Mietstrategie stattgefunden, was allerdings nicht zu einer Strategieberichtigung geführt hat.

Betriebsimmobilie als Kapitalanlage / Wertsteigerung

Ein Vertreter eines Versicherungsunternehmens mit Immobilieneigentum erwähnt im Interview explizit, dass die Betriebsliegenschaften auch als Kapitalanlage verstanden werden. Der Wert der Betriebsimmobilien im Eigentum ist auch für das Unternehmen als Ganzes relevant:

Die Betriebsliegenschaften sind als Assets Teil des Recovery Plans der Bank; Immobilieneigentum übernimmt also auch diesbezüglich eine wichtige Rolle. (Bank A, E51)

Tatsächlich musste eines der befragten Finanzinstitute den Kapitalbedarf zuletzt auch über Immobilienverkäufe bedienen.

4.2.4 Fazit zu quantitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung

Mit den vorliegenden Ergebnissen ist die zweite Forschungsfrage betreffend die in der Praxis relevanten quantitativen Faktoren weitgehend beantwortet.

Resümierend kann festgehalten werden, dass sich die Experten insgesamt weniger umfangreich zu den quantitativ-finanziellen Faktoren äussern. Die Vor- und Nachteile zwischen Eigentum und Miete scheinen zudem weniger evident zu sein.

Als relevante Faktoren in Bezug auf Kosten und Aufwände werden für Eigentums- sowie Mietobjekte von der Mehrheit der Experten die Investitionen bzw. Abschreibungen genannt. Weiter konnte zur Bilanzierung, spezifisch betreffend IFRS16, in Erfahrung gebracht werden, dass die Einführung der Bilanzierungspflicht von Mietverpflichtungen offenbar kaum negative Folgen hatte. Als Vorteil wird von den Vertretern mit Eigentumsportfolios zudem der Faktor der Betriebsimmobilie als Kapitalanlage, die Wertsteigerung erfahren kann, genannt – ein Aspekt, der in der Miete so nicht anwendbar ist.

Im nachfolgenden Kapitel 4.3 werden die eben dargelegten Ergebnisse aus den Interviews eingehender diskutiert, wobei in Thesenform argumentiert wird, inwiefern die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, als alternative Bereitstellungsstrategie eine optimierte Situation darstellen könnte.

Der Faktor der Weiterbelastung von Kosten wird hingegen nicht mehr weiter erörtert, da dieser eine interne Mechanik zwischen den Nutzern und der CRE-Einheit darstellt, für die übergeordnete strategische Entscheidung der Bereitstellungsstrategie aber nicht relevant ist. So ist diesbezüglich auch keine Differenzierung erkennbar: mit der fiktiven Marktmiete, die auch in Eigentumsobjekten verrechnet wird, ist die Flächennutzung in Eigentums- oder Mietobjekten gleichbehandelt.

4.2.5 Relevante Interessensabwägungen bei Devestition

Mit den nachfolgend präsentierten Ergebnissen wird versucht, auch die dritte Forschungsfrage betreffend die in der Praxis relevanten Überlegungen und Interessensabwägungen bei Devestitionen zu beantworten.

Devestitionsgründe

Gemäss mehreren der befragten Experten führt in erster Linie die Abnahme des Bedarfs – sei dies durch eine absolute Veränderung des Personalbestands oder ausgelöst durch eine effizientere Flächennutzung – zum Verkauf einer Liegenschaft.

In den Interviews wird mehrmals erwähnt, dass sich Eigentum ab einer Eigenbelegung unter 50 % finanziell oft nicht mehr lohnt. Als weiterer Grund wird der anstehende Investitionsbedarf gemäss *Life-Cycle* angeführt, der durch einen Verkauf der entsprechenden Liegenschaft vermieden werden kann. Eines der befragten Versicherungsunternehmen hat bewusst mit *Sale & Rent-back*-Transaktionen das Betriebsimmobilienportfolio flexibilisiert (vgl. Kapitel 4.2.1). Der reine Monetarisierungsgedanke, also die Freisetzung von Kapital fürs Kerngeschäft – aus der Not heraus oder aber aus strategischen Gründen – wird zwar mehrfach als möglicher Grund erwähnt, war bisher aber nur in einem der befragten Unternehmen der primäre Treiber hinter Verkaufsentscheidungen.

Umsetzung von Devestitionen

Den Fall des *Empty Sales*, d. h. den Verkauf ohne Rückmiete und somit einem Leerstand, wird von den befragten Experten möglichst vermieden. Der Käufer preist dabei das Leerstandsrisiko ein, mit negativem Effekt auf den Verkaufspreis. Dementsprechend wird versucht, eine (potenziell komplette) Bedarfsreduktion entweder möglichst frühzeitig zu erkennen und einen Verkauf mit Rückmiete umzusetzen oder aber die leerstehenden Flächen vorab zu vermieten.

Wo eine zu verkaufende Liegenschaft nicht umgenutzt werden kann, z. B. aus denkmalpflegerischen Gründen, aber es keinen Eigenbedarf mehr gab, versuchte man noch vor Verkauf die Flächen zu vermieten, um so einen *Empty Sale* zu vermeiden. (Bank B, F64)

Anders sieht es im Falle einer geplanten Entwicklung aus: Mit der Erkenntnis, dass die Liegenschaft ohnehin abgerissen und neu bebaut werden muss – der Käufer also nicht die aktuellen Erträge, sondern das Potenzial der Liegenschaft bepreist – kann ein *Empty Sale* auch ohne negative Effekte umgesetzt werden. Drei der sechs befragten Unternehmen verkauften ihre Liegenschaften in der Vergangenheit so an Entwickler.

Die Umsetzung als *Sale & Rent-back*-Transaktion stellt in den meisten der befragten Unternehmen den Normalfall einer Devestition dar. Wie zuvor beschrieben, wird ein Verkauf bereits bei einer Eigenbelegung der Betriebsimmobilien unter 50 % mindestens in Erwägung gezogen. Der Teilflächenbedarf wird in diesem Fall über eine Rückmiete der entsprechend reduzierten Fläche sichergestellt.

Je grösser der Umfang und je langfristiger die Rückmiete, desto höher der erzielbare Verkaufspreis – dies ist jeweils abzuwägen, z. B. auch betreffend Flexibilität des Mietvertrags (*Early-Break* Optionen). (Versicherungsunternehmen B, C71)

Dabei sind die finanziellen Effekte der einmaligen Verkaufsgewinne und zukünftigen Mietverpflichtungen gegeneinander abzuwägen. Im Falle einer befragten Grossbank, wo *Sale & Rent-back*-Transaktionen zuletzt aus der Not heraus zur Kapitalbeschaffung eingesetzt wurden, stand die Gewinnmaximierung über der zukünftigen Belastung.

Vollständigkeitshalber sei hier noch ein Spezialfall erwähnt: In einem der befragten Versicherungsunternehmen mit eigenem Assetmanagement werden Flächen für den Betrieb aus dem Renditeimmobilienportfolio bereitgestellt. Diese Immobilien befinden sich im Eigentum des Konzerns und werden bei einer Eigenbelegung über 50 % gemäss Rechnungslegung als Betriebsimmobilie geführt. Nimmt der Eigenbedarf ab, kommt es nicht zu einer Transaktion, sondern die Immobilie wird dann lediglich wieder als Renditeimmobilie gehalten und kann anderen, externen Nutzern zugeführt werden.

4.3 Diskussion

Nach der Ergebnispräsentation lässt sich nun der Bogen schlagen zur dritten Bereitstellungsstrategie, der Miete in einer Liegenschaft eines Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist. Genauer gesagt, wird in Thesenform argumentiert, wo

Potenziale im Rahmen dieser Bereitstellungsstrategie zu erwarten sind, indem ausgewählte in Kapitel 4.2 dargelegte Faktoren kritisch diskutiert werden.

Die Potenziale sind auf zwei Zeitpunkte bzw. Zeiträume zu beziehen: erstens auf den Zeitpunkt der Immobilien*verwertung*, hier der Überführung des Eigentums-Assets in den Anlagefonds, und zweitens auf den nachfolgenden Zeitraum der Immobilien*bereitstellung* im Rahmen der Rückmiete.

4.3.1 Diskussion qualitativer Faktoren der Immobilienbereitstellung

Strategische Unabhängigkeit

In Kapitel 4.2.1 wird der Faktor Unabhängigkeit am Beispiel der Investitionen, genauer gesagt, deren Inhalt, Timing und Umsetzung, als Vorteil des Eigentums genannt. Nachfolgend werden weitere Beispiele dieses Faktors, insbesondere die zeitlich unbefristete Verfügbarkeit der Flächen, diskutiert.

Die Unabhängigkeit als Eigentümer zeigt sich nicht nur in Bezug auf Investitionen, wie sie die Experten beschreiben, sondern auch in Bezug auf andere Aspekte. Im Theoriekapitel wurde erwähnt, dass mit Eigentum die maximale Verfügungsmacht über die Liegenschaft einhergeht (vgl. Gier, 2006, S. 61). Beispielsweise ist die Flächennutzung oder Umnutzung einer Immobilie jederzeit allein vom Eigentümer zu entscheiden und umzusetzen, während für Mietflächen die Nutzung meist vertraglich definiert ist und – ohne Einwilligung des Eigentümers – auf diese beschränkt bleibt. Allfällige nicht selbst genutzte Flächen können nach Belieben, beispielsweise den Bedürfnissen der Mitarbeitenden entsprechend, an Drittdienstleister vermietet werden, etwa um das Angebot innerhalb der Liegenschaft zu erweitern. Mit Eigentum ist auch und gerade der Zugriff auf Flächen so lange wie nötig garantiert (vgl. Glatte, 2014, S. 232).

