



CUREM

Center for Urban & Real Estate Management – Zurich

Masterthesis

zur Erlangung des

Master of Science in Real Estate (CUREM)

Schaffung von Unternehmensmehrwert durch Sale-and-rent-back-Transaktionen

Name: Roland Thoma
Adresse: Deinikerstrasse 4a, 6340 Baar
Eingereicht bei:

- *Herrn Dr. Bruno Bächli*
- *Herrn Stefan Pfister MRICS*

Abgabedatum: 20. Juli 2007

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	I
Abbildungsverzeichnis	III
Abkürzungsverzeichnis	V
1 Einleitung	1
1.1 Aktualität.....	1
1.2 Zielsetzung	3
1.3 Terminologisches	4
1.4 Hypothese.....	9
2 Untersuchungsbereich	10
2.1 Betriebsimmobilien – historischer Hintergrund.....	10
2.2 Immobilien als Wirtschaftsfaktor.....	13
2.3 Tendenzen in der Bewertung und Finanzierung von Immobilien.....	14
2.4 Firmenbewertungen durch die Rendite-Risiko-Betrachtung	15
2.5 Vorgehen und Datensammlung.....	16
3 Empirische Ergebnisse	19
3.1 Ausgangssituation	20
3.2 Rechtliche Faktoren	24
3.3 Finanzielle und steuerliche Faktoren	27
3.4 Strategische Faktoren	32
3.5 Generelle Aspekte zum Ablauf der Transaktion.....	38
4 Zusammenfassung der Resultate	39
4.1 Analyse der Potenziale.....	40
4.1.1 Mehrwertpotenziale aus der Ausgangssituation	40
4.1.2 Mehrwertpotenziale innerhalb der rechtlichen Aspekte	41
4.1.3 Mehrwertpotenziale innerhalb der finanziellen Aspekte.....	42
4.1.4 Mehrwertpotenziale aus strategischen Aspekten.....	43
4.1.5 Mehrwertpotenziale aus generellen Aspekten.....	46
4.2 Implikationen und strategische Empfehlungen.....	46
4.3 Kritische Würdigung.....	48

5	Fazit	49
	Anhang	V
	Interviewpartner	V
	Interviewleitfaden	VI
	Literaturverzeichnis.....	XI

Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Schematische Darstellung einer Sale-and-lease-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.	7
Abb. 2: Schematischer Ablauf einer Sale-and-rent-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.	8
Abb. 3: Eigentümerstruktur Geschäftsliegenschaften. Quelle: DTZ 2007 & Aberdeen Property Investors, Investment Strategy.	12
Abb. 4: Geschäftsflächen Schweiz Marktwerte in Mia. Fr. Quelle: Wüest und Partner.	13
Abb. 5: Szenarien für die Entwicklung des Unternehmenswertes nach einer Abspaltung des Immobilienanteils. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Liebler, S. 36.	16
Abb. 6: Methodik der Befragung. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Gläser/Laudel S. 32.	17
Abb. 7: Die Auswertungsmethode der qualifizierten Inhaltsanalyse. Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Gläsel/Laudel (2006).	18
Abb. 8: Vom Käufer gehaltene Art der Immobilien. Quelle: Eigene Darstellung.	22
Abb. 9: Weitere kritische Vertragspunkte. Quelle: Eigene Darstellung.	25
Abb. 10: Gewählte Institute der Vermögensübertragung. Quelle: eigene Darstellung.	27
Abb. 11: Versteckte finanzielle Potenziale. Quelle: Eigene Darstellung.	28
Abb. 12: Mittelverwendung aus dem Verkauf . Quelle: Eigene Darstellung.	32
Abb. 13: Hauptgründe für die Transaktionen. Quelle: Eigene Darstellung.	33
Abb. 14: Gewählte Kriterien zur Bestimmung des Marktpreises. Quelle: Eigene Darstellung.	35
Abb. 15: Gewonnene oder verlorene Flexibilitätsaspekte durch den Übertritt in ein Mietverhältnis. Quelle: Eigene Darstellung.	36
Abb. 16: Aufgedeckte Mehrwertpotenziale. Quelle: Eigene Darstellung.	40
Abb. 17: Finanzielle Mehrwertpotentiale. Quelle: Eigene Darstellung.	42
Abb. 18: Mehrwerte aus strategischen Überlegungen. Quelle: Eigene Darstellung.	44
Abb. 19: Wichtige strategische Punkte bei einer Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.	47
Abb. 20: Zeitdauer des Geschäftsverhältnisses durch eine Sale-and-rent-back- Transaktion ausgelöst. Quelle: Eigene Darstellung.	48

Abb. 21: SWOT-Analyse einer Sale-and-rent-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.....	48
Abb. 22: Erfüllung der Erwartungshaltung – Angaben Interviewpartner. Quelle: Eigene Darstellung.....	50

Abkürzungsverzeichnis

Abb.	Abbildung
bzw.	beziehungsweise
CREM	Corporate Real Estate Management
DCF	Discounted Cash Flow
Fr.	Franken
IAS	International Accounting Standards
IFRS	International Financial Reporting Standards
KMU	Kleinere und mittlere Unternehmen
Mia.	Milliarde
NZZ	Neue Zürcher Zeitung
OR	Obligationenrecht
S.	Seite
TA	Tagesanzeiger
Tab.	Tabelle
u.a.	unter anderem
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
vgl.	vergleiche
z.T.	zum Teil
ZGB	Zivilgesetzbuch

1 Einleitung

Das vorliegende Kapital will allgemeine Tendenzen in der heutigen Immobilienbranche beschreiben und die Aktualität der in dieser Arbeit behandelten Thematik aufzeigen. Weiter nimmt es eine begriffliche Differenzierung von verschiedenen Leasing-Möglichkeiten vor und stellt die Hypothese als Grundlage dieser Arbeit auf.

1.1 Aktualität

In der Schweiz geniesst der Traum vom eigenen Haus nach wie vor hohen Stellenwert. Veränderte gesellschaftliche Rahmenbedingungen haben den Anteil der Haus- oder Wohnungseigentümer in den letzten Jahren kontinuierlich steigen lassen. Trotz dieses Anstiegs belegt die Schweiz, was den Besitz von privatem Wohneigentum angeht, im internationalen Vergleich einen Schlussrang. Umgekehrt verhält es sich bei betrieblich genutzten Liegenschaften - hier nimmt die Schweiz bezüglich des Eigentums von selbst genutzten Immobilien und Produktionsstätten einen Spitzenplatz ein.¹

Bis gegen Ende des 20. Jahrhunderts wurden Immobilien unter zwei Wertaspekten gesehen. Das Eigentum von Immobilien war Ausdruck von Stolz, Unabhängigkeit und Wohlstand. Es zeugte vom Zukunftsglauben des Unternehmens bzw. des Unternehmers. Zugleich war es für die Finanzbuchhaltung eine willkommene Bilanzposition zur Aktivierung von Erhaltungsmaßnahmen und für die Schaffung von entsprechenden Steuervorteilen.² Immobilien im Eigentum zu halten wurde als betriebliche Notwendigkeit betrachtet; Kosten waren daher nur vage bekannt. Immobilien als Vermögenswerte weisen meist ein erhebliches Potenzial zur Beeinflussung einer Unternehmensbilanz aus, binden sie doch ansehnliche liquide Mittel, die dem Kerngeschäft fehlen.³ Die Zahlen sprechen für sich: Immobilien machen 30% bis 50% des Bestandteils der Aktiva aus, 15% oder mehr des Gesamtaufwandes gehen zu Lasten der Bereitstellung von Arbeitsplätzen und Produktionsflächen.⁴

Moderne Unternehmen haben damit begonnen, aktives Outsourcing in Bereichen zu betreiben, die nicht zum Kerngeschäft gehören. Eine Trennung vom Eigentum ist plötz-

¹ Vgl. Kapitel 2.1.

² Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement S. 12.

³ Rindlisbacher/Bernet/Gügler, NZZ 03.07.2001, S. 67.

⁴ Vgl. Giger, NZZ, 15.11.2005; Pfnür/Armonat, Desinvestment von Unternehmensimmobilien, S. 6.

lich kein Tabu mehr. Als Motoren dieser Tendenz gelten die Konzentration auf Kernkompetenzen, die Flexibilität der Standorte und Flächenbelegung, der Abbau von Finanzierungsrisiken, die Erhöhung der Liquidität und selbstverständlich Kosteneinsparungen.⁵ Gefördert wurde diese Tendenz auch durch die Akzeptanz neuer Bewertungsmethoden, durch neue Vorschriften in der Bilanzierung und durch die Schaffung von neuen Indizes und Kennzahlen. Dies ermöglichte Vergleiche mit der Konkurrenz und liess ein Benchmarking zu, um Potenziale in der Firma zu evaluieren und zu realisieren.⁶

Immobilien gelten traditionell noch als Nutzungsobjekte. Ein Unternehmen wird in der Regel Immobilieneigentum daher auch zu Anlage- und Konsolidierungszwecken nutzen und damit Eigentum an der Liegenschaft anstreben. Die vor allem in den letzten 30 Jahren eingetretenen enormen Steigerungen der Bodenpreise haben teilweise auch in Industrie- und Gewerbebezonen für die Bildung grosser stiller Reserven gesorgt, ohne namhafte Abschreibungsmöglichkeiten zu bieten. Damit ist eine langfristige Immobilisierung von Eigenkapital verbunden. Im schnellen Wandel der Anforderungen an alle Unternehmungen in Industrie, Gewerbe und Handel ist diese Entwicklung zunehmend hinderlich.⁷

Durch diese Trends sind die Immobilien unvermutet „mobil“ und wirtschaftlich geworden.⁸ Zeitgleich sind seit dem Platzen der Dot.com-Blase und der dadurch verbundenen Abkühlung der Aktienmärkte die Interessen an Immobilienanlagen gestiegen.

Die zunehmende Betrachtung von Immobilien unter finanztechnischen Aspekten förderte die Änderung des Status Quo. Aspekte wie uneingeschränkte Nutzung und Flexibilität standen plötzlich im Vordergrund. Die Finanzierung von Innovationen und Expansionen zur Schaffung von Wettbewerbsvorteilen verlangt nach Alternativen für die Finanzierung oder die Verflüssigung von Kapital.⁹ Da bieten die im Eigentum gehaltenen Immobilien eine ideale Wertposition, um den neuen Bedürfnissen nach zu kommen. Für Firmen, deren Geschäftstätigkeit ausserhalb der Immobilien liegt, stehen neben Finan-

⁵ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement S. 2.

⁶ Vgl. Meissl Arebeo, NZZ, 03.07.2001.

⁷ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz S. 6.

⁸ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement S. 2.

⁹ ABB, UBS, PSP, REG, Swisscom und Bally waren die ersten grösseren Transaktionen in der Schweiz.

zierungsaspekten auch Liquiditäts- und Eigenkapitalschonung sowie Bilanzneutralität als neue Ziele da.¹⁰

Selbst genutzte Betriebsimmobilien in der Schweiz weisen ein grosses Optimierungspotenzial auf.¹¹ Globale Investoren sind auf der Suche nach unterbewerteten Unternehmen, um sie aufzukaufen und als Einzelteile zu veräussern. Um dem Aufkauf und der Aufteilung zu entgehen, kann sich ein Unternehmen die Unterbewertung von Immobilien-Anlagen nicht mehr leisten - sie stellt gar ein Risiko dar.¹² Regulatorische Anpassungen, eine positive Konjunktur oder das Streben nach Shareholder-Value drängen zu einer strengeren Betrachtung der Vermögenswerte und legen Massnahmen nahe, um den neuen Anforderungen gerecht zu werden.¹³

1.2 Zielsetzung

Mit dieser Arbeit sollen qualitative Aspekte und Fragen rund um eine Sale-and-rent-back-Transaktion aufgezeigt und geklärt werden. Quantitative Momente und Berechnungen wurden keine angestellt. Einerseits stand diesem Vorhaben die Verfügbarkeit von Zahlen im Wege, andererseits ist eine Transaktion nur sehr schwer zu generalisieren. Immobilien zeichnen sich gerade durch ihre Heterogenität. Jedes Unternehmen bedarf durch seinen individuellen Geschäftszweck einer spezifischen Betrachtung. Wie gezeigt werden soll, ist es dennoch möglich, die hauptsächlichlichen Punkte und spezifischen Probleme, die eine solche Transaktion mit sich bringt, zu evaluieren und aufzuzeigen. Gleichzeitig soll geklärt werden, ob versteckte Potenziale vorhanden sind und ob diese auch die gehegten Erwartungen erfüllen. Ziel dieser Überlegungen soll es sein, eine Vorevaluation ohne allzu grossen Aufwand durchzuführen, das versteckte Optimierungspotenzial bzw. einen daraus resultierenden Mehrwert der selbst genutzten Betriebsimmobilien zu entdecken, Berührungspunkte abzubauen und einen positiven Blick auf das Thema zu öffnen.

Der Schweizer Markt zeigt aufgrund seiner KMU-Struktur und den gegenwärtigen Eigentumsstrukturen für Sale-and-rent-back-Transaktionen ein grosses Potenzial auf. Die-

¹⁰ Vgl. Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 2.

¹¹ Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004.

¹² Vgl. Wainwright, Off balance sheet property ownership structures, S. 341.

¹³ Vgl. Pfister, Knoll, NZZ; 3.7.2001.

se Arbeit soll eine Antwort auf die Frage geben, ob ein Unternehmen durch eine solche Transaktion ein Unternehmensmehrwert schaffen kann.

1.3 Terminologisches

Aufgrund des indifferenten Gebrauchs von Begriffen wie Leasing, „Sale-and-rent-back“ oder „Sale-and-lease-back“ wird zuerst eine heute gebräuchliche Differenzierung der Begriffe vorgenommen.

Leasing: Das Immobilien-Leasing baut auf den gleichen Grundlagen wie das Mobilien-Leasing auf und beinhaltet die langfristige Nutzungsüberlassung von unbeweglichen Wirtschaftsgütern. Gebrauch und Nutzung von Wirtschaftsgütern haben den höheren Stellenwert als das Eigentum daran, und Investitionen sollen sich selbst finanzieren.¹⁴ Beim Leasing entwickelt und erstellt der Leasinggeber auf eigenes Risiko eine Immobilie nach den Vorgaben des Leasingnehmers. Als Sicherheiten beim Immobilien-Leasing erhält der Leasinggeber das Eigentum an der Liegenschaft (Immobilien gelten in der Schweiz als wertbeständig oder sogar als Wert steigernd). Der Leasingzins deckt keine Kosten für Unterhaltsleistung oder Gewährleistungspflichten der Leasinggesellschaft, sondern enthält nur einen Amortisationsanteil (orientiert an den steuerlich zulässigen Abschreibungssätzen) sowie einen Zinsanteil. Für den grossen und kleinen Unterhalt ist der Leasingnehmer verantwortlich.¹⁵ Nach Ablauf der Leasingdauer hat der Leasingnehmer gemäss den meisten Leasingverträgen das Recht, unter drei Varianten zu wählen: unter Ausübung eines Kaufsrechtes das Leasingobjekt an sich zu ziehen, es zurückzugeben oder weiterzuleasen. Die Einräumung dieses Wahlrechtes ist (im Gegensatz zum Mietvertrag) für den Immobilien-Leasingvertrag typisch.¹⁶ Die Abnutzung des Leasingobjektes aus der bestimmungsgemässen Nutzung hat der Leasinggeber zu tragen. Die Reparatur von Schäden liegt beim Leasingnehmer.¹⁷ Die Sachgefahr des zufälligen Untergangs liegt beim Leasingnehmer; er besitzt keinerlei Gewährleistungsansprüche und keine Minderungsrechte auf den Leasingzins. Den Unterhalt hat er selbst zu tragen.¹⁸

¹⁴ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 5.