In Mietverhältnissen indes besteht die Abhängigkeit vom Willen des Vermieters. So ist in der Regel zwar kaum mit unerwarteten Kündigungen zu rechnen (oft ist dies vermierterseitig ausgeschlossen bzw. nur aus wichtigen Gründen möglich), aber zumindest zum Ende der Laufzeit hat der Vermieter die Möglichkeit, die Flächen nicht mehr länger zur Nutzung anzubieten (vgl. Glatte, 2014, S. 236). Obschon die Wahrscheinlichkeit eines solchen *worst-case*-Szenario klein einzuschätzen ist, gerade bei *Large Corporates*, die oft bei anderen professionellen Eigentümern eingemietet sind, stellt es selbstredend ein Restrisiko dar.

Die daraus abgeleitete These Nr. 1 lautet: *Die Miete in einer Liegenschaft des Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, erlaubt eine bessere strategische Alignierung als in der klassischen Miete. Insbesondere kann die Flächenverfügbarkeit garantiert werden, solange dies für das Unternehmen notwendig ist.*

Flexibilität

Wie in Kapitel 4.2.1 beschrieben, sind sich die Experten hinsichtlich der *Portfolioerweiterung* einig, dass diese über eine Miete normalerweise schneller und mit weniger initialem Kapitalaufwand umsetzbar ist. Betreffend *Portfolioreduktion* bestehen wiederum unterschiedliche Haltungen, die nachfolgend weiter diskutiert werden.

Im Sinne eines Einschubs sei hier erwähnt: Die Relevanz der Anpassungsfähigkeit scheint für ein Unternehmen u. a. abhängig von der Immobilien-Portfoliogrösse zu sein. Im Vergleich der befragten Unternehmen zeigt sich, dass die grössten Portfolios auch den höchsten Eigentumsanteil haben. Man kann vermuten, dass in Firmen mit grösserem Personalbestand ein gewisser Mindestflächenbedarf langfristig stabil bleibt und entsprechend mit langfristigem Eigentum bedient werden kann. Der Faktor Flexibilität ist insofern nur noch für ein Teilportfolio relevant, mit dem auf allfällige Schwankungen reagiert wird. Je kleiner der Personal- und damit Betriebsimmobilienbestand, desto stärker kann der Effekt von Bedarfsschwankungen auf das Portfolio ausfallen. Für eine stets effiziente Bereitstellung ist eine hohe Flexibilität über das ganze Portfolio in diesem Fall zwingend.

Objektiv betrachtet lässt sich sagen: Ein Verkauf einer Eigentumsliegenschaft kann jederzeit initiiert und realistischerweise innerhalb von drei bis sechs Monaten umgesetzt werden. Damit ist der Ausstieg schneller möglich als aus einer Mietliegenschaft. Dass viele der befragten Experten dennoch die Vorteile von Mietportfolios herausstreichen, führt zur Annahme, dass mit entsprechenden Vertragskonditionen eine *ausreichende* Flexibilität möglich ist. Die heute üblichen Fünfjahresverträge, oft mit *Early-break*-Optionen, scheinen die effektiven Entscheidungs- und Anpassungszyklen der CRE-Strategien abzubilden. Die noch kurzfristiger umsetzbare Anpassungsmöglichkeit durch einen Verkauf scheint im Normalfall gar nicht nötig.

Die daraus abgeleitete These Nr. 2 lautet: *Mit der Miete in einer Liegenschaft des Anlagefonds sind noch mieterfreundlichere Konditionen möglich als in klassischen Mieten, womit die Flexibilität weiter erhöht wird.*

Qualität und Kontrolle

Die in Kapitel 4.2.1 präsentierten Ergebnissen zur Spezifität und Risikokontrolle sowie Sicherstellung des Qualitätsanspruchs werden als verwandte Faktoren unter einem Diskussionspunkt zusammengefasst. Wie bereits im Theoriekapitel beschrieben, stellt bei Spezialflächen die Nichteinhaltung von Qualitätsanforderungen ein beträchtliches Betriebsrisiko dar (vgl. Gier, 2006, S. 63). Insofern ist die Bereitstellung mit Eigentum im Sinne der Risikominimierung nachvollziehbar und sinnvoll. Nachfolgend werden die unterschiedlichen Expertenmeinungen eingeschränkt auf das mehr generische „Produkt“ der Büroflächen diskutiert.

Die Standortorganisation des Pharmakonzerns ist der Ansicht, dass sie den hohen Qualitätsstandard – nicht nur für Flächen der Forschung und Labore, sondern auch für Büroflächen – nur mit Eigentum bieten kann. Diese Aussage ist im Kontext der Situation vor Ort zu verstehen, namentlich dem historisch gewachsenen Betriebsstandort, wo sämtliche Liegenschaften, auch die Büroräumlichkeiten, als Campus zusammengefasst sind. Es ist insbesondere unter diesen Voraussetzungen nachvollziehbar und erscheint strategisch sinnvoll, dieses Areal in seiner Gesamtheit im Eigentum zu halten.

Umgekehrt erwähnen mehrere Unternehmen, dass Flächen in attraktiven Liegenschaften gemietet und dann oft der *Corporate Identity* entsprechend ausgebaut werden. Es scheint also, als würde der Markt, zu entsprechenden Preisen, Flächen mit genügend hohem Qualitätsstandard anbieten. Im Fall eines Versicherungsunternehmens befindet sich sogar der Schweizer Hauptsitz in einem Anmietobjekt; als Ankermieter mit entsprechender Präsenz gegen aussen und umfassendem Mieterausbau ist dort kaum mehr zu erkennen, dass es sich nicht um ein Eigenobjekt handelt.

Die daraus abgeleitete These Nr. 3 lautet: *Ausser bei sehr individuellen Ansprüchen kann mit einem entsprechenden Ausbau in gemieteten Flächen eine genügend hohe Qualität sichergestellt werden. Über die Doppelrolle des Unternehmens als Anleger und Nutzer können Interessen betreffend die Gebäude- und Ausbauqualität besser aligniert werden.*

Historie und Tradition

In Kapitel 4.2.1 zeigten die präsentierten Ergebnisse, dass für bestimmte Betriebsliegenschaften, überwiegend die Hauptsitze der befragten Unternehmen, historisch und traditionell bedingt nur Eigentum in Frage kommt. Nachfolgend wird insbesondere der Aspekt der Signalwirkung von solchem Eigentum bzw. von deren Verwertung gegenüber Kunden sowie der breiteren Öffentlichkeit weiter diskutiert.

Inwiefern tatsächlich von der Öffentlichkeit erkannt wird, ob eine bestimmte Betriebsliegenschaft im Eigentum gehalten oder ein Unternehmen diese bloss als Mieter belegt, lässt sich nicht abschliessend sagen. Hier spielen wiederum verschiedene Faktoren eine Rolle, etwa der Belegungsgrad oder die Tiefe des mieterspezifischen Ausbaus. Als Ankermieter mit entsprechend umfassenden Ausbau und damit erkennbarer *Corporate Identity* im Inneren und auch von aussen ist eine Unterscheidung gegenüber Eigentum unter Umständen kaum möglich.

Fakt bleibt jedoch: Mit einer Verwertung an einen unabhängigen Dritten gibt das Unternehmen jegliche (grundbuch-)rechtliche Verbindung zur Liegenschaft auf. Demgegenüber stellt die Situation der Verwertung in einen Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, eine neue Situation dar, womit möglicherweise die Signalwirkung eine andere ist.

Die daraus abgeleitete These Nr. 4 lautet: *Mit der Beteiligung des Unternehmens am Anlagefonds, dessen Fondsleitung neue Eigentümerin der Liegenschaften ist und diese an das Unternehmen vermietet, bleiben auch in der Miete Faktoren wie Historie und Tradition glaubhaft aufrechterhalten.*

4.3.2 Diskussion quantitativer Faktoren der Immobilienbereitstellung

Investitionen

In Kapitel 4.2.3 wurde festgehalten, dass in Eigentums- sowie Mietobjekten die Investitionen bzw. die fortlaufenden Abschreibungen die relevanten Kosten- bzw. Aufwandpositionen darstellen. Die Ergebnisse werden nachfolgend weiter differenziert und insbesondere zwei Aspekte diskutiert. Einerseits die eingeschränkte Mitbestimmung über Investitionsausgaben als Mieter, wobei die These formuliert wird, wie diese im Vergleich zur klassischen Miete besser berücksichtigt werden könnte. Andererseits wird die effektive Belastung durch Immobilieninvestitionen in Relation zu anderen Kosten- bzw. Ertragspositionen des Kerngeschäfts erörtert.

Im Eigentum scheint die (Kosten-)Verantwortung meist weitreichender als in Mietobjekten zu sein. Diese umfassendere Verantwortung führt zu effektiv höheren Investitionen, etwa in die Grundstruktur des Gebäudes, während sie in Mietobjekten auf den Nutzerausbau beschränkt sind. Diese Betrachtung ist allerdings unvollständig. Mit der Mietzahlung finanziert der Mieter die Investitionen für den Grundausbau des Eigentümers mit, beispielsweise für strategische Themen wie Investitionen in die Nachhaltigkeit. Gerade in weniger langfristigen Mietverhältnissen besteht damit das

Risiko für den Mieter, dass er etwas mitfinanziert, von dem er selbst zukünftig gar nicht mehr profitieren wird. Jedenfalls hat der Mieter keinen Einfluss auf die Strategie des Eigentümers, was Umfang, Qualität, Timing (vgl. Kapitel 4.2.1) und damit auch Höhe der Investitionen betrifft.

Die daraus abgeleitete These Nr. 5 lautet: *Die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, erlaubt eine bessere Alignierung der Interessen bezüglich Investitionsausgaben.*

Die einmaligen Investitionskosten scheinen weniger relevant zu sein als die fortlaufenden Abschreibungsaufwände. Dies könnte damit erklärt werden, dass Immobilieninvestitionen zwar objektiv betrachtet sehr hoch ausfallen, im Kontext von anderen Kosten- bzw. Ertragspositionen des Kerngeschäfts, insbesondere bei *Large Corporates*, aber zu relativieren sind. Dennoch: Als Geldabflüsse ausserhalb des Kerngeschäfts sind sie ohnehin zu optimieren. Beispielsweise können innerhalb des regulatorischen Rahmens bzw. finanzwirtschaftlichen Abwägungen Investitionen fremdfinanziert werden. Das spielt zwar Eigenkapital zu Gunsten des Kerngeschäfts frei, ist aber wiederum mit Finanzierungskosten verbunden.

Die daraus abgeleitete These Nr. 6 lautet: *Mit dem Kapital der Anleger können Investitionen in die Liegenschaft finanziert werden; die Belastung für das Unternehmen wird dadurch minimiert, während es als Nutzer der Flächen weiterhin voll davon profitiert.*

Partizipation an der Wertsteigerung

Der Faktor der Partizipation an der Wertsteigerung wurde von den befragten Experten in Kapitel 4.2.3 nicht explizit als Vorteil des Eigentums erwähnt. Nur die Erwähnung, dass Betriebsimmobilien neben ihrer Funktion der Flächenbereitstellung für das Kerngeschäft auch als werthaltige *Assets* Teil des *Recovery plans* darstellen können, deutet diesen Faktor an. Gerade im Zusammenhang mit einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, ist dieser Faktor zu diskutieren.

Auf die erwähnte Funktion der *Immobilien-Assets* im *Recovery plan* sowie auf die erwähnten stillen Reserven, die aus der Differenz des abschreibenden Buchwerts und des effektiven Marktwerts entstehen, wirkt sich die Wertsteigerung positiv aus. Entsprechend der bisherigen, im Theoriekapitel 2.3.1 beschriebenen Bereitstellungsstrategien ist es nur möglich, mit Betriebsimmobilien im Eigentum an besagter Wertsteigerung zu

partizipieren (Glatte, 2014, S. 234). Mit einem Verkauf wird diese den neuen Eigentümern bzw. Anlegern überlassen.

Die daraus abgeleitete These Nr. 7 lautet: *Die Verwertung in einen Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt bleibt, ermöglicht dem Unternehmen auch ohne Eigentum an der Wertsteigerung der Liegenschaft zu partizipieren.*

Bilanzierung

In Kapitel 4.2.3 belegen die Ergebnisse, dass die Einführung von IFRS16 und die damit verbundene Bilanzierungspflicht von Mietverpflichtungen keine Strategieberücksichtigung ausgelöst hat. Eine Unterscheidung zwischen klassischer Miete und der Miete im Kontext des *L-QIF* ist für die Anwendung der einschlägigen Regularien irrelevant, sodass hierzu keine Thesen formuliert werden. Stattdessen werden die Konsequenzen einer Umstellung von Eigentum zu Miete, ohne Anspruch auf Vollständigkeit, kurz angedeutet.

Mit dem *Sale & Rent-back* fällt das Eigentums-Asset aus der Bilanz, und wird, wie in Kapitel 2.3.1 erläutert wurde, mit dem *Right of Use-Asset* ersetzt. Auf der Passivseite werden die entsprechenden *Lease Liability* bilanziert und verändern entsprechend die Bilanzstruktur. Verschiedene regulatorische Vorgaben, z. B. betreffend die Eigenkapitalquote, sind zu beachten.

Ob sich die Unternehmensbilanz beim Wechsel von heute Eigentum zu Miete verlängert oder verkürzt, ist im Einzelfall zu betrachten. Der Effekt aus der Miete ist von den Mietverpflichtungen, d. h. von der Laufzeit der Mietverträge, abhängig. Demgegenüber waren die bisherigen Eigentumsliegenschaften als Betriebsimmobilien zum Buchwert, d. h. unter Berücksichtigung der möglichen Abschreibungen zu bilanzieren. Unter Umständen sind die *Assets* bis auf den Landanteil vollständig abgeschrieben.

Ähnlich der Relativierung von Immobilienkosten im Kontext gesamtunternehmerischer Kosten- und Ertragsstrukturen wäre auch hier der Effekt von immobilienbezogenen Bilanzeffekten im Vergleich zu anderen Positionen genauer zu prüfen.

4.3.3 Diskussion relevanter Faktoren betreffend die Immobilienverwertung

Die im Theoriekapitel 2.3.3 beschriebenen und in Kapitel 4.2.5 von den Experten erwähnten Devestitionsarten, der *Empty Sale* und der *Sale & Rent-back*, können beide mit einem Anlagefonds umgesetzt werden.

Nicht (mehr) betriebsrelevante Liegenschaften würden als *Empty Sale* in den Anlagefonds überführt, und könnten wiedervermietet oder entwickelt werden. Damit

kann einerseits eine gewisse Diversifikation in Nutzung und Mieterschaft erreicht werden und andererseits zukünftig steigender Bedarf möglicherweise vereinfacht aus dem Fondsportfolio bedient werden (vgl. These 8). Weiterhin betriebsrelevante Liegenschaften würden primär aus strategischen und nicht aus Monetarisierungs-Überlegungen heraus als *Sale & Rent-back*-Transaktionen überführt, womit die zuvor als Thesen formulierten Vorteile im Zusammenhang mit einem Anlagefonds mit Beteiligung zum Tragen kommen.

Bezugnehmend auf die von den Experten in Kapitel 4.2.5 erläuterten Devestitionsgründe wird im Folgenden diskutiert, ob sich eine Verwertung in einen Anlagefonds in Bezug auf das Ziel der Devestition anbietet bzw. ob genau darin Potenziale liegen. Wo opportun, werden entsprechende Thesen formuliert bzw. wird auf andere diskutierte Faktoren verwiesen.

Anpassung an veränderten Bedarf

Sinkender Bedarf wird als Hauptgrund für die Verwertung von Betriebsimmobilien genannt. Wie in Kapitel 4.3.1 zum Faktor der Flexibilität ausgeführt, ist die Immobilien-Portfoliogrösse eines Unternehmens mitbestimmend, wie einfach der Entschluss zur Verwertung gefällt werden kann. Denn nach einem Verkauf stehen die Flächen bei einer allfälligen erneuten Zunahme des Bedarfs – spätestens nach Ablauf der Rückmiete – künftig nicht mehr zur Verfügung. In kleineren Portfolios kann diese Unsicherheit dazu führen, dass auch ohne momentanen Bedarf trotzdem an Liegenschaften festgehalten wird. Die Leerstände bedeuten aber Ineffizienzen, die aufwändig bewirtschaftet werden müssen (vgl. Glatte, 2014, S. 234). Wurde die Liegenschaft tatsächlich verwertet und der Bedarf steigt anschliessend (unerwartet) wieder, führt dies zu teils grossem Aufwand, um neue geeignete Fläche zu finden.

Die daraus abgeleitete These Nr. 8 lautet: *Mit der Verwertung in einen Anlagefonds können Immobilien zukünftig einfacher bereitgestellt werden.*

Monetarisierung der Immobilien-Assets

Mit der Verwertung können Immobilienwerte verflüssigt und dem Kerngeschäft zugeführt werden. Steht die Maximierung dieser Verflüssigung im Vordergrund, insbesondere wenn dies aus der Not heraus und primär mit kurzfristiger Perspektive erfolgen muss, ist die Verwertung an einen Dritten die beste Lösung. In Verbindung mit einem Anlagefonds würde, je nach Form der Überführung, das Unternehmen „nur“ weitere Anteilsscheine am Fonds erhalten (Sacheinlage) oder aber würde als Anleger mit

dem eigenen Geld den Kauf der Liegenschaft teilweise mitfinanzieren (Verkauf). Die freigewordenen flüssigen Mittel wären in jedem Fall weniger als bei einer Verwertung an Dritte.

Wie in anderen Thesen formuliert, sind in Zusammenhang mit einem Anlagefonds andere Vorteile denkbar, womit diese reduzierte Netto-Monetarisierung kompensiert werden könnte. Ist die maximale Monetarisierung das Ziel, sind mit Blick auf einen Anlagefonds aber keine Vorteile erkennbar.