¹⁵ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 131; Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing S. 18.

¹⁶ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 138.

¹⁷ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 139.

¹⁸ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 142.

Eine gesetzliche Regelung des Leasinggeschäfts fehlt in der Schweiz. Der Leasingvertrag wird zum Teil als Innominatvertrag, aber auch als ein aus Miet(Pacht-) und Kaufelementen gemischter Vertrag oder neuerdings auch als Kreditvertrag sui generis mit Elementen des Darlehens- und der Sicherungsübereignung beurteilt.¹⁹

Klassisches Immobilien-Leasing ist in der Schweiz wenig verbreitet. Grundbuchgesetzliche Vorschriften erschweren die Handhabung dieses Instituts. Rechtliche Absicherungen sind zwar möglich, aber der administrative und finanzielle Aufwand ist nicht zu unterschätzen.²⁰ Ferner treten in den einzelnen Kantonen und unterschiedliche Handhabungen der Grundstückgewinnsteuer auf.²¹ Aufgrund dieser Rahmenbedingungen wird ersichtlich, warum nur wenige Leasinggesellschaften in der Schweiz Immobilienleasing anbieten.

Financial Leasing: Das Financial Leasing ermöglicht dem Unternehmer eine Tätigkeit von Investitionen, ohne dafür eigene Mittel aufnehmen zu müssen. Wirtschaftlich gesehen gehört diese Leasing-Form in den Bereich der Unternehmensfinanzierung. Eine unkündbare Grundmietzeit und die Amortisationspflicht des Leasingnehmers unterstützen den wirtschaftlichen Zweck.²² Die Leasinggesellschaft stellt dem Leasingnehmer das bevorzugte Investitionsobjekt bereit und erhält im Gegenzug eine monatliche Leasingrate, die sich aus der Verzinsung des Kapitals, der Amortisation und eines Gewinnzuschlag zusammensetzt.²³ Die Zinsanteile werden erfolgswirksam und die Amortisationsanteile, die die laufende Abzahlung der Restschuld widerspiegeln, erfolgsneutral verbucht.²⁴ Das Leasingobjekt wird beim Leasingnehmer bilanziert. Je nach Vertragsausgestaltung muss der Leasingnehmer das Objekt am Ende der Vertragsdauer übernehmen oder kann eine Kaufoption ausüben.²⁵

Operational Leasing: Das Operating Leasing stellt einen Mietvertrag mit besonderen Serviceleistungen dar. In den Leasingraten sind häufig Dienstleistungen des Leasingge-

¹⁹ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 457.

²⁰ Interview mit Arioli/Bleisch, Wüest und Partner.

²¹ Vgl. Meyer/Hafner, Immobilienleasing, S. 407.

²² Vgl. Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 9f; Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 458.

²³ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 227.

²⁴ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 63.

²⁵ Vgl. Knüsel, Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, S. 141-143.

bers inbegriffen. Die Leasingraten werden als Mieteraufwand der Erfolgsrechnung belastet. Es erfolgt keine Bilanzierung der Leasingverbindlichkeiten, sie werden aber im Anhang zur Jahresrechnung aufgeführt.²⁶ Im Gegensatz zum Financial Leasing ist beim Operating Leasing nach kurzer unkündbarer Grundmietzeit eine Kündigung möglich. Wegen der kurzfristigen Kündigungsmöglichkeit des Leasingnehmers trägt der Leasinggeber das Investitionsrisiko.²⁷

Spezial-Leasing: Wird ein Objekt explizit für die Bedürfnisse des Leasingnehmers gebaut und kann dieses nach Ablauf der Grundlaufzeit wirtschaftlich auch nur von ihm weitergenutzt werden, so spricht man von einem Spezial-Leasing. Als Folge davon muss der Leasingnehmer das Objekt bilanzieren.²⁸

Sale-and-lease-back: Bei dieser Art Leasings wird eine bereits erstellte und sich im Besitz des Verkäufers befindliche Liegenschaft durch einen Kaufvertrag an den Leasinggeber verkauft.²⁹ Durch den gleichzeitigen Abschluss eines Leasingvertrags nimmt er die Liegenschaft zum vereinbarten Gebrauch und Nutzen wieder zurück. Die Abb. 1 zeigt den schematischen Ablauf. Das Eigentum an der Immobilie geht auf die Leasinggesellschaft über. Diese entrichtet dafür einen Kaufpreis, der nicht mit den später zu zahlenden Leasingzinsen verrechnet, sondern dem Leasingnehmer vollumfänglich zur Verfügung gestellt wird. Der Leasingnehmer verpflichtet sich, die Investitionskosten über den Leasingzins teilweise zurückzuzahlen, Zinsen als Entgelt für die Überlassung des Kapitals zu leisten und bei Ausübung des Rückkaufsrechtes den Restbuchwert zu zahlen.³⁰ Es handelt sich hier um ein gesetzliches Rückkaufsrecht. Dies ergibt einen Amortisationsbedarf, der nicht als Anzahlung an den vereinbarten (Rück-)Kaufspreis angesehen werden kann.³¹ Bei dieser Transaktion entfällt das Erstellen einer Baute. Mittels Option im Leasingvertrag erhält der Leasingnehmer die Möglichkeit, das Objekt zum voraus abgemachten Restbuchwert zurückzukaufen und eventuell gebundene stille Reserven ohne Aufzahlung zu verwirklichen. Das Sale-and-lease-back-Verfahren ist

²⁶ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 63; Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 458.

²⁷ Vgl. Knüsel, Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, S. 141; Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 458.

²⁸ Vgl. Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 51.

²⁹ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 459.

³⁰ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 183.

³¹ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 121.

gleichbedeutend mit einer Verflüssigungsfinanzierung durch Desinvestition, um dadurch eine verbesserte Liquidität zu erreichen.³²

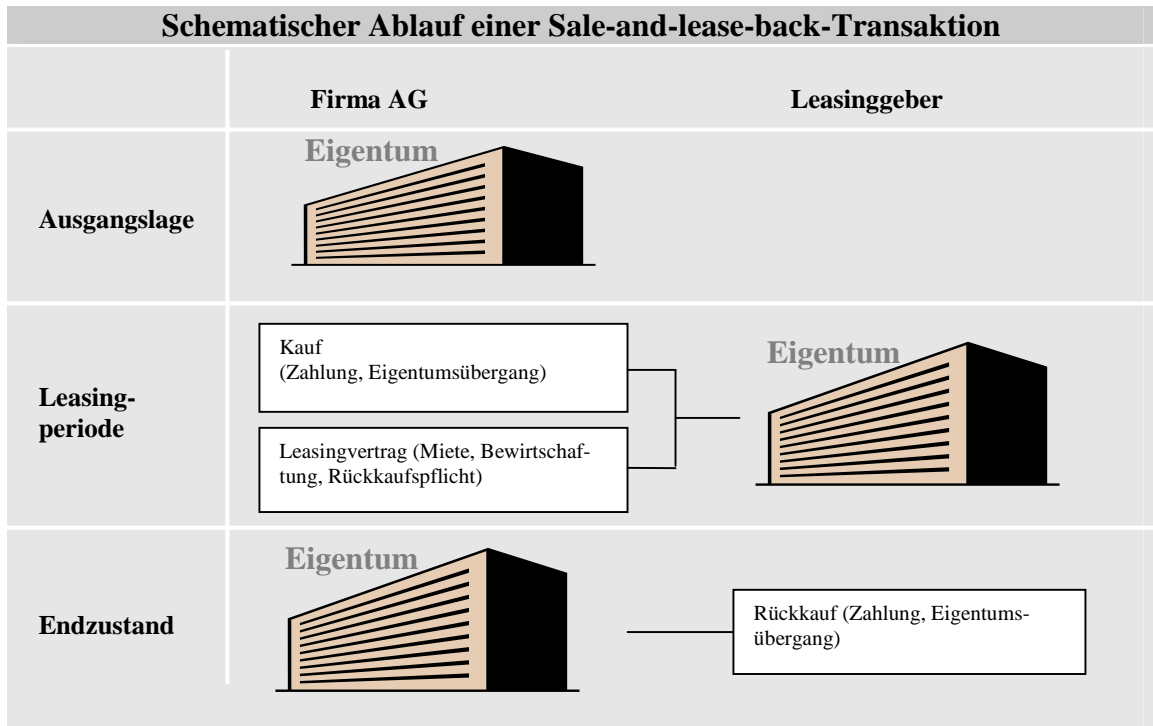


Abb. 1: Schematische Darstellung einer Sale-and-lease-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.

Sale-and-rent-back: Bei dieser Transaktion wird zuerst die Immobilie an einen Interessenten verkauft und anschliessend wird das ganze Gebäude oder auch nur Teile davon zurückgemietet (vgl. Abb. 2). Beim Kauf muss der Verkäufer das Objekt dem Käufer übergeben und ihm das Eigentum verschaffen. Die Hauptpflicht des Käufers liegt in der Übernahme des Gebäudes und in der Zahlung eines Kaufpreises. Er übernimmt somit auch die Risiken, die mit dem Objekt verbunden sind, und kann gestalterisch und konzeptionell auf das Objekt einwirken.³³ Als zweiter Bestandteil dieser Transaktion wird ein Mietvertrag abgeschlossen, in dem sich der Vermieter gemäss Art. 253 OR verpflichtet, dem Mieter den Gebrauch einer Sache zu überlassen, wofür er einen Mietzins erhält. Der Mietvertrag ist in Bezug auf die Dauer sehr flexibel, er kann entweder auf bestimmte oder unbestimmte Zeit abgeschlossen werden.³⁴

³² Vgl. Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 46; Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 227.

³³ Vgl. Vaassen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 21.

³⁴ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 127.

Die rechtliche Stellung des Vermieters zeichnet sich dadurch aus, dass er zu Beginn und während der Dauer des Mietvertrages gegenüber dem Mieter Gewährleistungspflichten hat - und zwar sowohl Sach- als auch Rechtsgewährleistungspflichten (vgl. Art. 254 bis Art. 260 OR). Der Vermieter ist verantwortlich für den Unterhalt des Mietgegenstandes. Er kann den Mietvertrag kündigen und profitiert als Geschäftsvermieter vom Retentionsrecht an den vom Mieter in die gemieteten Räumlichkeiten eingebrachten beweglichen Gegenständen (vgl. Art 272ff OR).³⁵ Demgegenüber ist der Mieter verpflichtet, den sogenannten kleinen Unterhalt zu übernehmen.³⁶ Im Mietzins inbegriffen sind ein Entgelt für die Abnutzung und damit Wertverminderung, für den Unterhalt des Mietobjektes und für einen angemessenen Ertrag.³⁷

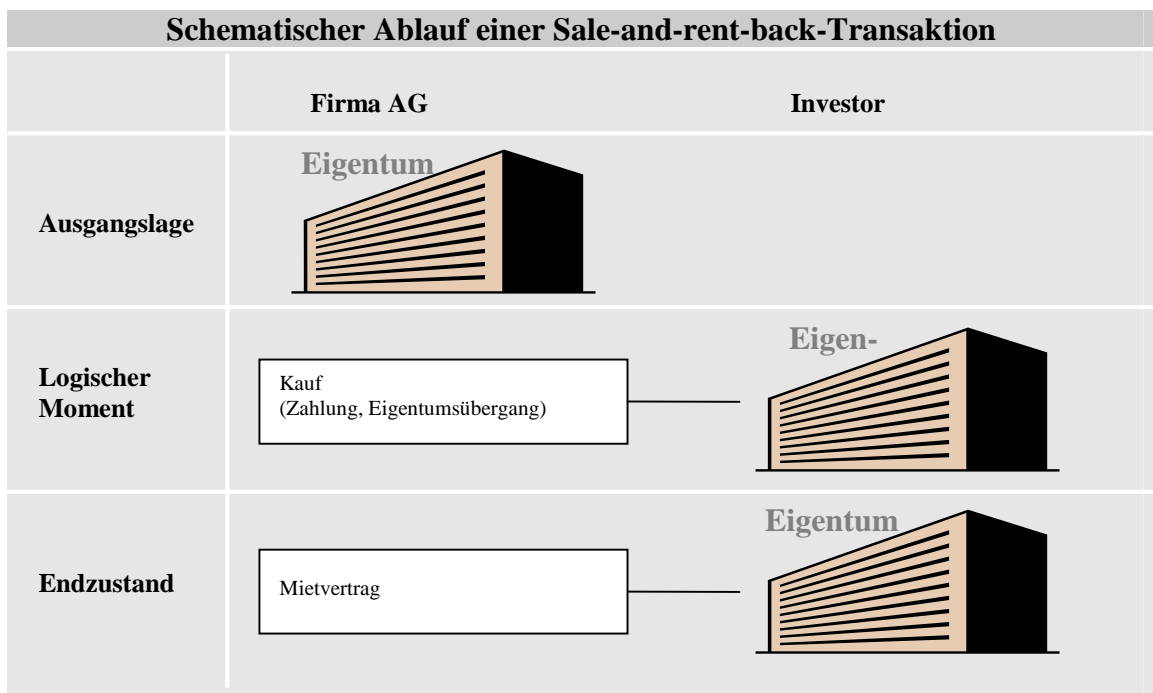


Abb. 2: Schematischer Ablauf einer Sale-and-rent-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.

Die Vorteile einer Sale-and-rent-back-Transaktion gegenüber einer Sale-and-lease-back-Transaktion liegen in der Flexibilität und in der Gewissheit, dass nach Ablauf des Leasings die Liegenschaft nicht zurückgekauft werden muss. Eine Erhöhung der Flexibilität und die Möglichkeit zur Verfolgung neuer Strategien sprechen ebenfalls für eine Sale-and-rent-back-Transaktion.³⁸

³⁵ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 141.

³⁶ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 141-142.

³⁷ Vgl. Hess, Immobilien-Leasing in der Schweiz, S. 130.

³⁸ Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 329.

Auch die Handhabung der internationalen Rechnungslegung lässt zwischen den einzelnen Systemen unterschiedliche Handhabungen zu.³⁹ Vielfach wird im täglichen Sprachgebrauch von Sale-and-lease-back gesprochen, aber nach der hier beschriebenen Definition handelt es sich um eine Sale-and-rent-back-Transaktion. In dieser Arbeit wird auf die in diesem Kapitel gemachte Definition für die Sale-and-rent-back-Transaktion abgestellt.

1.4 Hypothese

Das Kapitel 2.2 wird darstellen, dass in der Schweiz beträchtliche Immobilienwerte nicht dem Best Owner-Prinzip⁴⁰ unterstehen und z.T. einen grossen Teil eines Unternehmenswertes ausmachen. Kapitel 2.3 und 2.4 erläutern kurz die modernen Ansätze und Trends der heutigen risikogerechten Immobilien- und Firmenbewertungen. Dabei weisen Immobilienfirmen durchschnittlich ein tieferes Risiko/Rendite-Profil auf als andere Branchen. Basel II⁴¹ erhöht den Druck auf ein risikogerechtes Rating. Aufgrund von veränderten Rahmenbedingungen in der Wirtschaft haben sich Veränderungen beim Platzbedarf ergeben, und technologische Neuheiten fördern einen effizienteren Einsatz der Immobilie. Diese Kernaussagen lassen folgende Hypothese zu: Die gemischte Bewertung von zwei unterschiedlichen Branchen versteckt Mehrwerte. Das „Unternehmen Immobilie“ steht innerhalb eines Unternehmens selten direkt im Wettbewerb mit seinesgleichen oder den Kapitalmärkten und verbirgt somit Optimierungsmöglichkeiten. Die frei werdenden finanziellen Mittel aus dem Verkauf betrieblicher Immobilien fließen dem Unternehmen zu und ermöglichen Investitionen ins Kerngeschäft, das mit einer anderen Risikokomponente bewertet wird. Eine Fokussierung aufs Kerngeschäft setzt Ressourcen frei und setzt Zeichen für die Investoren. Mittels einer qualitativen Untersuchung soll aufgezeigt werden, wie diese verborgenen Potenziale durch eine Sale-and-rent-back-Transaktion aufgedeckt werden können und welche Faktoren dabei bestimmend sind.

³⁹ Vgl. Leibfried, Anstehende Revision der Leasing-Regelungen nach IFRS, S. 882.

⁴⁰ Grundgedanke dieses Managementansatzes ist die unterschiedliche Fähigkeit von Immobilieneigentümern, Wert aus bestimmten Immobiliengruppen zu schöpfen.

⁴¹ Der Bundesrat hat heute die neue Eigenmittelverordnung für Banken und Effektenhändler gutgeheissen und auf den 1. Januar 2007 in Kraft gesetzt. Mit der Verordnung wird die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht im Juni 2004 verabschiedete neue Eigenkapitalvereinbarung (Basel II) in nationales Recht umgesetzt. Basel II zielt auf eine vollständigere und differenziertere Erfassung der mannigfaltigen Risiken des Bankbetriebs und die daraus abgeleiteten Eigenkapitalanforderungen.

2 Untersuchungsbereich

Im Folgenden Kapitel wird der gewählte empirische Forschungsprozess begründet und Überlegungen zur Datensammlung beschrieben. Zur Begründung der aufgestellten Hypothese „Schaffung von Unternehmensmehrwert durch eine Sale-and-rent-back-Transaktion“ findet eine kurze geschichtliche Abriss zur Bedeutung der Immobilien und zu deren bisherigen Handhabung statt. Zur Unterstützung der Hypothese wird im Weiteren die Unternehmensbewertung im Überblick kurz erläutert.

2.1 Betriebsimmobilien – historischer Hintergrund

Jede Firma empfängt ihre Kunden und Besucher gerne in eigenen Räumlichkeiten. Architektur und Gebäude sind stets mit Emotionen und Traditionen verbunden. Besonders früher gehörte es zum Prestige, seine eigenen Immobilien zu erstellen. Gebäude galten als Markenzeichen und als Ausdruck von Stärke und Unabhängigkeit.⁴² Diese nostalgischen Gefühle spielen auch heute noch eine Rolle und sind ein wichtiger Grund dafür, warum Schweizer Unternehmen einen sehr hohen Bestand eigener Immobilien aufweisen. Imageverlust, der mit einer Trennung von den Immobilien einhergeht, mag einer der Hauptgründe sein, weshalb sich viele Unternehmen dem angelsächsischen Trend zur Miete entgegenstellen. Demgegenüber werden im angelsächsischen Raum zu hohe Immobilienbestände von den Aktionären eher als ineffizienter Kapitaleinsatz empfunden. Verkäufe von Beständen werden dort mit positiven Kursbewegungen honoriert.⁴³

Noch bis vor wenigen Jahren wurden betrieblich genutzte Immobilien wie Bürohäuser, Industriebauten und Gewerbeliegenschaften analog zu den Wohnliegenschaften von Banken und anderen Finanzierungsinstituten in dynamischer und grosszügiger Weise hypothetisiert. Bis Ende der 80er-Jahre galten 70 bis 80% des geschätzten Verkehrswerts als Belehnungsrichtlinie bei Betriebsliegenschaften. Betriebsinhaber erfreuten sich dieser Sachlage. So wurden bis Ende der 80er-Jahre viele KMU Eigentümer ihrer eigenen Geschäftsliegenschaft. Die in der Mitte der 90er-Jahre hereinbrechende Krise erschwerte vielen Unternehmen plötzlich die Finanzierung der Hypotheken. Diese wurden zu Problemfällen bei den Banken und bewirkten eine viel strengere Kreditvergabe-politik. Weiter führte der Zusammenschluss verschiedener Finanzierungsinstitute bei

⁴² Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 19.

⁴³ Pfnür/Armonat, Desinvestment von Unternehmensimmobilien, S. 39.

schlechter Bonität des Kreditnehmers in Einzelfällen zu Limitenkürzungen und damit zur Begrenzung des finanziellen Spielraums. Was in den goldenen 80er-Jahren finanzierungsmässig übertrieben wurde, wurde durch eine vorsichtigeren Kreditpolitik der Banken Anfang der 90er-Jahre korrigiert.⁴⁴

Die fortschreitende Globalisierung, der Wettbewerbs- und Innovationsdruck sowie der Wunsch nach Flexibilität und Professionalität machen zuletzt auch nicht vor den betriebseigenen Immobilien halt. Der Status der Immobilie als unveränderliches, statisches Gebilde liess sich nicht mehr aufrechterhalten. Über die wirklichen Kosten waren meist nur spärliche Informationen vorhanden. Nach und nach kam die Erkenntnis auf, dass auch die Immobilien einen Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit leisten können und dass eine Anpassung der Unternehmens- an die Immobilienstrategie Vorteile bringt.⁴⁵ Bei den meisten Unternehmen figurieren betrieblich genutzte Immobilien in der Bilanz mit einem fiktiven Buchwert, der oft deutlich unter dem Verkehrswert liegt.⁴⁶ Die Änderung der Bilanzierungsvorschriften nach den grossen Bilanzskandalen und die neuen Vorschriften für die Finanzierung durch Basel II haben hier zu Veränderungen geführt.⁴⁷

Unternehmen, die sich im Bereich der sich rasch ändernden Technologien bewegen, werden den Produktionsfaktor Immobilie in schnelleren Zyklen anpassen müssen als solche, die mit weniger Entwicklungsschüben konfrontiert sind. Als Beispiel kann der Flächenbedarf eines Rechenzentrums dienen, der sich aufgrund der technischen Entwicklung in den letzten zehn Jahren beträchtlich reduziert hat. Auch neue und mobile Konzepte im Arbeitsplatzbereich führen durch geänderte Kommunikations- und Informationstechnologien zu einer starken Verringerung des Flächenbedarfs.⁴⁸ Weit vorausschauende Planungen zur Verfügungsstellung und Beschaffung der Einrichtung sind heute nicht mehr möglich und infolge des schnellen Wandels der wirtschaftlichen Zyklen und Anforderungen auch nicht mehr sinnvoll.

Immobilien gewinnen auch als Anlageklasse wieder vermehrt Beachtung. Viele Investoren drängen – nicht zuletzt durch den Aufbau von neuen Immobilien-Anlagevehikeln –

⁴⁴ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement S. 143f, Schulte, Immobilienökonomie, S. 581.

⁴⁵ Vgl. Zulliger, TA, 11.06.2001.

⁴⁶ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 16-17.

⁴⁷ Vgl. Schulte, Immobilienökonomie, S. 550f.

⁴⁸ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 20.

auf den Markt und benötigen geeignete Anlageobjekte.⁴⁹ Das Shareholder-Value Konzept, der Corporate Real Estate Management Ansatz (CREM), die Zwänge des internationalen Kapitalmarktes, die neuen Anlagefondsgesetze in der Schweiz und der wirtschaftliche Druck zur Optimierung ziehen weitere Veränderungen nach sich.⁵⁰

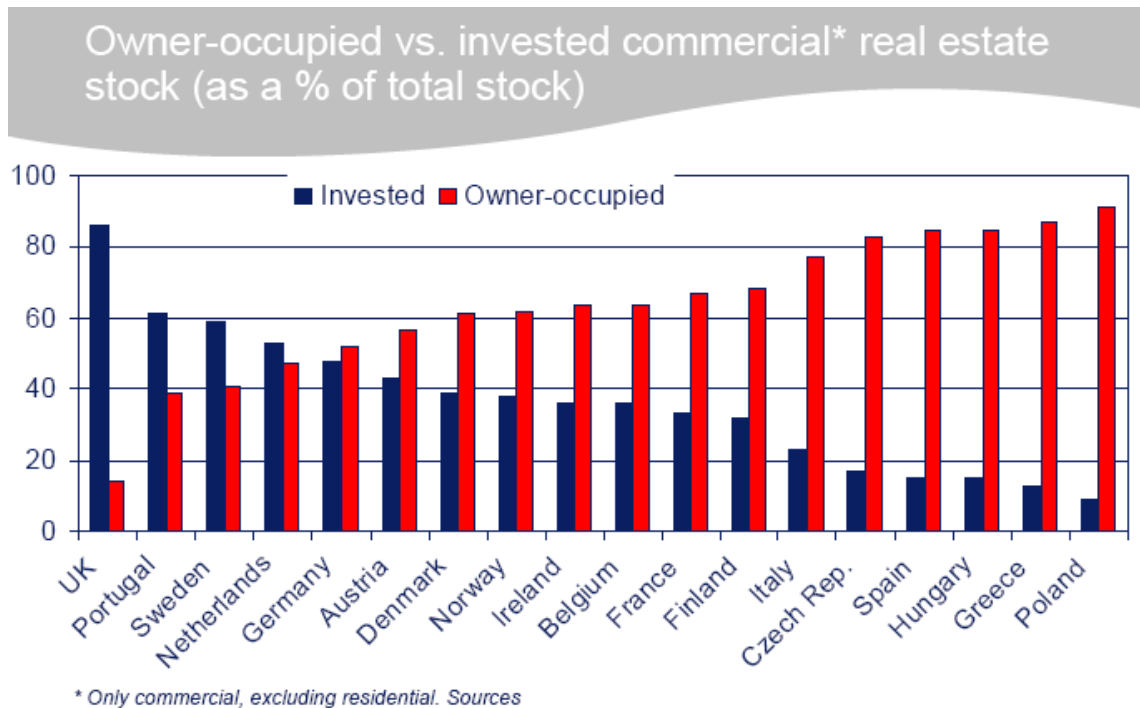


Abb. 3: Eigentümerstruktur Geschäftsliegenschaften. Quelle: DTZ 2007 & Aberdeen Property Investors, Investment Strategy.

Wüest & Partner schätzt, dass in der Schweiz sich ca. 70% der Liegenschaften im Eigentum der Benutzer befinden.⁵¹ Die Zahlen in Abb. 3 zum Vergleich zeigen die Eigentümerstruktur in 18 europäischen Ländern auf. Die Trends in der Schweiz deuten vermehrt in Richtung Miete statt Eigentum. Vorreiter waren hier u.a. die UBS, Swisscom und ABB, die Sale-and-rent-back-Transaktionen aus Finanzierungs- und Restrukturierungsüberlegungen heraus durchführten.⁵² Die positiven Preisentwicklungen für Geschäftsliegenschaften und die günstigeren Refinanzierungskosten stellen weitere positive Rahmenbedingungen.⁵³

⁴⁹ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 38-39.

⁵⁰ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 159; Schulte, Grundlagen des Immobilien-Banking, S. 205.

⁵¹ Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004.

⁵² Jones Lang LaSalle weist die Besitzverhältnisse in ihrem Report „European Real Estate Ownership Structures“ Amerika bei 24% und in Europa bei 67% aus.

⁵³ Vgl. Vetterli, TA, 6.2.07.

2.2 Immobilien als Wirtschaftsfaktor

Das Betriebskapital, das in der Schweiz in Immobilien gebunden ist, beläuft sich nach Schätzungen von Wüest & Partner auf ca. 350 Mia. Fr. (vgl. Abb. 4). Am Substanzwert vieler Firmen – speziell im Industriesektor – hält der Immobilienwert einen massgeblichen Anteil.⁵⁴ Da rund 70% der Immobilien selbst genutzt werden, befinden sich rund 245 Mia. Fr. Immobilienwerte in der Hand von Unternehmen, die Potenzial für Sale-and-rent-back-Transaktionen aufweisen. Allein der Büroflächenmarkt, der eine hohe Drittverwendungsfähigkeit hat, befindet sich zu gut zwei Dritteln im Besitz der Nutzer und verfügt demzufolge über ein mögliches Potenzial von ca. 105 Mia. Fr. Kapital, das im Betrieb mehr abwerfen könnte. In Anbetracht des hohen Anteils an selbst genutzten Immobilien sind die Potenziale zum Outsourcing noch sehr gross. Die begonnene Überprüfung der Eigentümerstrategien bzgl. Liquidität, Rentabilität und Risiko dürften noch langen nicht abgeschlossen sein. Schätzt man das Auslagerungspotenzial in den kommenden Jahren auf rund 10% des selbst genutzten Büroflächenbestandes, so stehen rund 10 Mia. Fr. zur Neufinanzierung an.⁵⁵

Geschäftsflächen in der Schweiz

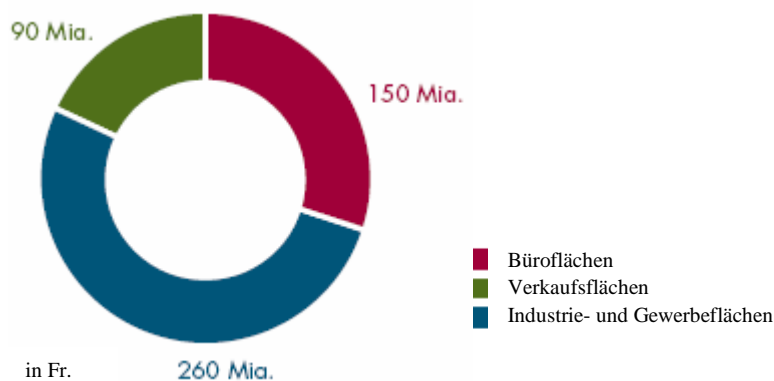


Abb. 4: Geschäftsflächen Schweiz Marktwerte in Mia. Fr. Quelle: Wüest und Partner.

Durch die Internationalisierung und neue Vorschriften in der Rechnungslegung lagern viele Firmen einen Teil ihrer Immobilien aus und reinvestieren das Kapital ins Kerngeschäft mit einer höheren Verzinsung.⁵⁶ Die Ausrichtung auf eine kapitalmarktorientierte Unternehmensführung stösst im Bereich der betriebseigenen Immobilienanlagen auf ein

⁵⁴ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 33.

⁵⁵ Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004.

⁵⁶ Vgl. Schulte, Immobilienökonomie, S. 183.

breites Fundament und stellt mit den zugrunde liegenden Werten eine Schaffung von erheblichem Mehrwert dar. Im Hinblick auf eine langfristige strategische Unternehmensführung stehen die Immobilien mit ihrer Immobilität einer Flexibilisierung und einer schnellen Marktreaktion im Wege.