Vermeiden von Investitionen

Hoher oder zeitlich unpassender Investitionsbedarf kann zur Verwertung von Betriebsimmobilien führen (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 883). Es ist wohl selten der alleinige Verwertungsgrund, aber kann letztlich die Entscheidung zur Verwertung mit beeinflussen. So können anstehende Grossinvestitionen etwa zum Anlass genommen werden, um über das ganze Portfolio mögliche Optimierungen zu identifizieren, womit der Flächenbedarf tatsächlich abnimmt und damit Verkäufe ermöglicht werden. Im Falle, dass die anstehenden Investitionen der alleinige Grund sind, entspricht dies einer Verwertung aus Not, da offenbar das nötige Kapital nicht zur Verfügung steht. Wäre die finanzielle Belastung der anstehenden Investition tragbar, würde das Unternehmen das *Immobilien-Asset* nicht verkaufen wollen.

Die Verwertung einer Liegenschaft mit offensichtlichem Investitionsbedarf ist in jedem Fall suboptimal, da der Käufer diese anstehenden Kosten in seinem Angebot berücksichtigt, was den möglichen Verkaufspreis reduziert – unter Umständen gerade im Umfang der Investition. Sofern das Unternehmen also finanziell in der Lage ist, die Investitionen vor dem Verkauf selbst umzusetzen, die Verwertung also eine strategische Entscheidung ist, kann umgekehrt ein zusätzlicher (Netto-)Verkaufsgewinn resultieren (vgl. Schäfers und Gier, 2008, S. 886).

Dass die Investitionsbelastung, auch indirekt als Teil der Mietzahlungen, im Zusammenhang mit einem Anlagefonds möglicherweise optimiert werden kann, ist bereits in These 6 formuliert worden und wird in Kapitel 5 weiter differenziert und plausibilisiert.

4.3.4 Zwischenfazit der diskutierten Ergebnisse und Thesen

Im Sinne eines Zwischenfazits sind die vertieft diskutierten Faktoren tabellarisch zusammengefasst (vgl. Tab. 3 und 4). Anhand eines einfachen Punktesystems erfolgt die Bewertung der qualitativen und quantitativen Faktoren der Immobilienbereitstellung für

Eigentum und klassische Miete sowie eine provisorische Einschätzung auf Basis der formulierten Thesen für die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen beteiligt ist.

Bezüglich Devestitionsgründe wird bewertet, wie gut das Ziel der Devestition erfüllt werden kann mit einer Verwertung an unabhängige Dritte und mit einer Verwertung in einen Anlagefonds.

	Eigentum	"klassische" Miete	Miete in einem Anlagefonds mit Beteiligung
Qualitative Faktoren			prov. Bewertung (basierend auf These)
Strategische Unabhängigkeit insbesondere die garantierte Verfügbarkeit der Flächen	●●● - maximal, da keine Abhängigkeit von Dritten	● - limitiert gem. vertraglichen Laufzeiten - allenfalls limitierte Verlängerungsoptionen - Abhängig vom Willen des Vermieters	○○ - bessere strategische Alignierung betreffend langfristig gesicherte Flächenverfügbarkeit
Flexibilität Anpassungsfähigkeit an schwankenden, insbesondere abnehmenden Bedarf	●● - jederzeitige, rel. schnelle Portfolioreduktion möglich über Verkauf - Bindungseffekte insb. bei kleinen Portfolios möglich, mit Risiko zu Ineffizienzen in der Flächenbereitstellung	●● - limitiert entsprechend den Vertragskonditionen, aber in der Praxis ausreichend - keine Bindung zu Liegenschaften, die Reduktion erschweren würde	○○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend (mieterfreundliche) Vertragskonditionen
Qualität und Kontrolle Umsetzbarkeit der eigenen Ansprüche	●●● - bei sehr spezifischen Ansprüchen bzw. direktem Einfluss auf Betriebsrisiken allenfalls nur mit Eigentum sinnvoll möglich	●● - für "generische" Büroflächen bietet der Markt genügend hochwertige Flächen - Handlungsspielraum über (umfassende) Mieterausbauten ist gegeben	○○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend Gebäude- und Ausbauqualität
Historie und Tradition insbesondere die Signalwirkung eines Sale & Rent-back von historisch wichtigen Liegenschaften	●●● - erkennbares Eigentum strahlt Stärke, Stabilität, Kontinuität aus	● - Verwertung als "Bruch mit der Tradition" - fortlaufend starke Präsenz der Ankermieterin kann Bezug des Unternehmens zur Liegenschaft bedingt aufrecht erhalten	○○ - durch die Beteiligung des Unternehmens am Anlagefonds bleibt ein starker Bezug zur Liegenschaft erhalten
Quantitative Faktoren			
Investition I inhaltliche Alignierung von Eigentümer- und Nutzerinteressen betreffend Investitionsausgaben	●●● - optimale Voraussetzungen gegeben, da Eigentümer und Nutzer konzernweite Interessen teilen	● - Mieter ohne Mitsprache bei Eigentümerrelevanten Investitionsentscheidungen - Mieter teilweise ohne direkten Nutzen aus den getätigten Investitionen	○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend Investitionsausgaben
Investition II Verantwortungsumfang und Kostentragung, i. S. der finanziellen Belastung für das Unternehmen	● - sämtliche Investitionen sind vom Unternehmen als Eigentümerin und Nutzerin direkt zu finanzieren, d. h. maximaler Cash-Outflow	●● - direkte Verantwortung beschränkt auf Mieterausbau, aber - der Mietzins finanziert Eigentümerinvestitionen mit	○○ - Investitionen werden mit dem Kapital sämtlicher Anleger getätigt, die Belastung für das einzelne Unternehmen wird reduziert
Wertsteigerung Partizipation an der Wertentwicklung der Immobilien-Assets	●●● - vollumfassend sichergestellt	● - entfällt mit der Verwertung der Liegenschaft bzw. nicht anwendbar	○○ - Partizipation über die Beteiligung am Fonds bzw. dessen Aktiva
Bilanzierung Angleichung zwischen Eigentum und Miete seit der Einführung von IFRS16	(ohne Bewertung) - Assets zu Buchwerten bilanziert	(ohne Bewertung) - Nutzungsrecht als Right of Use-Asset aktiviert, die Mietverpflichtungen passiviert	(ohne Bewertung) - Nutzungsrecht als Right of Use-Asset aktiviert, die Mietverpflichtungen passiviert

Tabelle 3: Qualitative und quantitative Faktoren der Bereitstellung bzw. deren (provisorische) Bewertung im Überblick (eigene Darstellung)

	Verwertung an unabhängige Dritte		Verwertung in einen Anlagefonds mit Beteiligung
Devestitionsgründe			prov. Bewertung (basierend auf These)
Anpassung an Bedarf	-	●	○○
insbesondere die Verfügbarkeit nach der Verwertung, falls der Bedarf wieder zunehmen sollte		- Aufgabe von Flächen mit Verkauf definitiv, spätestens nach Ablauf der Rückmiete - Bereitstellung von neuen Flächen mit grossem Aufwand verbunden	- aus dem Immobilienpool des Anlagefonds können Flächen einfacher bereitgestellt werden
Monetarisierung der Assets	-	●●●	
		- Verwertungserlös maximiert mit Verkauf an Dritte, womit Geldzufluss von aussen kommt	
Vermeiden von Investitionen	-	●●	
		- anstehende Investition wird eingepreist und reduziert Verkaufserlös entsprechend	

Tabelle 4: Devestitionsgründe bzw. provisorische Bewertung deren Zielerfüllung im Überblick (eigene Darstellung)

5. Ergebnistransfer und Potenziale

5.1 Plausibilisierung der Thesen

Bei genauerer Betrachtung der acht Thesen lässt sich feststellen: Die Thesen 1, 2, 3 und 5 betreffen die bessere Alignierung von Interessen des Mieters und des Eigentümers im Gegensatz zur klassischen Miete bei einem unabhängigen Dritten. Sie betreffen, genauer gesagt, die garantierte Flächenverfügbarkeit, mieterfreundliche Vertragskonditionen, Qualitätsansprüche sowie Investitionsausgaben. Die Thesen 4, 6, 7 und 8 thematisieren wiederum je unterschiedliche Faktoren bzw. Aspekte und lassen sich folglich nicht unter einem Schlagwort zusammenfassen.

Nachfolgend werden die in Kapitel 4.3 formulierten Thesen weiter differenziert und plausibilisiert, indem sie konkret auf einen Anlagefonds als *L-QIF*, in der besonderen Konstellation mit einem Unternehmen als Mieter und Anleger zugleich, angewendet werden.

These Nr. 1: Die Miete in einer Liegenschaft des Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, erlaubt eine bessere strategische Alignierung als in der klassischen Miete. Insbesondere kann die Flächenverfügbarkeit garantiert werden, solange dies für das Unternehmen notwendig ist.

Eine Garantie zur grundsätzlich endlosen Flächennutzung bedeutet konkret, dass es keinerlei Kündigungsmöglichkeiten seitens Vermieter gibt und dass dem Unternehmen entweder sehr langfristige Verträge oder wiederholt Verlängerungsoptionen geboten werden. So umfassend kann eine Garantie kaum gewährleistet werden. Aber vorausgesetzt, das mietende Unternehmen weist eine unverändert gute Bonität auf und bietet auch anderweitig keine wichtigen Gründe für eine Kündigung, kann die langfristige Sicherung des Mietverhältnisses durchaus auch im Interesse des Eigentümers, und darüber hinaus ebenso der Anleger, sein. Für den Eigentümer minimiert sich u. a. der Aufwand im Zusammenhang mit Leerstandsbewirtschaftung und oft wechselnden Mietern mit jeweils neuen Bedürfnissen. Für die Anleger wiederum bedeuten die stetigen Mietzahlungen als Erträge stabile Immobilienwerte, von denen der Wert ihrer Anteile bzw. die Rendite mit abhängig ist. Dieser Zusammenhang zwischen Mietzahlungen (des Unternehmens als Mieter) und Rendite (des Unternehmens als Anleger) legt die Annahme nahe, dass zumindest bezüglich eines Teilportfolios langfristige Verpflichtungen zum Vorteil aller beteiligten Parteien sein können.

Dass aber das Unternehmen als Anleger bei der Fondsleitung aktiv Einfluss nehmen kann betreffend die garantierte Verfügbarkeit der Flächen ist jedenfalls limitiert. Über die zwingende Fremdverwaltung ist sichergestellt, dass der Anlagefonds dem Wirkungskreis des Unternehmens und aller weiteren Anleger entzogen ist. Selbst wenn das mietende Unternehmen Ankerinvestor wäre, sind die Interessen aller Anleger gleichermassen zu wahren. Mit dieser Einschränkung und dem einleitenden Vorbehalt bleibt ein gewisses Restrisiko für das Unternehmen als Mieter bestehen. Dies wäre vermutlich auch der Grund, warum bei einer grundsätzlichen Entscheidung zur Überführung von Betriebsimmobilien in einen Anlagefonds einzelne strategische Kernliegenschaften trotzdem im Eigentum bleiben würden.

These Nr. 2: Mit der Miete in einer Liegenschaft des Anlagefonds sind noch mieterfreundlichere Konditionen möglich als in klassischen Mieten, womit die Flexibilität weiter erhöht wird.

Im Gegensatz zum vorherigen Abschnitt, indem die Möglichkeit langfristig zugesicherter Mietverhältnisse diskutiert und plausibilisiert wurde, betrifft These Nr. 2 möglichst flexible, also mitunter kurzfristige Mietkonditionen. Grundsätzlich lässt sich sagen, dass für die Miete in einer Liegenschaft eines Anlagefonds dieselben Voraussetzungen wie für jede Miete gelten, also grundsätzlich die Formfreiheit. Dementsprechend könnten die heute üblichen Konditionen von 5-jährigen Laufzeiten mit allfälligen *early-break*-Optionen auch hier angewendet werden, womit gemäss verschiedenen Experten die nötige Flexibilität gegeben ist.

Dass generell im Szenario der Miete bei einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, noch mieterfreundlichere Konditionen möglich wären, ist allerdings nicht per se zu erwarten. Auch da haben die Anleger grundsätzlich keinen Einfluss auf die Vertragsgestaltung zwischen Mieter und Eigentümer. Die Interessen aller Anleger sind gleichermassen zu wahren. Allzu flexible Konditionen, womit ein Vertrag jederzeit und innerhalb kürzester Frist aufgelöst werden könnte, bedeuteten für den Eigentümer ein Risiko, dass sich letztlich auch in der Bewertung der Anleger niederschlägt.

These Nr. 3: Ausser bei sehr individuellen Ansprüchen kann mit einem entsprechenden Ausbau in gemieteten Flächen eine genügend hohe Qualität sichergestellt werden. Über die Doppelrolle des Unternehmens als Anleger und Nutzer können Interessen betreffend die Gebäude- und Ausbauqualität besser aligniert werden.

Im hier beschriebenen Szenario würden bisher im Eigentum genutzte Flächen in einen Anlagefonds überführt und wieder zurückgemietet (*Sale & Rent-back*). Damit bleibt die Qualität der bisherigen Eigentumsliegenschaft unverändert und kann über entsprechende Vertragsklauseln bzw. Regelung der Schnittstellen zwischen Eigentümer und Nutzer auch über die Laufzeit sichergestellt werden. Eine allzu mieterfreundliche Schnittstellenregelung scheint indes, aus den gleichen Überlegungen wie zuvor betreffend Vertragskonditionen, unrealistisch.

Im Falle, dass das Unternehmen sich zu einem späteren Zeitpunkt in neue Flächen aus dem Fondsportfolio einmietet, könnten diese vorgängig gemäss den Qualitätsansprüchen ausgebaut werden – ähnlich dem *Leasing* im eigentlichen Sinne. Als Nutzer und damit Profiteur eines hohen Baustandards, so könnte argumentiert werden, wäre das Unternehmen in der Rolle als Anleger eher bereit, dies auch zu finanzieren. Insbesondere in Liegenschaften, in denen eine langfristige Miete des Unternehmens geplant ist (vgl. These 1) und der Nutzer bereit ist, einen allenfalls erhöhten Mietzins für erhöhte Bauqualität zu leisten, scheint dies realistisch. Inwiefern dies auch die anderen Anleger unterstützen würden, deren Interessen gleichermassen zu berücksichtigen sind, ist allerdings zumindest fraglich.

Im Falle von sehr individuellen Ansprüchen bedeuten diese nicht nur sehr hohe Investitionen, sondern auch ein Risiko: Verlässt der entsprechende Mieter die Flächen, sind die Investitionen wertlos. Beide Aspekte würden von den Anlegern eingepreist bzw. reduzieren generell die Attraktivität eines solchen Anlagegefässes.

These Nr. 5: Die Miete in einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, erlaubt eine bessere Alignierung der Interessen bezüglich Investitionsausgaben.

Im entsprechenden Abschnitt in Kapitel 4.3.2 wird diskutiert, dass der Mieter mit den Mietzahlungen Eigentümerinvestitionen mitfinanziert, die unter Umständen gar nicht in seinem Sinne sind. Während werterhaltende Investitionen durchaus im Interesse des Mieters sind, haben wertsteigernde oder übergeordnete, für den Eigentümer strategisch relevante Investitionen nicht immer einen direkten Nutzen für den Mieter.

Dass das Unternehmen als Mieter Einfluss auf konkrete Investitionsentscheide nehmen könnte, ist auch in der Konstellation mit einem Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, kaum der Fall. Im Gegensatz zur klassischen Anmiete profitiert hier aber das Unternehmen indirekt von diesen wertsteigernden Investitionen, und zwar über die Beteiligung an den verbrieften Assetwerten des Fonds. So kann zwar von einer

besseren Alignierung ausgegangen werden, nicht aber zwingend von Interessen zwischen Eigentümer und dem Unternehmen als Mieter, sondern zwischen Eigentümer und dem Unternehmen als Anleger.

These Nr. 4: Mit der Beteiligung des Unternehmens am Anlagefonds, dessen Fondsleitung neue Eigentümerin der Liegenschaften ist und diese an das Unternehmen vermietet, bleiben auch in der Miete Faktoren wie Historie und Tradition glaubhaft aufrechterhalten.

Das Beispiel eines der befragten Versicherungsunternehmen mit dem Hauptsitz in einem Anmietobjekt zeigt: Der Nutzer erreicht als Ankermieter über die Gebäudebeschriftung, die entsprechende Empfangssituation und über den nutzerspezifischen Ausbau der Flächen eine vergleichbar starke Präsenz wie in einer Eigentumsliegenschaft. Insbesondere im Falle der Rückmiete von zuvor im Eigentum gehaltenen Flächen, verändert sich im Erscheinungsbild kaum etwas.

Im Gegensatz zur klassischen Miete bei einem unabhängigen Dritten lässt sich ausserdem festhalten: Im hier spezifisch angedachten Fall eines Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt ist, entsteht zusätzlich eine gewisse Verbundenheit mit der Liegenschaft. Diese ist umso stärker, je höher die Beteiligung des Unternehmens am Fonds ist und je mehr das Fondsportfolio rein aus Liegenschaften des entsprechenden Unternehmens besteht. Im Falle von *Large Corporates* der Bankenbranche wäre es naheliegend, dass ein entsprechender Anlagefonds vom internen *Assetmanagement* verwaltet wird. Die interne Fondsleitung übernimmt die Immobilien, deren Eigentum damit im Konzern verbleibt.

These Nr. 6: Mit dem Kapital der Anleger können Investitionen in die Liegenschaft finanziert werden; die Belastung für das Unternehmen wird dadurch minimiert, während es als Nutzer der Flächen weiterhin voll davon profitiert.

Mit der Überführung von Betriebsliegenschaften in einen Anlagefonds ist neu die Fondsleitung Eigentümerin der Liegenschaften und übernimmt damit die Verantwortung betreffend Investitionen und Unterhalt im Grundausbau. Neben den Mieteinnahmen steht ihr dafür das Kapital der Anleger zur Verfügung. Sofern es sich also nicht um einen Einanlegerfonds handelt (wie es im Falle von Versicherungen theoretisch möglich wäre), verteilt sich die Finanzierung dieser Massnahmen auf mehrere Anleger. Anders als früher als Eigentümer trägt das Unternehmen als Anleger nur noch Kosten gemäss Beteiligung

am Fonds. Gleichzeitig profitiert das Unternehmen als Nutzer vollumfänglich von den (sanierten) Flächen.

Vollständigkeitshalber sei hier festgehalten, dass der „günstigste“ Fall aus einer gesamtunternehmerischen Perspektive vermutlich trotzdem das klassische *Sale & Rent-back*-Szenario wäre, also die Verwertung und Übertragung sämtlicher Investitionsverantwortung betreffend Grundausbau an einen unabhängigen Dritten.