2.3 Tendenzen in der Bewertung und Finanzierung von Immobilien

Immobilien haben als Investitionsklasse in der letzten Zeit stark an Attraktivität gewonnen.⁵⁷ Hand in Hand mit dieser Tendenz hat sich auch die Betrachtung der Immobilie als reiner Produktionsfaktor oder als steuerliches Abschreibungsobjekt geändert. Organisationen wie RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) verlangen neue Standards der Bewertung. Corporate Governance Ansätze fordern eine risikogerechte Behandlung der Immobilien und Transparenz bei der Entscheidungsfindung. Geänderte Bilanzierungsregeln für börsenkotierte Konzerne, die auf dem „True-and-fair-value-Ansatz“ basieren, fördern den bewussten Umgang mit den Immobilien und erhöhen ihren Stellenwert.⁵⁸ Durch die jährliche Bewertung und deren mögliche Wertänderung haben Immobilien einen hohen Einfluss auf das Gesamtergebnis einer Unternehmung bekommen und bedürfen der Erklärung. Einen Einfluss haben ebenfalls die geänderten Bewertungsmethoden für Investitionsimmobilien. Durch die DCF-Methode können Wertänderungen in regelmässigen Perioden erfasst werden.⁵⁹ Die Kapitalisierung der Mieterträge wird dabei nach Risikoabwägungen individuell festgelegt.⁶⁰

Bei der Kreditvergabe für Gewerbeliegenschaften durch Banken ist nicht mehr der Substanzwert oder der Neubauwert relevant, sondern die Verschuldungskapazität (Debt capacity) gibt der Bank Auskunft darüber, bis zu welcher Höhe sich der Kunde verschulden kann.⁶¹ Die erzielbaren Liegenschaftserträge nachhaltiger Natur oder die Ertragskraft der Unternehmen bei einer Selbstnutzung der Liegenschaften dienen als Massstäbe für eine Fremdfinanzierung der Banken.⁶² Auch die Zeiten amortisationsfreier Kreditgewährung für Betriebsliegenschaften sind vorbei.⁶³

⁵⁷ Vgl. DiRocco, Emerging Trends in Real Estate Europe 2007, PricewaterhouseCoopers, March 2007, S. 9.

⁵⁸ Vgl. Dildei, Leitsätze zur Immobilienbewertung, S. 28; Schulte, Immobilienökonomie, S. 523.

⁵⁹ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 112; Tim/Goedhart/Wessel, Valuation, S. 101.

⁶⁰ Vgl. Fierz, Schweizer Immobilienwert, S. 104 ff; Schalcher, Immobilienmanagement, S. 113.

⁶¹ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 146-154.

⁶² Vgl. Previdoli, HandelsZeitung.

⁶³ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 155.

Seit die Banken durch die Einführung der Basler Eigenkapitalvereinbarung gezwungen sind, eine differenzierte und transparente Einstufung ihrer Kreditrisiken zu vollziehen. Die Bonität der Kredite und dadurch auch der Kunden hat einen unmittelbaren Einfluss auf das Rating der Bank und ist daher entscheidend für die Höhe der ihrer Kapitalbeschaffungskosten: schlechte Kredite bedeuten höhere Kosten für die Kapitalbeschaffung. Die Unternehmen werden deshalb in Zukunft der Bewertung ihrer Liegenschaften eine höhere Bedeutung beimessen, müssen da die Banken ihre Kreditrisiken tief halten wollen.⁶⁴

2.4 Firmenbewertungen durch die Rendite-Risiko-Betrachtung

In der modernen Finanztheorie werden Investitionen durch eine Risiko-Rendite-Betrachtung beurteilt. Wer ein höheres Risiko eingeht, soll von einem höheren Ertrag profitieren können.⁶⁵ Investitionen in Immobilien weisen meist nicht die Renditen des Kerngeschäftsfeldes eines Unternehmens auf und haben einen negativen Einfluss auf die Gesamtrendite. Daneben liegen die gewichteten Kapitalkosten der Unternehmen häufig über der Rendite des Immobilienbestandes – insbesondere für Unternehmen, die am Kapitalmarkt agieren und sich am Shareholder Value orientieren.⁶⁶ Ein Teil des Kapitals ist somit nicht nur an eine relativ geringe Rendite gebunden – es ist zudem auch noch illiquid.⁶⁷

Die in Liegenschaften gebundenen Werte machen z.T. einen grösseren Anteil des Firmenwertes aus und binden in relativ grossem Umfang Kapital, das auf die durchschnittliche Rentabilität drückt. Liegenschaften als Anlageobjekte bringen eine Bruttorendite zwischen 4% bis 9% ein. Das ist wesentlich weniger als die meisten Unternehmen in ihrem Kerngeschäft erwirtschaften.⁶⁸

⁶⁴ Vgl. Rindlisbacher/Bernet/Gügler, NZZ 03.07.2001; Schalcher, Immobilienmanagement, S. 159; Schulte, Grundlagen des Immobilien-Banking, S. 56; Pitschke/Bone-Winkel, Handlungsoption für Developer und Banken vor dem Hintergrund der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung, S. 37.

⁶⁵ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 53.

⁶⁶ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 159; Schulte, Grundlagen des Immobilien-Banking, S. 219; Rindlisbacher/Bernet/Gügler, NZZ 03.07.2001, S. 67.

⁶⁷ Wainwright, Off balance sheet property ownership structures, S. 330.

⁶⁸ Schulte, Handbuch Immobilien-Banking, S. 94f: 5%-7% bezogen auf eingesetztes Eigenkapital. Tages-Anzeiger, 11.06.2001, Seite Z15: durchschnittlich 6%. Schalcher Immobilienmanagement, S. 118: 4% bis 9%.

Tendenziell verschlechtern Immobilien darüber hinaus die Eigenkapitalrendite eines Unternehmens. Die rechtlichen Bilanzierungsvorschriften sind im Bereich betriebseigener Immobilien eher rudimentär gestaltet und bieten zur Wertbestimmung der Liegenschaften einen relativ grossen Spielraum. In einem Umfang, wie er in kaum einem anderen Bereich besteht, können Reserven gebildet oder aufgelöst werden.⁶⁹

	Bewertung der Unternehmung ohne Immobilienanteil	Auswirkung auf Bewertung
Szenario 1	Kapitalisierungssatz über dem bisherigen durchschnittlichen Satz	Positive Auswirkung durch risikogerechte Kapitalisierungssätze
Szenario 2	Kapitalisierungssatz beider Einheiten gleich	Keine Auswirkung
Szenario 3	Kapitalisierungssatz der Unternehmung tiefer als durchschnittliche Satz	Negative Auswirkung auf die Bewertung der Unternehmung - die Immobilie unterstützt das Kerngeschäft

Abb. 5: Szenarien für die Entwicklung des Unternehmenswertes nach einer Abspaltung des Immobilienanteils. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Liebler, S. 36.

Eine Trennung der zwei Einheiten Unternehmen und Immobilie hat im Sinne der Schaffung eines Mehrwertes unter der Betrachtung der Bewertung der Geldströme nur unter der Situation 1 (dargestellt in Abb. 5) Sinn. Bei Situation 2 werden keine Auswirkungen spürbar, und bei Situation 3 wird sogar ein negativer Effekt eintreten.

Eine Immobilie mit guter Drittverwendungsfähigkeit stellt einen sicheren zukünftigen Zahlungsstrom sicher und unterliegt somit nicht den gleichen Risikozuschlägen wie eine Industrie- oder Dienstleistungsunternehmung. Dies ermöglicht bei einer DCF-Bewertung einen längeren und besser prognostizierbaren Horizont.

2.5 Vorgehen und Datensammlung

Aufgrund der selten getätigten Sale-and-rent-back-Transaktionen und der Tatsache, dass viele Verantwortliche die Firmen inzwischen verlassen haben, hat sich für die Befra-

⁶⁹ Vgl. Rindlisbacher/Bernet/Gügler, NZZ, 03.07.2001, S. 67.

gung eine systematische Versendung von Fragebögen zur Datenerhebung nicht als zweckmässiges Mittel erwiesen. Um den aktuellen Stand und die gemachten Erfahrungen zu erfassen, wurde aus dem Methodenspektrum der empirischen Sozialforschung daher die Methode des Experteninterviews ausgewählt. Diese Vorgehensweise ist in Abb. 6 dargestellt. Einerseits wurden Personen befragt, die als Verkäufer von Objekten auftraten, andererseits Investoren, die in betreffende Objekte investiert haben sowie Experten, die als Unternehmensberater in solche Transaktionen involviert waren.

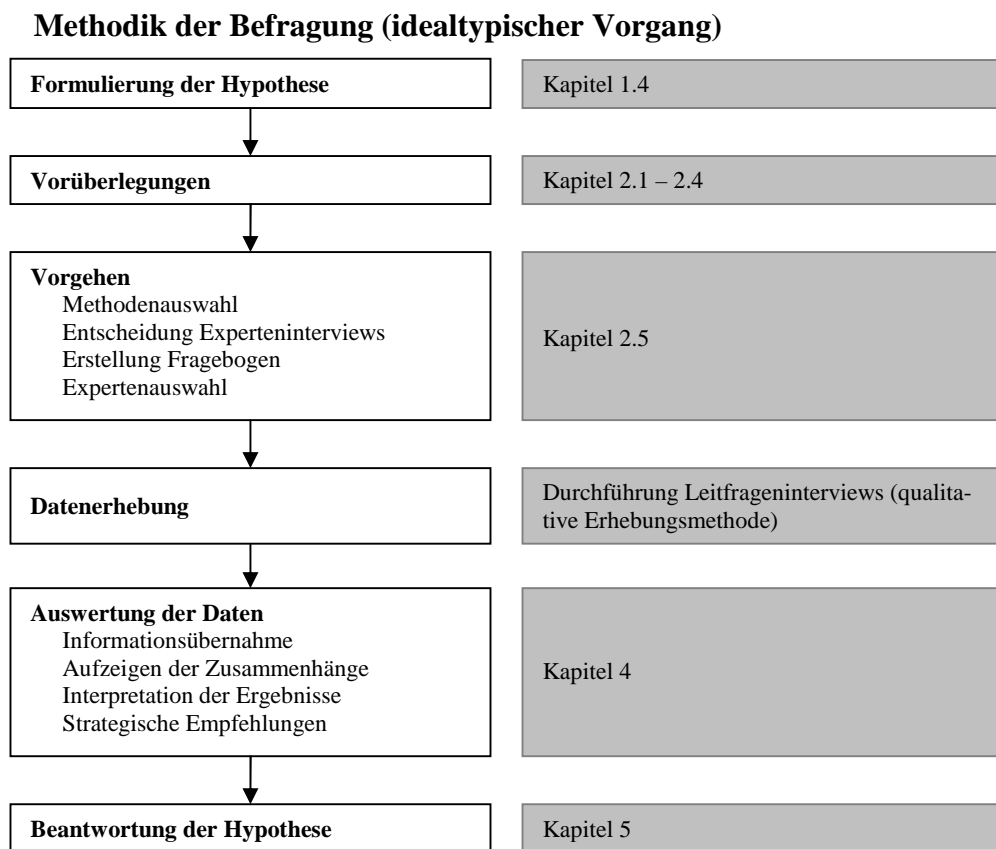


Abb. 6: Methodik der Befragung. Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Gläser/Laudel S. 32.

Die fallbasierte Untersuchungsstrategie soll ermöglichen, die gesamte Komplexität einer solchen Transaktion, die Kausalzusammenhänge von Funktions- und Lebensbereichen aufzudecken. Die Fallanalysen helfen entscheidend bei der Suche nach relevanten Einflussfaktoren und bei der Interpretation von Zusammenhängen. Während des gesamten Prozesses der Analyse soll der Rückgriff auf den Fall seine Ganzheit und Komplexität erhalten, um so zu genaueren Ergebnissen zu gelangen.⁷⁰

⁷⁰ Vgl. Mayring, Qualitative Sozialforschung, S. 42-44.

Formulierung und Analyse des Problems standen am Anfang; daraus wurden zentrale Aspekte für den Interviewleitfaden abgeleitet. Er enthält die einzelnen Thematiken des Gesprächs in einer zweckmässigen Reihenfolge und macht z.T. Antwortvorschläge. Im Rahmen problemzentrierten Interviews wurden die Befragten möglichst frei zu Wort gelassen, um einem offenen Gespräch möglichst nahe zu kommen. Dafür wurde der beigelegte Interviewleitfaden zusammengestellt und im Gesprächsverlauf soweit wie möglich befolgt.⁷¹

Die Aufbereitung des Interviewleitfadens erfolgte mittels Protokoll und Kommentierung. Durch eine systematische und zusammenfassende Inhaltsanalyse wurde das Allgemeinniveau des Materials vereinheitlicht und schrittweise höher gesetzt. Die Einordnung der Fälle in einen grösseren Zusammenhang war der nächste Schritt.⁷² Mit den Ergebnissen der Fragen sollte überprüft werden, ob die in der Aufgabenstellung aufgestellten Hypothesen erhärtet werden können. Aufgrund der gewählten Methode und der Anzahl der geführten Interviews waren widersprüchliche Aussagen zu erwarten. Die Bewertung der erhaltenen Information kann durch eine freie Interpretation (vgl. Abb. 7) der Ergebnisse erfolgen. Eine qualitative Inhaltsanalyse wird der Anforderung der Studie allerdings am ehesten gerecht.⁷³ Die Herauslösung wesentlicher Informationen aus dem Text stellt hierbei die eigentliche Arbeit dar.

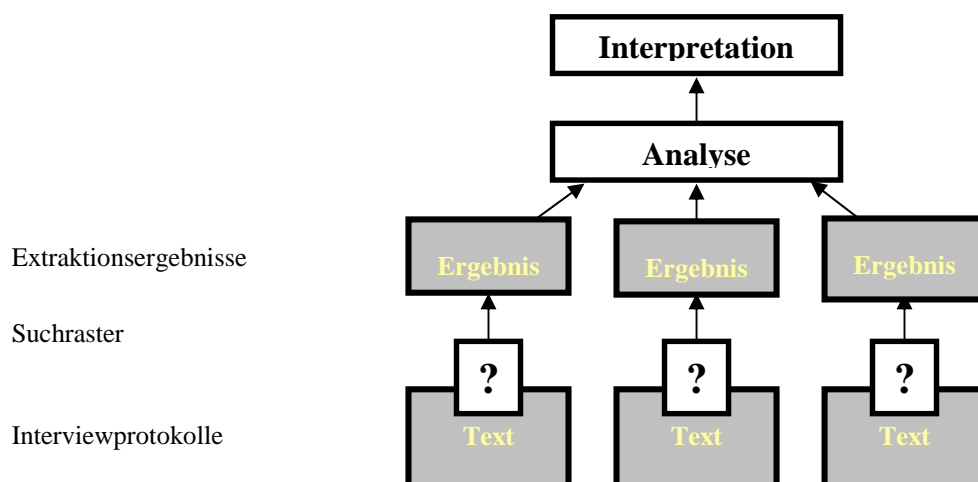


Abb. 7: Die Auswertungsmethode der qualifizierten Inhaltsanalyse. Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Gläser/Laudel (2006).

⁷¹ Anhang Interviewleitfaden.

⁷² Vgl. Mayring, Qualitative Sozialforschung, S. 95.

⁷³ Vgl. Gläser/Laudel, S. 41-44.