These Nr. 7: Die Verwertung in einen Anlagefonds, an dem das Unternehmen selbst beteiligt bleibt, ermöglicht dem Unternehmen auch ohne Eigentum an der Wertsteigerung der Liegenschaft zu partizipieren.

Als Anleger am Anlagefonds hält das Unternehmen verbriefte Anteile der Fondswerte, d. h. der überführten Immobilien. So profitiert das Unternehmen weiterhin einerseits an der Wertsteigerung des „inneren Wertes“, also der Immobilie, und andererseits an der subjektiven Bewertung der Anteile, im positiven Fall einer Überbewertung („Agio“). Wie umfangreiche Letztere ausfallen kann, ist u. a. davon abhängig, wie viel Handel der Anteile stattfindet. Über spätere Verkäufe von Liegenschaften aus dem Fondsportfolio können diese, bis dahin bestenfalls weiter angewachsenen Werte monetarisiert und entweder für neue Investitionen verwendet oder an die Anleger ausgeschüttet werden. Obwohl sich die Partizipation anteilig, also gemäss Beteiligung am Fonds beschränkt, ist die These grundsätzlich naheliegend. Dass die Möglichkeit der Partizipation an der Wertsteigerung, die bisher nur im Eigentum möglich war, bestehen bleibt, bildet eines der entscheidenden Potenziale dieser Bereitstellungsstrategie.

These Nr. 8: Mit der Verwertung in einen Anlagefonds können Immobilien zukünftig einfacher bereitgestellt werden.

Dieser These liegt die Annahme zu Grunde, dass auch nicht mehr betriebsrelevante Liegenschaften in den Anlagefonds überführt würden, d. h. als Transaktion ohne *Rent-back*. Das Fondsportfolio besteht in diesem Fall aus einem Flächenpool, das zwar mehrheitlich vom Unternehmen gemietet wird, aber auch Dritten zugänglich gemacht wird. Wie bereits im Zusammenhang mit den Thesen 2 (mieterfreundliche Vertragskonditionen) und 6 (Alignierung von Interessen) limitiert hier die Fremdverwaltung den Wirkungskreis des Unternehmens. So hat das Unternehmen als Anleger keine bevorzugte Stellung bezüglich Miete, etwa im Sinne eines Vormieterrechts.

Ohne, oder aber zumindest mit liberalen Vorgaben betreffend Diversifikation könnte es im Interesse der Fondsleitung sein, jeweilige Leerflächen zuerst dem Unternehmen als Ankermieter des übrigen Portfolios anzubieten. Der Aspekt, dass das Unternehmen gleichzeitig am Fonds beteiligt ist, ist in dieser Hinsicht aber irrelevant.

5.2 Zusammenfassung der Potenziale und Grenzen

Ein Anlagefonds, in den ein Unternehmen seine Betriebsimmobilien überführt und anschliessend zurückmietet, während es gleichzeitig am besagten Fonds beteiligt ist, stellt eine neue Strategie im Rahmen der Immobilienverwertung und -bereitstellung von *Corporate Real Estate* dar. Das Erkenntnisinteresse dieser Arbeit richtet sich in erster Linie auf die Potenziale einer solchen Strategie, die resümierend nochmals aufgegriffen werden.

Das grösste Potenzial ist vermutlich in der fortlaufenden Partizipation an der Wertsteigerung der Liegenschaftsassets zu sehen, die über die Beteiligung des Unternehmens am Fonds erfolgt (vgl. These 7). Denn auf diese Weise bleibt ein grosser Vorteil weiterhin erhalten, der bislang an Immobilieneigentum gebunden war. Oder anders formuliert: Partizipation an der Wertsteigerung eines Liegenschaftsassets ist nicht länger ein gleich starkes Argument, um die entsprechende Immobilie weiterhin im Eigentum zu halten.

Weiterhin konnten Vorbehalte betreffend Historie und Tradition relativiert werden, und zwar insofern, als begründet davon ausgegangen werden kann, dass bei der Verwertung und Rückmiete im Zusammenhang mit einem Anlagefonds mit Beteiligung weiterhin eine stärkere Verbindung zwischen dem Unternehmen und der Liegenschaft bestehen bleibt (vgl. These 4). Vertragliche Regelungen, womit die Flächenverfügbarkeit im Gegensatz zur klassischen Miete langfristiger gesichert werden kann, sind in der Miete bei einem Anlagefonds mit Beteiligung eher denkbar (vgl. These 1). Abgesehen von sehr spezifischen Anforderungen erscheint es plausibel, dass sämtliche (Qualitäts-)Ansprüche in angemieteten Flächen genauso gut wie im Eigentum erfüllt und zumindest indirekt die Interessen besser aligniert werden können als in der klassischen Miete (vgl. These 3).

Diskutierte Vorteile der klassischen Miete, konkret die Flexibilität im Vergleich zum Eigentum, würden auch im Szenario der Miete bei einem Anlagefonds mit Beteiligung weiterhin bestehen, wenn auch kaum mit weiterem Optimierungspotenzial (vgl. These 2).

Darüber hinaus wurde dargelegt, dass die Belastung durch Investitionen gegenüber dem Eigentum reduziert werden kann, wenn dazu mehrere Finanzierungsquellen (u. a. das Kapital der Anleger) genutzt werden können (vgl. These 6).

Weitere Vorteile, die der spezifische Fall der Miete in einem Anlagefonds mit Beteiligung gegenüber der klassischen Miete bei einem unabhängigen Dritten bzw. gegenüber dem Eigentum bietet, sind begrenzt. Primär wird durch die Fremdverwaltung sichergestellt, dass der Fonds dem Wirkungskreis der Anleger entzogen ist. Damit und mit der Pflicht zur gleichen Wahrung aller Interessen bringt eine Beteiligung des Unternehmens keine erweiterten Mitspracherechte, eine bessere Alignierung bezüglich Investitionen (vgl. These 5) oder eine vorteilhafte Behandlung betreffend Zugriff auf Flächen (vgl. These 8).

Die in Kapitel 4.3.4 als Zwischenfazit präsentierte Übersicht kann mit der erfolgten Plausibilisierung der Thesen ergänzt werden, womit abschliessend eine differenzierte Bewertung möglich wird (vgl. Tab. 5 und 6). Damit werden im Sinne eines Fazits sämtliche Ergebnisse zusammengefasst.

	Eigentum	"klassische Miete"	Miete in einem Anlagefonds mit Beteiligung	
Qualitative Faktoren			prov. Bewertung (basierend auf These)	Bewertung (plausibilisiert)
Strategische Unabhängigkeit insbesondere die garantierte Verfügbarkeit der Flächen	●●● - maximal, da keine Abhängigkeit von Dritten	● - limitiert gem. vertraglichen Laufzeiten - allenfalls limitierte Verlängerungsoptionen - Abhängig vom Willen des Vermieters	○○ - bessere strategische Alignierung betreffend langfristig gesicherte Flächenverfügbarkeit	●● - bessere Vereinbarung verschiedener Interessen denkbar - direkter Einfluss des Unternehmens limitiert
Flexibilität Anpassungsfähigkeit an schwankenden, insbesondere abnehmenden Bedarf	●● - jederzeitige, rel. schnelle Portfolioreduktion möglich über Verkauf - Bindungseffekte insb. bei kleinen Portfolios möglich, mit Risiko zu Ineffizienzen in der Flächenbereitstellung	●● - limitiert entsprechend den Vertragskonditionen, aber in der Praxis ausreichend - keine Bindung zu Liegenschaften, die Reduktion erschweren würde	○○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend (mieterfreundliche) Vertragskonditionen	●● - allzu mieterfreundliche Konditionen kaum im Sinne aller Anleger, - direkter Einfluss des Unternehmens limitiert
Qualität und Kontrolle Umsetzbarkeit der eigenen Ansprüche	●●● - bei sehr spezifischen Ansprüchen bzw. direktem Einfluss auf Betriebsrisiken allenfalls nur mit Eigentum sinnvoll möglich	●● - für "generische" Büroflächen bietet der Markt genügend hochwertige Flächen - Handlungsspielraum über (umfassende) Mieterausbauten ist gegeben	○○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend Gebäude- und Ausbauqualität	●●● - bessere Vereinbarung verschiedener Interessen unter bestimmten Umständen denkbar
Historie und Tradition insbesondere die Signalwirkung eines Sale & Rent-back von historisch wichtigen Liegenschaften	●●● - erkennbares Eigentum strahlt Stärke, Stabilität, Kontinuität aus	● - Verwertung als "Bruch mit der Tradition" - fortlaufend starke Präsenz der Ankermieterin kann Bezug des Unternehmens zur Liegenschaft bedingt aufrecht erhalten	○○ - durch die Beteiligung des Unternehmens am Anlagefonds bleibt ein starker Bezug zur Liegenschaft erhalten	●● - hohe Beteiligung des Unternehmens und u. U. konzerninternes Assetmanagement halten Bezug aufrecht - Eigentümerin bleibt mit Fondsleitung konzernintern
Quantitative Faktoren				
Investition I inhaltliche Alignierung von Eigentümer- und Nutzerinteressen betreffend Investitionsausgaben	●●● - optimale Voraussetzungen gegeben, da Eigentümer und Nutzer konzernweite Interessen teilen	● - Mieter ohne Mitsprache bei Eigentümerrelevanten Investitionsentscheidungen - Mieter teilweise ohne direkten Nutzen aus den getätigten Investitionen	○○ - bessere Alignierung der Interessen betreffend Investitionsausgaben	●● - wertsteigernde Investitionen im Interesse des Eigentümers und des Unternehmens als Anleger - direkter Einfluss des Unternehmens limitiert
Investition II Verantwortungsumfang und Kostentragung, i. S. der finanziellen Belastung für das Unternehmen	● - sämtliche Investitionen sind vom Unternehmen als Eigentümerin und Nutzerin direkt zu finanzieren, d. h. maximaler Cash-Outflow	●● - direkte Verantwortung beschränkt auf Mieterausbau, aber - der Mietzins finanziert Eigentümerinvestitionen mit	○○ - Investitionen werden mit dem Kapital sämtlicher Anleger getätigt, die Belastung für das einzelne Unternehmen wird reduziert	●● - reduzierte Belastung gegenüber Eigentum, aber keine weitere Optimierung gegenüber klassischer Miete erkennbar
Wertsteigerung Partizipation an der Wertentwicklung der Immobilien-Assets	●●● - vollumfassend sichergestellt	● - entfällt mit der Verwertung der Liegenschaft bzw. nicht anwendbar	○○ - Partizipation über die Beteiligung am Fonds bzw. dessen Aktiva	●● - Partizipation gem. Beteiligung (nicht vollumfassend) - betrifft "inneren Wert" der Anteile - Agio
Bilanzierung Angleichung zwischen Eigentum und Miete seit der Einführung von IFRS16	(ohne Bewertung) - Assets zu Buchwerten bilanziert	(ohne Bewertung) - Nutzungsrecht als Right of Use-Asset aktiviert, die Mietverpflichtungen passiviert	(ohne Bewertung) - Nutzungsrecht als Right of Use-Asset aktiviert, die Mietverpflichtungen passiviert	(ohne Bewertung) - Nutzungsrecht als Right of Use-Asset aktiviert, die Mietverpflichtungen passiviert