Aufgrund der Anzahl der durchgeführten Interviews sind statistisch keine fundierten Aussagen möglich, sollen aber Tendenzen aufzeigen. In Anbetracht des explorativen Ziels der Befragung und der Breite des Untersuchungsfeldes erscheint dieser Umstand zwar bedauerlich, soll aber nicht davon abhalten, aus den Befragungen subjektive Erfahrungen und Erkenntnisse zur Untermauerung der Hypothese zu gewinnen.

Die Interviews wurden vor Ort oder telefonisch und vertraulich geführt. Aufgrund der je nach Interviewpartner unterschiedlichen Blickrichtungen und Einzelinteressen, wurden die Interviewfragen angepasst. Für die Qualität der Untersuchungsergebnisse war im Wesentlichen die Auswahl der Interviewpartner massgebend. Daher wurden nur Interviewpartner ausgewählt, die bereits aktiv in Transaktionen mitgewirkt hatten.

Der Interviewleitfaden wurde in folgende Hauptschwerpunkte eingeteilt:

- Fragen zur Ausgangssituation
- Rechtliche Aspekte
- Finanzielle Aspekte
- Strategische Aspekte
- Generelle Aspekte zum Ablauf der Transaktion

3 Empirische Ergebnisse

Das Kapitel 3 dokumentiert und fasst die erhaltenen Ergebnisse der durchgeführten Interviews zusammen. Von 22 angefragten Personen erklärten sich 10 bereit, für ein Interview zur Verfügung zu stehen. Von den zehn Personen haben sechs als Verkäufer, drei als Investoren und eine als Berater bei Sale-and-rent-back-Transaktionen mitgewirkt. Bei einem Interview waren zwei Personen anwesend. Die Gründe für Absagen eines Interviews waren auf Seiten der u.a. der Zeitfaktor, Vertraulichkeitsaspekte, die Tatsache, dass mit der Transaktion vertraute Personen das Unternehmen mittlerweile verlassen hatten oder Kotierungsvorschriften von Börsen.

Alle im Kapitel 3 aufgeführten Erkenntnisse und Erfahrungen sind ausschliesslich aus der Auswertung der geführten Interviews hervorgegangen. Die Aussagen wurden ano-

nymisiert, da es sich z.T um vertrauliche Geschäfte handelte. Die Abbildungen sollen Tendenzen in den Sale-and-rent-back-Transaktionen veranschaulichen.

3.1 Ausgangssituation

Der erste Abschnitt des Interviewleitfadens beinhaltet Fragen zur Ist-Situation bei den Unternehmen und den bisherigen Stellenwert der Immobilie im Unternehmen.

Als Einleitung und zur Förderung des Verständnisses wurde den als Verkäufer auftretenden Interviewpartnern vorab die Frage vorgelegt, wie die Immobilien in ihren Besitz gelangt waren. Die Antworten zeigten, dass sie entweder durch Akquisitionen von Unternehmen automatisch in den Besitz gelangt waren oder die wirtschaftliche Hochstimmung in den 60er- und 70er-Jahren es erlaubt hatte, Investition in Immobilien zu tätigen. Die Investitionen waren aber selten betriebswirtschaftlichen Überlegungen gefolgt bzw. waren bei Übernahmen im „Rucksack“ mit drin.

1.01 Welchem Bereich innerhalb der Firma waren die Immobilien zugeteilt?

Die Antworten auf diese Frage lieferten ein unterschiedliches Bild. Die Immobilien und deren Betreuung werden häufig vernachlässigt. Die Unternehmensgrösse spielte eine entscheidende Rolle. Die Bandbreite reichte von professioneller Verwaltung und Betreuung bei grösseren Firmen bis hin zu fehlender Betreuung bei kleineren Unternehmen. Organisatorisch waren die Immobilien meist den Finanzen zugeteilt, wurden aber auch als „Exoten“ dem Supply Chain Management oder zusammen mit dem Rechts- und Personalbereich dem Corporate Service Bereich angegliedert. Vielfach betrachtete man sie als lästiges „Anhängsel“ oder „notwendiges Übel“ und behandelte sie entsprechend stiefmütterlich. Als Folge davon fehlte die betriebswirtschaftliche Komponente. Genaue Daten und Kosten waren kaum vorhanden. Es fehlte an spezifischem Immobilienwissen.

1.02 Wurde ein aktives Corporate Real Estate Management bezüglich Strategie, Investitionen und Flächenmanagement betrieben?

1.03 Gab es eine Immobilienstrategie und wenn ja, stimmte diese mit der Unternehmensstrategie überein?

Bei den Firmen ohne eigene Immobilienabteilung fand kein aktives Corporate Real Estate Management statt. Investitionen wurden je nach Bedarf und Möglichkeiten ausgelöst. Ein aktives Flächenmanagement, ein Benchmarking oder eine Überprüfung der Immobilienstrategie konnten nicht ausgemacht werden. Fehlendes Interesse und ein Mangel an spezifischem Wissen liessen die Immobilien eine Sonderstellung einnehmen. So nach dem Motto: Bitte nicht berühren! Vieles sah man als gegeben an und wurde nicht hinterfragt. Unwissen über die tatsächlichen Kosten und fehlende Zuweisung der Verantwortung übten keinen Druck auf die Verantwortlichen aus. Folgen der fehlenden Fokussierung waren unter anderem Mietverträge mit Formfehlern, mangelndes Inkassomanagement oder das Versäumen der jährlichen Mietpreisanpassung.

Das Vorhandensein eines aktiven CREM bei den grösseren Unternehmen führte zur Anpassung der Immobilienstrategie an die Unternehmensstrategie. Das Vorhandensein einer eigenen Immobilienabteilung alleine aber lieferte dafür noch keine Gewähr. Eine Firma, die eine über lange Zeit gewachsene Struktur aufwies, verfügte z.B. über ein statisches Immobilienmanagement, was dazu führte, dass die Immobilien zunehmend als Last angesehen wurden. Notwendige Investitionen in Modernisierung oder in Umnutzung konnten nicht getätigt werden, da sie vom Management nicht als Investition ins Kerngeschäft angesehen wurden und niemand deren Nutzen ermessen konnte.

Bei kleineren Firmen fehlten oft die notwendigen finanziellen Mittel und Interessen, Immobilienwissen aufzubauen und ein professionelles Immobilien-Management zu betreiben. Das führte u.a. dazu, dass man glücklich war, wenn ein positiver Jahresabschluss erreicht wurde – egal welcher Bereich - ob Immobilien oder Produktion - den positiven Beitrag leistete.

1.04 Wer machte das technische und kaufmännische Facility Management?

Es zeigte sich, dass in der Mehrheit der befragten Firmen immobilienpezifische Kennzahlen und Daten Mangelware darstellten, obwohl das kaufmännische Facility Management bei allen Firmen intern durchgeführt wurde. Für das technische Facility Management wurden häufig intern Kapazitäten zur Verfügung gestellt. Eine klare Kostenausweisung war nur in Bereichen vorhanden, die direkt über externe Partner abgedeckt und dadurch in Rechnung gestellt wurden.

1.05 Handelt es sich bei Ihrem Bestand um Spezialimmobilien?

Grösstenteils handelte es sich bei den im Eigentum gehaltenen Immobilien nicht um Spezialimmobilien (vgl. Abb. 8). Das Interesse der Investoren liegt vor allem bei Objekten, die eine hohe Drittverwendungsfähigkeit⁷⁴ aufweisen. Eine hohe Drittverwendung ist vor allem bei Büro-, Gewerbe oder Detailhandelsimmobilien gegeben, da hier die Anzahl der möglichen Nutzer sehr gross ist. Dies spricht für eine erleichterte Wiedervermietung nach Ablauf der ursprünglichen Verträge und dient somit der Risikominimierung der Wiedervermietung.

Eine eingeschränkte Nutzung oder Standortnachteile mussten über höhere Risikozuschläge und Renditeanforderung abgegolten oder durch die Hinterlegung von Sicherheiten gewährleistet werden. Bei den Verkäufern wiesen Spezialimmobilien meist einen strategischen Status auf, galten daher als betriebsnotwendig und standen nicht zum Verkauf.

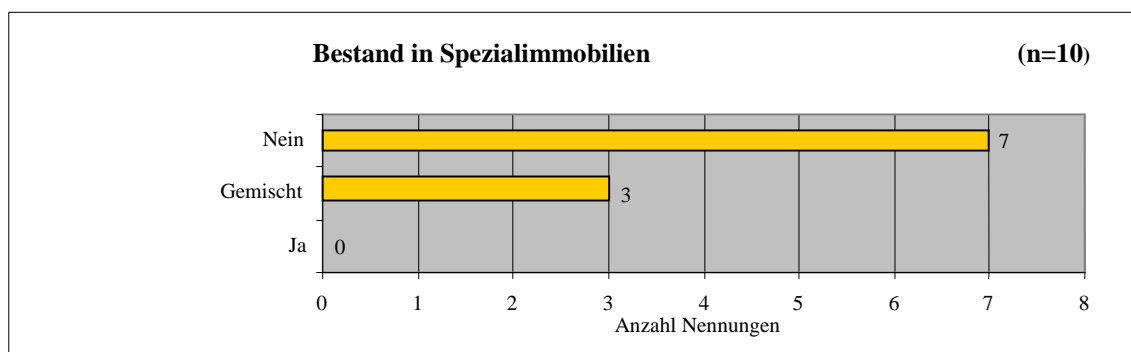


Abb. 8: Vom Käufer gehaltene Art der Immobilien. Quelle: Eigene Darstellung.

1.06 Unterliegt Ihr Flächenbedarf grossen Schwankungen (mehr als 10%)?

Uneinheitlich sah das Bild bei den erhaltenen Informationen über einen flexiblen Flächenbedarf aus. Bei den grösseren Unternehmen wies der Flächenbedarf Schwankungen von über 10% auf, hauptsächlich ausgelöst durch technologischen Wandel, Konzentration der Standorte oder Straffung der Organisationsabläufe. Diese Schwankungen waren bekannt, und es wurde bewusst mit ihnen umgegangen. Bei jenen, die in Bezug auf Immobilien einen eher statischen Standpunkt pflegten, wurde das Problem Schwankungen

⁷⁴ Kapitel 3.4 Strategische Faktoren – Frage 4.10 Definition Drittverwendungsfähigkeit.

beim Flächenbedarf als gegeben angesehen und führte nicht zu einer bewussten Betrachtungsweise. Vielfach waren für zusätzlichen Bedarf Reserveflächen vorhanden. Falls weniger Platz benötigt wurde, blieb mehr Raum für die restlichen Bedürfnisse. Im Zusammenhang mit den Verkaufsabsichten kam der Aspekt der Flächenflexibilität und den wirklichen Platzbedürfnissen auf.

1.07 Sah man den Nutzen der Immobilienanlage eher als Wert oder als Produktionsfaktor?

In den meisten Fällen wurde die Immobilie primär als Produktions- und nicht als Wertanlage wahrgenommen. In Boomjahren betrachtete man Landreserven als Opportunität für die Zukunft. Man rechnete mit einem weiteren unaufhaltsamen Wachstum und wollte gerüstet sein für zu erwartende Expansionen. Diese Perspektive der Betrachtung konnte sich aber durch Notlagen kurzfristig ändern. Geriet ein Betrieb in Schwierigkeiten und wollte man sich durch eine Belehnung finanziellen Spielraum verschaffen, wurden Immobilien verkauft. Vielfach war eine Optik der Wertorientierung auf Grund fehlender Daten gar nicht möglich und hing auch stark von personellen Konstellationen bzw. persönlichen Interessen des Managements ab. Durch die Ausdehnung des Siedlungsraumes in den städtischen Agglomerationen stand eine gemischt genutzte Liegenschaft an bevorzugter Lage und wies durch diese Entwicklung ein erhebliches Steigerungspotenzial durch eine Umnutzung auf. Doch es wurde einfach weiter gearbeitet wie bisher, denn niemand hatte den Mut, aus der bestehenden Situation auszubrechen.

1.08 Haben beim Verkauf Überlegungen betreffend Umwelt-, Wirtschafts-, Gesundheits- oder Arbeitsgesetz eine Rolle gespielt?

Bei den Antworten konnte nicht festgestellt werden, dass gesetzliche Gesichtspunkte einen Einfluss auf die Entscheidung hatten eine Sale-and-rent-back-Transaktion durchzuführen. Die Transaktionen lösten im Vorfeld eines möglichen Verkaufes verschiedene Abklärungen gesetzlicher Natur aus. Sie betrafen in jedem Fall die Altlasten-Thematik. Weiter wurden Abklärungen bezüglich der Lex Koller sowie möglichen Zonenbereinigungen vorgenommen.

1.09 Sind die gesamten Immobilienkosten in den Unternehmen bekannt?

Das Wissen über die tatsächlichen Immobilienkosten ist breit gefächert. Kostentransparenz herrschte bei den Unternehmen mit einem aktiven CREM, die über die notwendigen Hilfsmittel und personelle Infrastruktur verfügten. Bei den anderen Unternehmen öffnet sich in Bezug auf das Wissen über tatsächliche Immobilienkosten vielfach „ein schwarzes Loch“. Man begnügte sich mit einem „Kostengefühl“. Oft fehlten die Grundlagen, wie Kosten berechnet werden sollten. Eine genaue Zuweisung der Belastungen auf einzelne Abteilungen und eine benutzergerechte Verrechnung fehlten. Dies hatte bei Untervermietungen oft die Folge, dass die Nebenkosten nicht klar auf die Mieter abgewälzt werden konnten und man einen ungefähren Mischpreis (meist zum Vorteil des Mieters) vereinbarte.

3.2 Rechtliche Faktoren

Bei der Abklärung der rechtlichen Faktoren ging es darum herauszufinden, welche Rahmenbedingungen es zu beachten gilt und wo problematische Punkte vorliegen. Nicht im Fokus standen einzelne inhaltliche Feinheiten und Details, deren Erarbeitung meist in den Händen der jeweiligen Spezialisten lag.

2.01 Welche Verträge wurden abgeschlossen?

Grundvoraussetzung zum Abschluss einer Sale-and-rent-back-Transaktion ist der gleichzeitige Abschluss eines Kauf- und Mietvertrages. Ein solcher Vertragsabschluss war auch bei jeder untersuchten Transaktion vorhanden. Als Mietvertrag wird dabei von Investorensseite ein sogenannter Triple-net-Vertrag⁷⁵ bevorzugt, der seine Renditeberechnungen erleichtert. Die Dauer der abgeschlossenen Verträge richtete sich nach den strategischen Überlegungen der Mieter und betrug maximal 15 Jahre. Eine weitere Flexibilisierung erfolgte über die Einräumung von Verlängerungsoptionen. Zu beachten galt es hierbei, dass die Vertragsdauer nicht mehr als zwei Drittel der Restlebensdauer des Gebäudes betrug, da der Mietvertrag ansonsten als Operational Lease (nach IFRS-

⁷⁵ Triple-net-Vertrag: Eine besondere Vereinbarung im Rahmen von Mietverträgen. Der Mieter einer Immobilie verpflichtet sich neben der Pachtzinsleistung auch zur Übernahme aller mit dem Objekt verbundenen Nebenkosten (Reparatur- und Instandhaltungsaufwendungen einschließlich der Aufwendungen an "Dach und Fach").