Tabelle 5: Qualitative und quantitative Faktoren der Bereitstellung bzw. deren Bewertung im Überblick (eigene Darstellung)

Devestitionsgründe	Verwertung an unabhängige Dritte		Verwertung in einen Anlagefonds mit Beteiligung	
			prov. Bewertung (basierend auf These)	Bewertung (plausibilisiert)
Anpassung an Bedarf insbesondere die Verfügbarkeit nach der Verwertung, falls der Bedarf wieder zunehmen sollte	-	• - Aufgabe von Flächen mit Verkauf definitiv, spätestens nach Ablauf der Rückmiete - Bereitstellung von neuen Flächen mit grossem Aufwand verbunden	○○ - aus dem Immobilienpool des Anlagefonds können Flächen einfacher bereitgestellt werden	●● - vereinfachter Zugang als Ankermieter vom restlichen Portfolio denkbar - direkter Einfluss des Unternehmens limitiert
Monetarisierung der Assets	-	●●● - Verwertungserlös maximiert mit Verkauf an Dritte, womit Geldzufluss von aussen kommt		●● - reduzierter Geldzufluss netto, da Unternehmen den Kauf mit seiner Beteiligung mitfinanziert
Vermeiden von Investitionen	-	●● - anstehende Investition wird eingepreist und reduziert Verkaufserlös entsprechend		• - Unternehmen finanziert mit dem eigenen Kapital die aufgestauten Investitionen als Anleger mit

Tabelle 6: Devestitionsgründe bzw. Bewertung deren Zielerfüllung im Überblick (eigene Darstellung)

5.3 Überlegungen zu möglichen Anwendungsfällen

Unternehmen müssen erst Betriebsliegenschaften im Eigentum halten, um sich dann die Überführung dieses CRE-Portfolios in einen Anlagefonds zu überlegen. Das ist, auch bei *Large Corporates*, nicht immer der Fall: In den befragten Unternehmen trifft dies – abgesehen von den Hauptsitzen – nur in drei Fällen zu. Auch scheint ein Strategiewechsel von Eigentum zu Verkauf und Rückmiete nur sinnvoll, wenn dafür mehr als eine Liegenschaft in Frage kommt.

Die Veräusserung in einen Anlagefonds mit anschliessender Rückmiete sollte als eine strategische Entscheidung auf Basis der zuvor erläuterten Potenziale gefällt werden. Da das veräussernde Unternehmen über die Beteiligung am Anlagefonds den Kauf sozusagen selber (mit-)finanziert, verzichtet es auf einen maximalen Nettoverkaufsgewinn. Dafür partizipiert das Unternehmen weiterhin an der Wertsteigerung und hat Anrecht auf zukünftig zusätzliche Erträge. Ist die Veräusserung hingegen keine strategische Entscheidung, sondern wird diese aus zwingenden Monetarisierungsgründen notwendig, kann der Kapitalzufluss mit einem Verkauf an einen unabhängigen Dritten, d. h. ohne Beteiligung des Unternehmens, maximiert werden.

In einem der befragten Unternehmen aus der Versicherungsbranche werden für den Betrieb relevante Immobilien aus dem Renditeimmobilienportfolio des eigenen *Assetmanagements* bereitgestellt. In einer solchen Konstellation stellt sich die Frage der Veräußerung einer Betriebsimmobilie gar nicht erst. Viele der erwähnten (und weitere) Potenziale können bereits ausgenutzt werden.

In der Pharmabranche werden sehr spezifische Ansprüche an die Immobilien gestellt. Wie zu These 3 in Kapitel 5.1 diskutiert, ist die Attraktivität eines solchen Betriebsimmobilienportfolios auf dem Markt eher kritisch zu beurteilen. „Generische“ Büroflächen, wie sie beispielsweise u. a. Banken brauchen, eignen sich für ein solches Konstrukt vermutlich besser.

6. Schlussbetrachtung

Ausgehend von den Standardstrategien des *Corporate Real Estate Managements* betreffend Immobilienbereitstellung und -verwertung zeigt die vorliegende Arbeit das Potenzial und die Grenzen einer diesbezüglichen Kombination mit einem vertraglichen Anlagefonds als *L-QIF* auf.

Die Betrachtung beschränkte sich auf *Large Corporates* in der Schweiz, wobei über den Austausch mit Experten aus der Finanz-, Versicherungs- und Pharmabranche differenzierte Erkenntnisse zu relevanten qualitativen und quantitativen Faktoren der heute angewandten Bereitstellungs- bzw. Verwertungsstrategien gewonnen werden konnten. Darauf aufbauend konnten Thesen zum Potenzial im Zusammenhang mit einem vertraglichen Anlagefonds formuliert und plausibilisiert werden.

Obschon die hier präsentierten Ergebnisse mehrheitlich für alle untersuchten Branchen Gültigkeit haben, zeigen sich gleichzeitig zumindest punktuell branchenspezifische Unterschiede. Eine Generalisierung der Ergebnisse ist ohne weitere Untersuchungen zum jetzigen Zeitpunkt nicht möglich, u. a. auch weil mit dem vertraglichen Anlagefonds nur eine von verschiedenen Ausprägungen des *L-QIF* berücksichtigt wurde. Weiter sei an dieser Stelle erneut auf die noch laufende Überarbeitung der Verordnung betreffend *L-QIF* hingewiesen; daraus könnten sich gegebenenfalls spezifische Einschränkungen ergeben.

Die vorliegende Arbeit öffnet ein neues Bearbeitungsfeld und liefert erste Erkenntnisse, welche neuen strategischen Möglichkeiten in Kombination mit einem vertraglichen Anlagefonds als *L-QIF* für CRE-Einheiten von *Large Corporates* denkbar sind. Diese erstmalige Auseinandersetzung zeichnet sich auch und gerade durch die Breite an identifizierten relevanten Faktoren bzw. Aspekten gegenwärtig verbreiteter Bereitstellungs- und Verwertungsstrategien und der daraus abgeleiteten relevanten Themenfelder betreffend das *L-QIF*-Konstrukt aus. Sie zeigt mit Thesen und deren Plausibilisierung auf, welche Themenfelder sich für eine vertiefte Analyse anbieten, aber auch, wo sich bereits jetzt Grenzen in der Anwendbarkeit zeigen.

Für eine vertiefte Analyse möglicher Anwendungsfälle müssen unbedingt auch die anderen Rechtsformen der kollektiven Kapitalanlagen, namentlich die SICAV und die KGK, genauer untersucht werden. So ist etwa wahrscheinlich, dass sich die steuerliche Behandlung betreffend die Überführung von Immobilien je nach Rechtsform

unterscheiden. Ebenso eine branchenspezifische vertiefte Differenzierung, beispielsweise betreffend Bilanzstrukturen oder regulatorische Anforderungen, ist sinnvoll.

Diese Arbeit beschränkt sich auf die Perspektive des CRE-Portfoliomanagements. Insofern wäre es wünschenswert, die Thematik zusätzlich aus Sicht des Fondsmanagements, unter anderem betreffend Marktattraktivität eines solchen Betriebsimmobilienportfolios, kritisch zu beleuchten.