Vorschriften) klassifiziert worden wäre. Den individuellen Bedürfnissen folgend kamen weitere Abmachungen hinzu: der Abschluss: Abschluss von Dienstleistungsverträgen mit dem neuen Besitzer oder Übernahme bereits vorhandener Verträge durch den Käufer, Gutachten über zukünftig anfallende Instandhaltungs- und Instandsetzungskosten, Altlastenvereinbarungen, Transaktionsvereinbarungen, Grundpfandverträge oder Bewirtschaftungsverträge.

2.02 Gab es rechtliche Knackpunkte bei der Abwicklung der Transaktion?

Die Ergebnisse zeigen in diesem Bereich eine grosse Bandbreite möglicher Schwierigkeiten auf. Häufige Diskussionspunkte waren die Übernahme von Dienstleistungsverträgen und die Anpassung ihrer Laufzeit an die Dauer der Mietverträge sowie steuerliche Fragen⁷⁶. Im Interesse standen vielfach auch Instandhaltungsabsprachen - sei es auf Seiten des Mieters, der sich eine gut gepflegte und funktionierende Immobilie wünscht, sei es auf der des Vermieters, der um eine möglichst lange Lebensdauer seines Objektes bemüht ist. Je nach Regelung über die Verantwortung des Facility Managements waren hier Interessenskonflikte möglich. Durch den zunehmenden Markteintritt von internationalen Investoren traten grundlegende Verständnisschwierigkeiten über die schweizerische Gesetzgebung auf. Die Abstimmung des rechtlichen Verständnisses durch die Internationalisierung der Transaktion bedurfte zusätzlicher Ressourcen für die Klärung der strittigen Punkte. Weitere mögliche Hindernisse sind in Abb. 9 aufgeführt.

Weiter kritische Vertragspunkte	
<ul style="list-style-type: none"> • Rückbehalt eines Teils des Verkaufssumme zur Sicherung vereinbarter Vertragsklauseln bis zu deren Erfüllung • Nachweis über Herkunft der Gelder • Ablösung von Vorkaufsrechten • Einhaltung von Rechnungslegungsnormen, um gewünschte Qualifizierung des Mietvertrages zu erhalten • Abgrenzung zwischen Gebäude und Mieterausbau • Übernahme von bestehenden Mietverträgen zu gleichen Bedingungen • Genauer Beschrieb der Mietflächen 	<ul style="list-style-type: none"> • Dienstbarkeiten • Zonenkonformität • Vorschriften der Lex Koller: <ul style="list-style-type: none"> - über Flächen im Gebrauch für öffentliche Dienstleistungen - über Herkunft der Investoren (z.B. US Investoren unterliegen andern Prüfverfahren als Europäer) - über kantonale unterschiedliche Auslegung • Abschöpfung von Mehrwert durch Umzonung in den Kantonen BE, BS und GE durch Infrastrukturverträge <p>Kantonales unterschiedliches Recht bei Portfolio-transaktionen</p>

Abb. 9: Weitere kritische Vertragspunkte. Quelle: Eigene Darstellung.

⁷⁶ Vgl. Kapitel 3.3, Finanzielle Faktoren.

Zu vermeiden sind vertragliche Angaben über die Grösse von möglichen Bauvolumen auf Baulandreserven. Obwohl durch Bauvorschriften oder über Ausnutzungsziffern das Volumen bestimmt werden kann, liegt die Bewilligungserteilung letztendlich bei den Behörden. Einsprüche von deren Seite über Gestaltung und Grösse des Baukörpers können Einschränkungen, und damit eine Minderung des Verkaufspreises bedeuten.

2.03 Wurden Freizeichnungsklauseln (Altlasten) vereinbart oder andere auf die Bedürfnisse des Verkäufers angepasste Klauseln?

In der Hälfte der abgeschlossenen Verträge kam es nicht zu Freizeichnungsklauseln oder anderen Abmachungen. Die Thematik der Altlasten und deren Erledigung wurde von den Vertragsparteien schon als Standard wahrgenommen und führte entsprechend zu wenigen Diskussionen. Die Altlasten wurden meist im Vorfeld abgeklärt und saniert oder als Kosten in den Kaufpreis eingerechnet. Zur Sicherung oder Risikominimierung gab es z.T. Übergangsfristen. Innerhalb dieser Frist entdeckte Altlasten und deren Behebung gingen zu Lasten des Verkäufers, danach waren sie vom Risiko befreit. In einzelnen Fällen gelangte eine betraglich begrenzte Freizeichnung zur Anwendung. In einem anderen wurde eine Klausel vereinbart um sicherzustellen, dass ein Teil der Verkaufssumme zurück behalten wird, bis vertraglich vereinbarte Instandsetzungsarbeiten erledigt wurden.

2.04 Welches rechtliche Institut wurde für den Vermögensübertrag gewählt?

Der Vermögensübertrag erfolgte bei den meisten Transaktionen über einen Asset-Deal wie aus in Abb. 10 ersichtlich. Dieser wurde gegenüber dem „Share-Deal“ aus Risikoüberlegungen bevorzugt. Eine Aktiengesellschaft kann Vertragsverpflichtungen haben, deren Überprüfung und Risikoeinschätzung mit erheblichem Aufwand verbunden ist. Verlustvorträge stellen bei einem Share-Deal eine wichtige finanzielle Komponente dar. Weitere rechtliche Formen, die für einen Übertrag gewählt wurden, waren der Sacheinlagevertrag, die Fusion oder die Quasifusion.

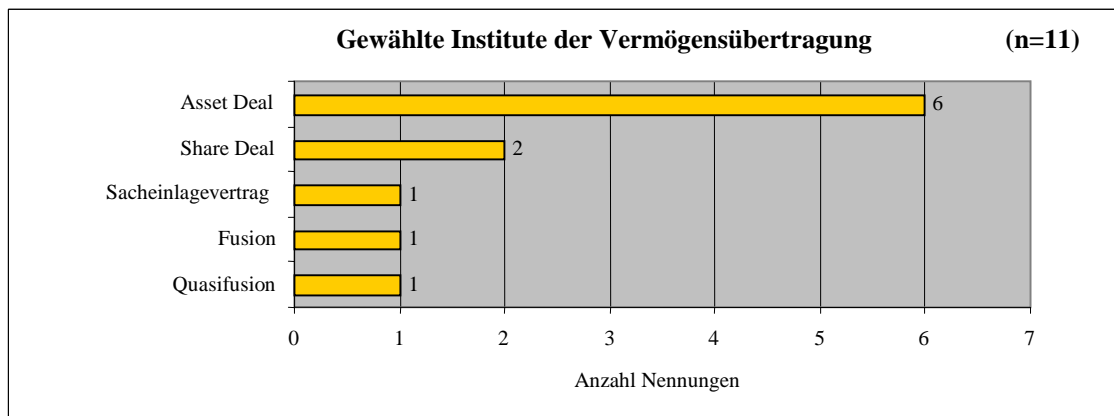


Abb. 10: Gewählte Institute der Vermögensübertragung. Quelle: eigene Darstellung.

3.3 Finanzielle und steuerliche Faktoren

Verschiedenen Fragen zu den finanziellen Belangen sollten aufdecken, wo diesbezüglich Potenzial verborgen liegt. Bei den steuerlichen Aspekten ging es darum abzuklären, welche Punkte Einfluss auf die Transaktion hatten.

3.01 Nach welchen Bilanzierungsvorschriften wurden die Liegenschaften bewertet?

Die Art, nach welcher die Liegenschaften bilanziert wurden, war davon abhängig, in wessen Besitz das Unternehmen befand: im Privatbesitz, kotierte Gesellschaft oder von internationalen Investoren. Bei Immobilien, die sich im Eigentum von KMUs oder im Privatbesitz befanden, wurden die Vorschriften des OR angewendet, ansonsten fanden die Bewertungen entweder nach Swiss GAAP FER, IFRS oder IAS statt. Als Folge der Bilanzierung nach OR waren die tatsächlichen Immobilienkosten meist auch nicht bekannt.

3.02 Wo lag das grösste Potenzial in finanzieller Hinsicht?

Das grösste Potenzial wurde im aktiven Flächenmanagement entdeckt (vgl. Abb. 11). In den meisten Fällen bewirkte die Transaktion einen bewussten Umgang mit der Fläche und förderte das Kostenbewusstsein. Die plötzliche Marktbetrachtung der Immobilie und der damit verbundenen Kostenwahrheit deckte auf, dass das Flächenmanagement vernachlässigt wurde. Nicht benötigte Fläche wurde an Dritte vermietet und förderte das Mietpotenzial. Die bewusste Hinterfragung der wirklich notwendigen Fläche machte

versteckte Nutzungsreserven zugänglich. Durch das grössere Blickfeld eines Immobilienspezialisten konnten auch Umnutzungspotenziale aufgedeckt und realisiert werden. Eine Umnutzung der Nutzungsflächen in eine sich besser rentierende Vermietung, Auslagerung von Lagerflächen an günstigere Standorte oder Zentralisationen sind weitere Auswirkungen einer dynamischen Betrachtung der Fläche.

Das Potenzial bei der Finanzierung lag darin, dass die gewonnene Liquidität die Finanzierung von Akquisitionen oder Investitionen in potenzielle Geschäftsfelder ermöglichte, ohne dass dafür Kredite beansprucht wurden, die höhere Finanzierungskosten aufwiesen als die Immobilienfinanzierungen. Die neuen liquiden Mittel erlaubten ausserdem den Abbau der Verschuldung und somit eine Verminderung des Schuldendienstes. Die verflüssigten finanziellen Mittel ermöglichten Investitionen ins produktivere Kerngeschäft.

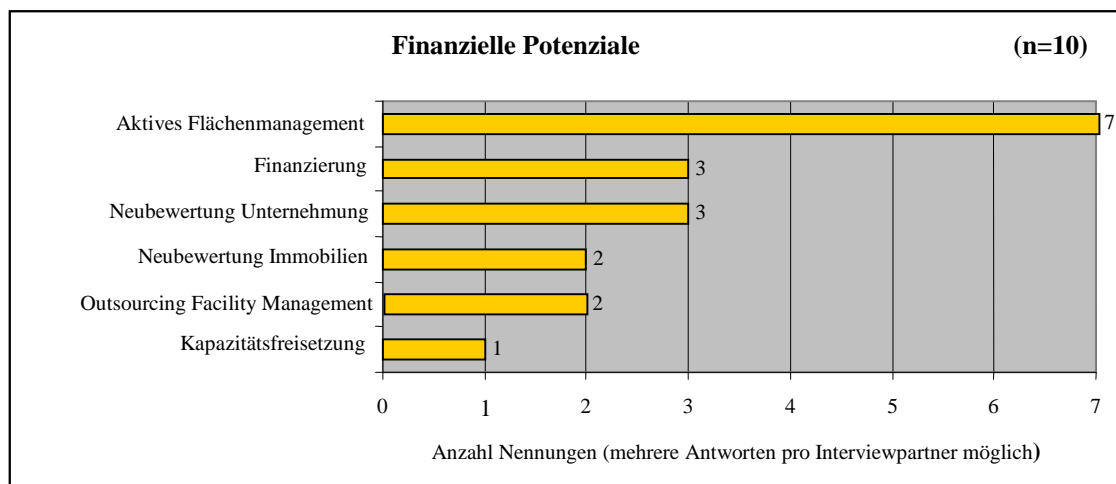


Abb. 11: Versteckte finanzielle Potenziale. Quelle: Eigene Darstellung.

Für die Risikobewertung der Liegenschaft und deren Finanzierung wirkten sich mehrere Mieter positiv aus, als die Mieteinnahmen nicht zu 100% über einen Gläubiger abgedeckt wurden und auf die Objektbewertung damit einen positiven Einfluss ausübten.

Bei der Neubewertung der Unternehmung wurde ein Doppelleffekt festgestellt: der Einfluss auf den Cashflow und eine verkleinerte Bilanz. Dies führte zu einer Verbesserung der Betriebskennzahlen und zu einer Verbesserung der Bewertung. Der Neubewertungseffekt wurde auf ca. 1.5 – 2 Mal des erzielten Erlöses geschätzt. Die Neubewer-

tung der Unternehmung nach dem Herauslösen der Immobilien zeigte den wahren Wert des Kerngeschäftes auf. Den gleichen Effekt hatte die Neubewertung bei den Immobilien. Losgelöst vom Hauptgeschäft, wurde durch die Neubewertung eine reine Immobilienanlage bewertet und nach deren Wertmassstäben beurteilt. Dadurch wurden auf dieser Seite schlummernde Werte ans Licht gebracht.

Dem Outsourcing vom Facility Management wurde weniger Potenzial zugetraut. Durch neue Regelungen ergaben sich Einsparungen im Aufgabenbereich. Diese fielen z.T. neu in die Verantwortung des Besitzers und ermöglichten intern den Abbau von Mitarbeitern und von direktem Aufwand. Die Einführung von Service Level Agreements förderte den rationellen Umgang mit Ressourcen und führte allgemein gültige Standards ein.

Ein nicht zu vernachlässigender Faktor stellte die Freisetzung von Managementkapazitäten und die Entlastung der Mitarbeiter dar. Die Abgabe von „unangenehmen“ Verantwortlichkeiten, z.B. über freistehende Flächen, Facility Management oder Inventarisierung nach IFRS waren weitere positive Einflüsse. Eine direkte finanzielle Einwirkung ist aber schwer abschätzbar und deshalb nicht leicht zu quantifizieren.

3.03 Welche Auswirkungen hatte die Transaktion auf das EBITDA?

Zu erwarten waren keine Auswirkungen, falls Kostenwahrheit bestand und die Immobilie zu 100% selbst genutzt wurde. Es konnten aber positive Auswirkungen festgestellt werden, z.B. wenn der Kapitalzins der reduzierten Verschuldung viel höher war als der Kapitalzins der Miete oder durch den Einmaleinfluss mittels Realisierung der stillen Reserven. Bei einer Mutter-Tochter-Gesellschaft veränderte sich das EBITDA bei der Mutter durch erzielte Einsparungen beim Finanzaufwand. Nicht ausser Acht lassen darf man den Faktor, dass ein Mietverhältnis einen direkten Einfluss auf den Cashflow ausübt, da die Cash unwirksamen Abschreibungen in Cash wirksame Mieten übergehen.

3.04 Wie hoch waren die Kapitalisierungsfaktoren für die Bewertung der Immobilienfirma und die Unternehmung?

Diese Frage sollte die Hypothese bekräftigen, dass durch die getrennte Betrachtung der zwei unterschiedlichen Bereiche ein Mehrwertpotenzial entsteht. Die tatsächlich ange-

wendeten Kapitalisierungsfaktoren waren bis auf einen Fall nicht bekannt. Dieser ergab, dass bei der Immobilienfirma von 7% - 8% und bei der Unternehmung von 15% ausgegangen wurde.

3.05 Welche steuerlichen Aspekte waren für die Transaktion relevant?

Hier herrscht ein ziemlich einheitliches Bild vor: Grundstückgewinnsteuer⁷⁷, latente Steuern, Ertragssteuer, die Handänderungssteuer⁷⁸ und Mehrwertsteuer waren relevant. Speziellen Augenmerks bedarf die Mehrwertsteuer. Bei einem Verkauf, der nicht mit MwSt. getätigt würde, könnten Rückforderungen der Eigenverbrauchssteuer anfallen, deren rückwirkende Berechnung kann sehr kompliziert ausfallen und bei älteren Firmen eine Risikoeinschätzung über allfällige Nachzahlungen fast unmöglich macht. Vorhandene latente Steuern wurden in den Verkaufspreis einkalkuliert. Je nach Steuersystem der Kantone hat der Verkauf einen einmaligen Einfluss auf die Gewinnsteuer des Unternehmens. Zu bedenken sich auch bilanztechnische Beeinflussungen und deren steuerliche Auswirkungen.