Literaturverzeichnis

- Baur, D. (2016). *PwC Switzerland Disclose Onlinemagazin, Ausgabe 24: IFRS 16 für Leasingverträge verlängert die Bilanz.* Gefunden unter <https://www.pwc.ch/de/insights/disclose/24/ifrs-16-fur-leasingvertrage-verlangert-die-bilanz.html>
- Bürgi Nägeli Rechtsanwälte (ohne Datum). *Immobilien Leasing / Real Estate Leasing, Informationen zum Immobilienleasing in der Schweiz.* Gefunden unter <https://www.real-estate-leasing.ch/>
- Courvoisier, M. (2007). Definitionen. In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 20-27). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- Courvoisier, M. (2007). Die Anlagegesellschaft mit variablem Kapital (SICAV). In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 61-77). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- Eidgenössisches Finanzdepartement (2022). *Vernehmlassung zur Änderung der Kollektivanlagenverordnung eröffnet.* Gefunden unter <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-90467.html>
- Eidgenössisches Finanzdepartement (2018). *Besteuerung kollektiver Kapitalanlagen und ihrer Anleger (Kreisschreiben Nr. 25).* Gefunden unter <https://www.estv.admin.ch/dam/estv/de/dokumente/bundessteuer/kreisschreiben/2004/1-025-D-2018.pdf.download.pdf/1-025-D-2018-d.pdf>
- Fäs, U (2023, 3. März). *Real Estate Portfolio Construction.* Präsentation im Rahmen des CAS Immobilien Portfolio- und Assetmanagement, Zürich.
- Gier, S. (2006). Bereitstellung und Desinvestition von Unternehmensimmobilien. In K.-W. Schulte, St. Bone-Winkel (Hrsg.). *Schriften zur Immobilienökonomie, Band 35.* Köln: Rudolf Müller
- Giger, M. (2007). Gemeinsame Bestimmungen der offenen kollektiven Kapitalanlagen. In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 96-104). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- Glatte, Th. (2014). *Entwicklung betrieblicher Immobilien: Beschaffung und Verwertung von Immobilien im Corporate Real Estate Management.* Springer Vieweg
- Grieder, St. (2021). Der Limited Qualified Investor Fund (L-QIF) - Ein neuer Stern am Schweizer Fondshimmel? *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht : SZW.* 2021 (6), 673-682.

- Härtsch, Th. (2007). Geschlossene kollektive Kapitalanlagen. In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 109-120). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- Horn, Ch. (2007). Investmentgesellschaften mit festem Kapital (SICAF). In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 121-125). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- Imbach Haumüller, D. (2020). Der «L-QIF» steht vor der Tür – eine Innovation im Schweizer Kollektivanalgenrecht. *GesKR : Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*. (2020), 492-503.
- Koller, St. (2007). Der vertragliche Anlagefonds. In Baker & McKenzie Zürich (Hrsg.). *Recht der kollektiven Kapitalanlagen* (S. 50-60). Bern: Stämpfli Verlag AG.
- LAWMEDIA Redaktion (2022, 27. September). *Kollektivanlagenverordnung (KKV): Bundesrat eröffnet Vernehmlassung zur KKV-Änderung*. Gefunden unter <https://law.ch/lawnews/2020/08/kollektivanlagengesetz-kag-bundesrat-verabschiedet-botschaft-fuer-kag-aenderung/>
- LAWMEDIA Redaktion (2020, 19. August). *Kollektivanlagengesetz (KAG): Bundesrat verabschiedet Botschaft für KAG-Änderung*. Gefunden unter: <https://law.ch/lawnews/2020/08/kollektivanlagengesetz-kag-bundesrat-verabschiedet-botschaft-fuer-kag-aenderung/>
- Marbacher, S. (2022, 17. Dezember). *Indirekte Anlagen Schweiz*. Präsentation im Rahmen des MAS in Real Estate, Zürich.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952 (7/1), 77-91.
- Meier, C., Polfer, L., Ulrich G.-S. (2021). *Wissenschaftsmethodik. Das 1x1 für Business-Studierende*. Zürich: Verlag SKV AG
- Meuser, M. und Nagel, U. (1991). ExpertInneninterviews - vielfach erprobt, wenig bedacht: ein Beitrag zur qualitativen Methodendiskussion. D. Garz, & K. Kraimer (Hrsg.), *Qualitativ-empirische Sozialforschung: Konzepte, Methoden, Analysen* (S. 441-471). Opladen: Westdt. Verlag.
- Pfnür, A. (2011). *Modernes Immobilienmanagement: Immobilieninvestment, Immobiliennutzung, Immobilienentwicklung und -betrieb*. Springer Berlin Heidelberg.
- Schäfers, W. und Gier, S. (2008). Corporate Real Estate Management. In K.-W. Schulte (Hrsg.). *Immobilienökonomie Band 1 Betriebswirtschaftliche Grundlagen* (S. 847-892). München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag.

Swiss Fund Data AG (2023). *Eigene detaillierte Suche, abgefragt am 26.08.2023.*

Gefunden unter <https://www.swissfunddata.ch/sfdpub/detailliert-fondssuche>

Staatssekretariat für internationale Finanzfragen SIF. *Kollektivanlagengesetz (KAG).*

Gefunden unter

<https://www.sif.admin.ch/sif/de/home/finanzmarktpolitik/finanzmarktregulierung-und-aufsicht-/regulierungsprojekte/kollektivanlagengesetz-kag.html>

Anhang

Anhang A – Interviewleitfaden

A) Kontextgewinnung

1. Wo ist die Einheit „Corporate Real Estate“ im Unternehmen organisatorisch angehängt? Gibt es eine zentrale Stabsstelle oder (zusätzlich) dezentrale Einheiten je Geschäftsbereich?
2. Seit wann sind Sie in ihrer heutigen oder bereits in früheren Rollen in der CRE-Strategieentwicklung involviert?
3. Wie viele Betriebsliegenschaften sind im CH-Portfolio des Unternehmens? Wie ist das Portfolio strukturiert betreffend Eigentum und Miete?
4. Wie ist das CRE-Portfolio ursprünglich entstanden und wie hat es sich bis zum heutigen Zustand entwickelt?

B) Hauptteil

5. Welches sind die wesentlichen qualitativen Treiber in der Entscheidung der Portfoliostrukturierung (Eigentum vs. Lease/Anmiete)?
6. Welche sind die wesentlichen quantitativen Treiber in der Entscheidung der Portfoliostrukturierung (Eigentum vs. Lease/Anmiete)?
7. Was sind, oder waren rückblickend, die Auslöser zur (regelmässigen) Strategieüberprüfung und -anpassung?
8. Welche sind die wesentlichen Treiber bzw. Interessensabwägungen in der Entscheidung zur Devestition als „empty sale“ (kompletter Abstoss = Portfolioreduktion)?
9. Welche sind die wesentlichen Treiber bzw. Interessensabwägungen in der Entscheidung zur Devestition als „Sale & Leaseback“ (Monetarisierung des Eigentums mit anschliessendem Lease)?

C) ad-hoc Rückmeldung (inoffizieller Teil)

10. Wurden unabhängig vom zukünftigen L-QIF in der Vergangenheit bereits Gedanken betreffend die Devestition durch Überführung der Betriebsliegenschaften in einen Immobilienfonds gemacht?
11. Ist die geplante Einführung des L-QIF bekannt? Spielt dies im Corporate Real Estate Portfoliomanagement des Unternehmens eine Rolle?

Anhang B – Interviewverzeichnis

Versicherungsunternehmen A – Interview vom 23. Juni 2023

Durchgeführt am Unternehmenshauptsitz mit dem Real Estate Portfoliomanager, zuständig für Renditeimmobilien Region Zürich Ost und damit gleichzeitig für die zwei Betriebsliegenschaften (Dauer 70 Minuten).

Versicherungsunternehmen B – Interview vom 23. Juni 2023

Telefonisch durchgeführt mit dem Portfolio Manager Corporate Real Estate, zuständig für das globale Betriebsimmobilien-Portfolio (Dauer 50 Minuten).

Versicherungsunternehmen C – Interview vom 04. Juli 2023

Telefonisch durchgeführt mit dem Head Portfolio & Workplace Management, der neben dem Bereich ‚Portfolio & Transaktionen‘ auch für die Bereiche ‚Bau‘ und ‚Digital Real Estate‘ verantwortlich zeichnet (Dauer 50 Minuten).

Pharmaunternehmen A (Standortorganisation) – Interview vom 07. Juli 2023

Durchgeführt am Konzernhauptsitz (Pharma) mit zwei Vertretern der lokalen Standortorganisation: Lead Real Estate Assets, der sämtliche immobilienbezogene Themen entlang des Immobilien-Lifecycles verantwortet (Strategie, Planung, Umsetzung von Bauprojekten; strategisches Flächenmanagement; Portfolio & Asset Management), sowie Lead Real Estate Portfolio & Asset Management (Dauer 60 Minuten).

Bank A – Interview vom 12. Juli 2023

Durchgeführt in Zürich mit dem Leiter Corporate Real Estate Portfoliomanagement Office, zuständig für die Büroliegenschaften des Unternehmens in der Schweiz (Dauer 50 Minuten).

Bank B – Interview vom 21. Juli 2023

Telefonisch durchgeführt mit dem Portfolio Manager Corporate Real Estate, zuständig für die Büroliegenschaften in der Schweiz (Dauer 75 Minuten).

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich versichere hiermit, dass ich die vorliegende Arbeit mit dem Thema „Strategien und Potenziale der Immobilienbereitstellung und -verwertung im Corporate Real Estate Management unter Berücksichtigung des vertraglichen Anlagefonds als L-QIF“ 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.

Zürich, den 11.09.2023

Luca Eicke