Zu beachten war auch, dass keine versteckte Gewinnausschüttung erfolgte, wenn sich nicht alle veräusserten Vermögenswerte in den gleichen Händen befinden (z.B. Infrastruktur bei der Unternehmung und Immobilien bei der Holding).

3.06 Welchen Einfluss hatte die Transaktion auf die Verschuldung des Unternehmens?

Der Einfluss auf die Verschuldung wurde in den meisten Fällen positiv wahrgenommen. In fast allen Fällen wurden die Mittel zur Reduzierung der Schulden verwendet und dadurch eine Bilanzverkürzung erreicht. Dies führte zur Verbesserung der unternehmerischen Kennzahlen. Hypotheken gelten aber auch als günstige Kredite. Hier konnten individuelle Verhältnisse grossen Einfluss ausüben.

⁷⁷ Wird in allen Kantonen erhoben, Schalcher, Immobilienmanagement, S. 129.

⁷⁸ Handänderungskosten: BE, LU, UR, OW, NW, GL, ZG, SO, BS, BL, SH, AI, AG, TG, TI, VS, NE, GE und JU. In fünf Kantonen besitzen die Gemeinden das Recht zur Erhebung der Handänderungssteuer: ZH, SZ, AR, SG und GR. In FR und VD erheben Kantone und Gemeinden gleichzeitig Handänderungssteuer, Schalcher, Immobilienmanagement, S. 129.

3.07 Welchen Einfluss hatte die Transaktion auf das Eigenkapital?

Das Eigenkapital entwickelte sich dank der durchgeführten Transaktion positiv. Es stieg unter der Voraussetzung an, dass Gewinne auf den Liegenschaften realisiert oder stille Reserven aufgelöst werden konnten. Der Anstieg des Eigenkapitals hatte auch eine Verbesserung der Bilanzkennzahlen zur Folge.

3.08 Veränderte die Veräußerung der Immobilie das Rating durch die Banken?

In der überwiegenden Mehrheit der Fälle erfolgte keine Änderung des bestehenden Ratings. Auf die Bonitätsbewertung durch die Banken hatten die Transaktionen in vielen Fällen nur einen psychologischen Einfluss. Die Wahrnehmung fiel unterschiedlich aus: leicht negativ durch die Tatsache, dass ein potenzielles Grundpfand verkauft wurde oder positiv, da eine Fokussierung auf das Kerngeschäft und eine differenzierte Risikoallokation stattfand.

In einem Fall traf eine Verbesserung ein, weil der Immobilienbereich einen negativen Ergebnisbeitrag geleistet hatte und durch die Transaktion die Ertragskraft des Unternehmens deutlich gesteigert sowie die externe Verschuldungsrate verringert werden konnte. In einem anderen Fall traf eine Verschlechterung des Ratings ein, da die Immobilie der Bank als Sicherheit diente.

Umgekehrt trat aber auch die Situation ein, dass durch die Akquisition einer Firma die Bonität verbessert werden konnte. Nämlich dann, wenn ein bedeutender Anteil des Anlagevermögens der erworbenen Firma in Immobilien gebunden war und keine Hypotheken aufwies. Durch den Zukauf verbesserte sich das Rating durch die Banken und es wurde eine verbesserte Bonität resp. eine günstigere Finanzierung bei den Banken erreicht. Die Banken behielten dabei den Substanzwert der Immobilien.

3.09 Wie profitierten die Aktionäre von der Transaktion?

Die Motivation für eine Transaktion lag vielfach im Bedarf, Mittel für weitere Investitionen ins Kerngeschäft zu generieren (Abb. 12). Die Aktionäre profitierten daher grösstenteils nicht direkt vom Verkauf sondern indirekt über die zu erwartende Kurssteige-

rung der Aktie in den Folgejahren. Diese gemachte Annahme bestätigt auch die Tatsache, dass drei der untersuchten Transaktionen von börsenkotierten Unternehmen abgewickelt wurden und dass deren Kurse auf die Veröffentlichung umgehend positiv reagierten.

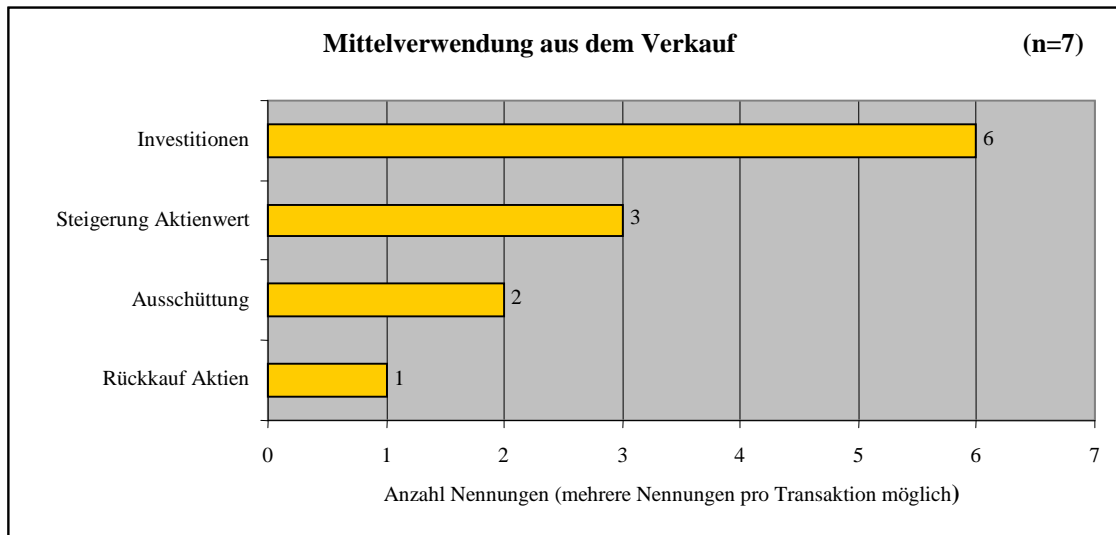


Abb. 12: Mittelverwendung aus dem Verkauf . Quelle: Eigene Darstellung.

3.4 Strategische Faktoren

Die Fragen dieses Kapitels sprechen die strategischen Faktoren der Transaktion an und erläutern die verschiedenen Motivationsgründe. Es galt u.a. herauszufinden, ob finanzielle Gründe oder andere Faktoren die Unternehmen zu einer Sale-and-rent-back-Transaktion bewogen?

4.01 Welches waren die Hauptgründe für die Transaktion?

Selten gab nur eine einzige Ursache für eine Transaktion (vgl. Abb. 13). Eine Ausnahme bildeten die gesetzlichen Änderungen der Anlagevorschriften bei Pensionskassen, die bei KMUs mit eigener Pensionskasse Handlungsbedarf nach sich zogen.⁷⁹ Hauptmotive für den Schritt einer Sale-and-rent-back-Transaktion lagen bei finanzwirtschaftlichen Überlegungen und in einer Konzentration auf die Kernkompetenzen. “Financial

⁷⁹ Häufig wurden Betriebsliegenschaften als Einlage in die betriebseigenen Pensionskassen eingebracht. Eine Änderung der Anlagevorschriften über die Höhe der einzelnen Anlagen im Verhältnis zum Gesamtvermögen können Anpassungen im Verhältnis der Vermögen nach sich ziehen.

Engineering“, Erhöhung der Rentabilität, Bilanzentlastung oder die Bewirtschaftung des Geldes nach Basel-II-Gesichtspunkten waren entscheidende Gründe finanzieller Art. Der Verkauf bot auch die Möglichkeit, den Cash-Abfluss verursacht durch die Immobilie, zu stoppen und die Amortisationspflicht bei den Banken zu senken.

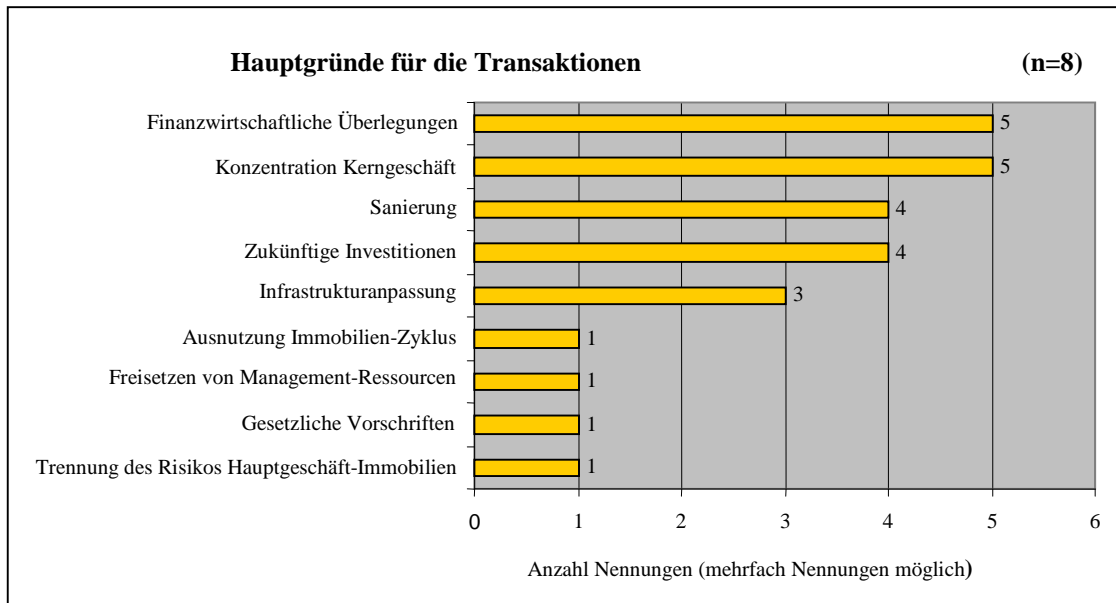


Abb. 13: Hauptgründe für die Transaktionen. Quelle: Eigene Darstellung.

Die Änderung des Status vom Eigentümer zum Mieter ermöglichte im Zuge des Geschäftes auch die Anpassung an neue infrastrukturelle Raumbedürfnisse oder – in einem langfristigen Horizont – die Möglichkeit eines kompletten Ausstiegs aus dem Standort und dauerhafte Effizienzsteigerung durch Neubau.

4.02 Gab es Hemmschwellen oder Ängste davor einen solchen Schritt zu machen?

Verständlicherweise spielten emotionale Momente bei vielen Veräußerungen eine Rolle. Zum Teil war der Immobilienbestand über Jahre aufgebaut und gepflegt worden genoss so einen symbolischen Status. Immobilien galten auch als Hort des Vermögens: Warum sollte man ausgerechnet das Tafelsilber verkaufen?! Im Zusammenhang mit einer Nachfolgeregelung bedeute der Verkauf der Immobilie endgültig die Trennung vom geschaffenen Lebenswerk. Probleme eröffneten sich bei stillen Reserven oder steuerlichen Fragen, die meist im Unklaren lagen.

Bei den Mitarbeitern lösten die Transaktionen unterschiedliche Ängste aus: Stand ein Verkauf von Geschäftseinheiten bevor? Wurde der Standort in Frage gestellt? Waren Umzüge oder die Auslagerung von Geschäftsbereichen geplant?

Fragen kamen auf bei der geeigneten Wahl der Investoren oder bzgl. der richtigen Wahl des Zeitpunkts für die Transaktion. Der Prozess führte auch zu Kostenwahrheit und deckte allenfalls vorhandene Quersubventionierungen auf.

Existenzielle Ängste konnten entstehen, dass das Überleben der Firma von einem möglichst raschen Verkauf der Immobilie abhing. Das negative Ergebnis durch die Immobilien verursacht, konnte nicht mehr länger über das Kerngeschäft abgedeckt werden und verhinderte durch den Cash-Bedarf benötigte Investitionen bei der Schwesterfirma. Dies führte zunehmend zu einem Investitionsstau und zu einem Wettbewerbsnachteil gegenüber den Konkurrenten. Auf der anderen Seite gaben die Immobilien in der Bilanz dem Unternehmen immer die Möglichkeit einer Ergebnisglättung.

4.03 Wo lagen die Knackpunkte bei der Mietvertragsverhandlung?

Als Idealfall, um langwierige Verhandlungen zu umgehen, fügt man den Mietvertrag als Bestandteil der Verkaufsdokumentation bei. So einfach präsentierte sich dies allerdings nur in einem der untersuchten Fälle. Die Höhe der Miete oder der verwendeten Kapitalisierungssätze war ansonsten fast immer Bestandteil von Diskussionen. Häufig stellte sich die Frage nach der Auswahl der richtigen Benchmarks für die Festlegung des Mietpreises. Firmenintern musste ein Interessenkonflikt zwischen dem Management einerseits und den Abteilungen andererseits über die Vorstellung der Höhe des Verkaufspreises und den zukünftigen Mieten vermieden werden. Zumeist auch interner Abklärungen bedurfte die Festlegung des neuen Flächenbedarfs unter der betriebswirtschaftlichen Voraussetzung, dass Raum nicht mehr unentgeltlich zur Verfügung stand.

Die Festlegung der Schnittstellen im Bereich Instandhaltungs- und Instandsetzungsarbeiten und die klare Zuweisung der Verantwortlichkeiten waren ebenfalls kritische Punkte. Mit dem Einbau von Klauseln über eine Mieterhöhung versuchte man, eine Vernachlässigung der vereinbarten Instandhaltungs- und Instandsetzungspflichten zu verhindern. Auch der Erstellung des Rückstellungsfonds gemäss IFRS für bauliche

Massnahmen bei der Rückgabe musste besondere Betrachtung geschenkt werden. Ferner ging es darum festzuhalten, in welchem Zustand das Objekt nach Vertragsende zurückgegeben werden musste. Schliesslich musste festgestellt werden, was Gebäudebestandteil und was Mieterausbaubestandteil war, um die Verpflichtungen für den Mieterückbau fest zu legen.

In der Frage der Flächengrösse und der Dauer des Vertrages bestanden diametrale Interessen zwischen Investor und Mieter sowie zwischen Management und Abteilungsverantwortlichen. Bei Mutter-Tochter-Gesellschaften musste geklärt werden, wer den Mietvertrag unterschreibt und wie die Kostenzuweisung erfolgen konnte. In diesen Fällen musste die Muttergesellschaft oft eine Solidarbürgschaft leisten.

4.04 Nach welchen Kriterien wurde der Mietpreis festgelegt?

In über der Hälfte der untersuchten Fälle (vgl. Abb. 14) wurden eine Marktmiete vereinbart. Bei der heute üblichen Bewertung der Immobilien durch die DCF-Methode wirkte sich dies direkt auf die Höhe des Verkaufspreises aus. Die Höhe des Verkaufspreises als Ausgangspunkt wurde in einem Fall aus steuerlichen Aspekten gewählt; in einem zweiten Fall wurde zusätzlich eine Orientierung am Marktpreis durchgeführt, um zu grosse Fehleinschätzungen und Korrekturen zu vermeiden. Eine Mietpreisfestlegung durch den Mieter war eher unüblich und wurde unter den Aspekten einer Nachfolgeregelung sowie Anschubfinanzierung des Unternehmens getätigt.

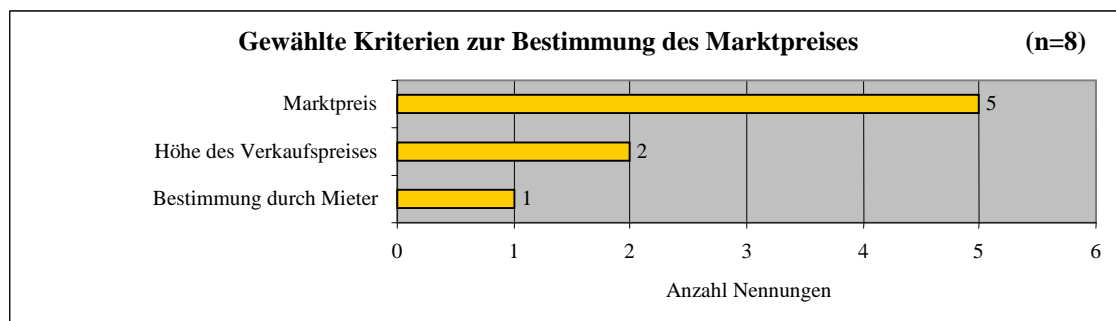


Abb. 14: Gewählte Kriterien zur Bestimmung des Marktpreises. Quelle: Eigene Darstellung.

4.05 Welche Flexibilitäten haben Sie durch die Mietverträge gewonnen/verloren?

Die Antworten auf diese Frage hingen stark von den bisherigen Verhältnissen ab. War bis dahin Reservefläche jederzeit verfügbar und konnte dies ohne Kostenfolge genutzt werden, so hatte dies in der Wahrnehmung einen Verlust der bisherigen Flexibilität zur Folge.

Gewonnene Flexibilitäten	Verlorene Flexibilitäten
<ul style="list-style-type: none"> § Ausstiegsmöglichkeit aus der Immobilie § Neue Finanzierungsmöglichkeiten bei Neubauten § Anpassung an tatsächlichen Bedarf § Strategische Flexibilität für die unsichere Zukunft und den erwarteten Stellenabbau § Zeitliche Begrenzung der Verpflichtung § Flächenflexibilität bei professioneller Bewirtschaftung mit flexiblen Mietermodellen § Bilanztechnische Flexibilitäten 	<ul style="list-style-type: none"> § Verlust der Flächenflexibilität: keine freie Bewegung mehr im Gebäude § Verhandlungen mit Investor bei zusätzlichem Bedarf

Abb. 15: Gewonnene oder verlorene Flexibilitätsaspekte durch den Übertritt in ein Mietverhältnis. Quelle: Eigene Darstellung.

Der Gesichtspunkt Flexibilität wurde bei jeder Transaktion als sehr wichtiges Element wahrgenommen und letztlich wurde in allen Fällen versucht, durch verschiedene Modelle und Kompromisse eine Lösung zu erarbeiten, die beiden Seiten gerecht wurde.

4.06 Messen Sie Ihrer Immobilie als Imageträger einen Mehrwert zu?

Hier ist eine grobe Differenzierung vorzunehmen. Handelte es sich bei den veräußerten Immobilien nicht um Firmenhauptsitze oder Topstandorte, mass niemand den Immobilien einen Mehrwert als Imageträger zu. Die Interviewpartner vertraten mehrheitlich die Auffassung, dass das Eigentum keinen Mehrwert entstehen lässt. Unbestritten war die Tatsache, dass ein gepflegter Zustand der Objekte und der Räumlichkeiten eine positive Wahrnehmung bewirken.

4.07 Wie veränderten die neuen Technologien und Arbeitsplatzsysteme Ihren Bedarf an Büro- oder Produktionsräumen?

Die erhaltenen Antworten verteilten sich gleichmässig auf beträchtliche oder geringe Bedarfsabnahme sowie stabilen Bedarf. Gleichzeitig schätzten alle ihre Immobilien als wenig nutzenspezifisch ein. Eine Bedarfsabnahme bewirkten nicht nur neue Technologien, sondern auch die Umsetzung von neuen Arbeitsplatzmodellen und die Verbesserung von Prozessen und Abläufen innerhalb des Unternehmens.

4.08 Gewinn das Unternehmen durch die Transaktion finanzielle Flexibilität?

Die finanziellen Flexibilitäten der Unternehmen hatten eindeutig an Spielraum gewonnen. Ausser bei einer Transaktion, bei der es sich um ein Management Buyout handelte, wurde diese Aussage von allen bestätigt. Die Tilgung von fälligen Sanierungen oder ein erfolgter Schuldenabbau erhöhten die unternehmerische Bewegungsfreiheit.

4.09 Wurde versucht, vorhandenes Optimierungspotenzial der Immobilie vor dem Verkauf zu realisieren?

In vielen Fällen wurde versucht, Ausnutzungspotenziale der Areale zu eruieren und zu realisieren. Die Reserven wurden in der Vermietung von Leerständen, Einholung von Baubewilligungen für Erweiterungsbauten, Erreichung eines gesunden Mietermixes, Umzonungen, Verbesserung der bestehenden Verträge oder Renovationen geortet und verwirklicht. Aus Liquiditätsgründen und deren Auswirkung auf die Erfolgsrechnung wurden aber nicht alle Projekte verwirklicht. Optimierungspotenzial bestand auch in einer möglichst breit gefächerten Mieterstruktur und unterschiedlich langen Mietverträgen, um einen tiefen Risikozuschlag bei der Objektbewertung zu erzielen.

4.10 Wie schätzen Sie die Drittverwendungsfähigkeit ohne nennenswerte Investitionen in die veräusserten Immobilien ein?

Mit dem Begriff „Drittverwendungsfähigkeit“ in dieser Fragestellung ist der Grad der Nutzungsspezifität angesprochen. Falls die Immobilie sehr nutzenspezifisch gebaut ist

weist sie eine geringe Drittverwendungsfähigkeit aus und schränkt dadurch die Anzahl der möglichen Mieter stark ein. Eine hohe Drittverwendungsfähigkeit weisen demnach vor allem Büroliegenschaften, Wohnungen oder Handelsflächen auf.

Von der Investorensseite wurden Objekte mit einer möglichst hohen Drittverwendungsfähigkeit bevorzugt. Diese Eigenschaft wurde in das Objektrating einbezogen und hatte insofern direkte Auswirkungen auf den zu erzielenden Preis. Die verkauften Immobilien in den untersuchten Fällen wiesen eine mittlere bis grosse Drittverwendungsfähigkeit auf.

3.5 Generelle Aspekte zum Ablauf der Transaktion

Dieser Abschnitt gibt einen kurzen Überblick über den formalen Ablauf einer Sale-and-rent-back-Transaktion. Zugleich wird versucht, mögliche Fehlerquellen in der Durchführung zu ermitteln.

5.01 Können Sie mir die wichtigsten Punkte im Ablauf der Transaktion aufzählen?

Generell vollzogen sich die meisten Transaktionen nach dem üblichen Ablauf einer Due Dilligence mit Verkäufer- und Käufer Due Dilligence und der anschliessenden Transaktionsphase. dargestellt Ablauf. Zeitnot oder spezifische Situationen liessen z.T. allerdings Abweichungen auftreten. Zu den unabdingbaren Informationen gehörten auf jeden Fall eine komplette Datensammlung und –aufbereitung sowie ein Inventar mit dem genauen Bestand der Immobilien. Zusätzlich zum aufgezeigten Ablauf wurde die Wichtigkeit von verschiedenen weichen Werten betont. Das Auftreten als fairer Partner und das Verstehen des gegenseitigen Geschäftes fördert die Akzeptanz und Verständnis. Falsche Hoffnungen sollten von Beginn an eliminiert und Fakten offen auf den Tisch gelegt werden.

5.02 Sehen Sie Verbesserungsmöglichkeiten in der Gestaltung des Ablaufes?

Eine Transaktion solcher Tragweite betraf meist einen Grossteil der Mitarbeiter und konnte nicht innerhalb eines Tages durchgeführt werden. Ausreichende Zeit war daher von grossem Vorteil und ermöglichte ein Arbeiten ohne Druck. Fehlendes Fachwissen

und mangelndes Transaktionsverständnis verschlossen z.T. die Entdeckung versteckter Wirkungsfähigkeiten ebenso wie eine zu enge Fokussierung auf Einzelheiten „schlafende Perlen“ nicht wecken konnte.

Die geplante Transaktion sollte man zuerst unvoreingenommen und als Modell in den Raum stellen und einer nüchternen Analyse unterziehen. Zur Erlangung von aussagekräftigem Feedback von Investorensseite war das Vorhandensein klarer finanzieller Zahlen sehr hilfreich. Ein guter und offener Informationsfluss zwischen den Beteiligten Personen ermöglichte schnelle Reaktionen auf veränderte Anforderungen oder Erkenntnisse. Aktive Partner beschleunigten den Prozess und konnten so die vorhandenen Potenziale am Besten ausschöpfen.

5.03 Haben Sich Ihre Erwartungen im Allgemeinen erfüllt?

Die Erwartungshaltungen wurden bei allen Transaktionen in Bezug auf die zwei wichtigsten Aspekte Preis und Zeitspanne erfüllt oder sogar übertroffen. Die Erfüllung hing wesentlich davon ab, dass am Anfang ein klares Konzept stand, das verschiedene Wege zuliess.

4 Zusammenfassung der Resultate

In dieses Kapitel werden die wesentlichen Ergebnisse aus Kapitel drei zusammengefasst und soweit wie möglich verallgemeinert und mit Hinweisen zur Literatur ergänzt. Dabei wird eine Übersicht über die wichtigsten Punkte der Vorbereitung und Durchführung einer Transaktion erstellt. Durch die Betrachtung unter verschiedenen Gesichtspunkten kann es möglich sein, dass die Ergebnisse die gleichen Resultate aufweisen, aber ausgelöst durch unterschiedliche Motive.

4.1 Analyse der Potenziale

4.1.1 Mehrwertpotenziale aus der Ausgangssituation

Der Aufbau eines Immobilienportfolios ist nie eine Kernstrategie von KMUs, und führt nicht zum Aufbau von spezifischem Wissen innerhalb einer Firma.⁸⁰ Die Abb. 16 zeigt die hauptsächlichen Massnahmen zur Generierung des Mehrwertes, welcher Grund die Steigerung bewirkt und zählt mögliche Auswirkungen auf.⁸¹

Bevorzugte Objekte für Investoren sind Landreserven, Entwicklungsareal und Objekte, die eine nicht allzu tiefe Nutzungsspezifität aufweisen.⁸² Die Nachfrage nach Investitionsobjekten wird im Moment als gross wahrgenommen, der Markt absorbiert fast alles. Voraussetzung ist eine gute Bonität des Mieters.

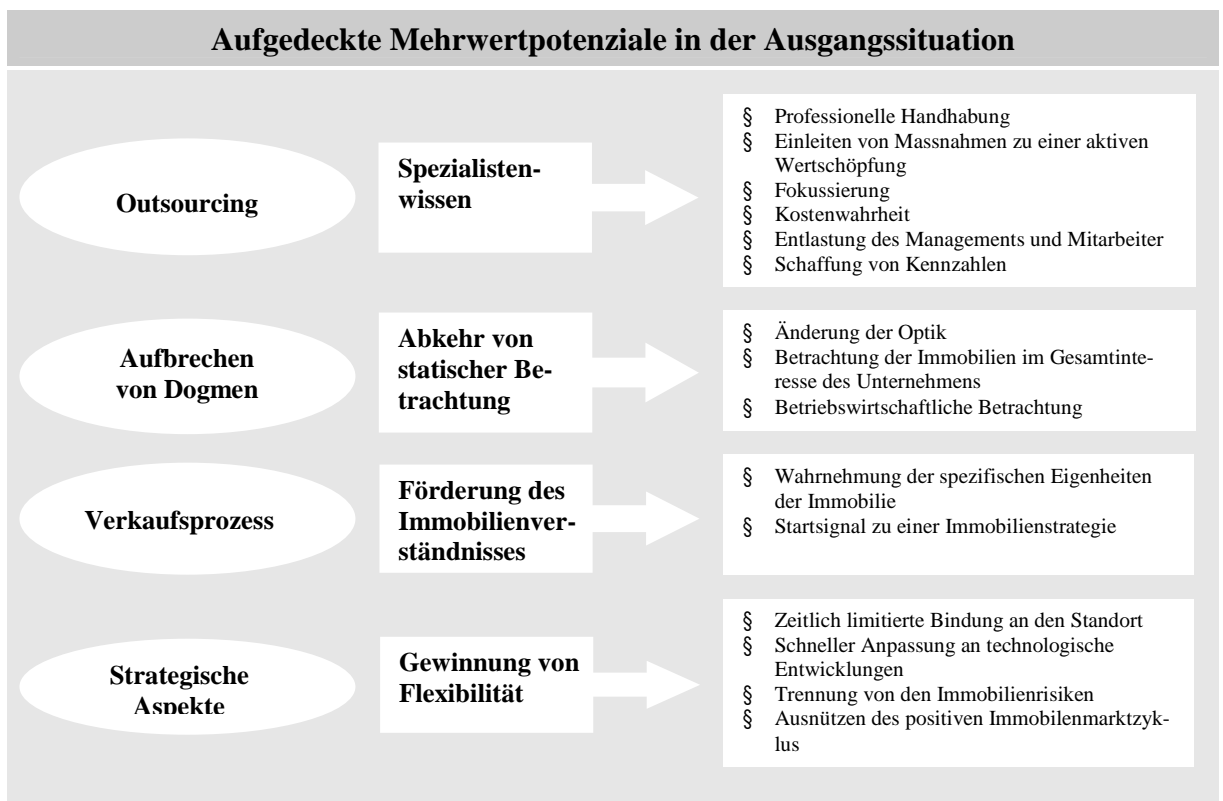


Abb. 16: Aufgedeckte Mehrwertpotenziale. Quelle: Eigene Darstellung.

Ein Mietvertrag lässt nach Ablauf der ersten Periode im Extremfall einen Ausstieg aus der Immobilie zu und regt bei einer Erneuerung regelmässig eine bewusste Betrachtung

⁸⁰ Vgl. Wainright: Off balance sheet property ownership structures, S. 342.

⁸¹ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 31.

⁸² Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004; Jarosch, Immobilienleasing im Zeichen des Wandels, S. 30.

über den tatsächlichen Flächenbedarf an. Das Unternehmen gewinnt Freiheiten in der zukünftigen Standortwahl und kann auf neue technologische Entwicklungen relativ schnell und ohne emotionale Belastung reagieren.

Immobilien- und Unternehmenszyklen verlaufen sehr oft parallel. Das Immobilienrisiko wird durch den Verkauf auf den neuen Eigentümer übertragen. Wird ein Teil der Vermögensanlagen eines Unternehmens in Immobilien gehalten, kann aber auch eine positive Risikodiversifizierung stattfinden und Durststrecken im Kerngeschäft mit überbrücken.⁸³

Der Übergang eines Objektes in andere Hände führt zur Prüfung der gesetzlichen Vorschriften und kann Investitionen in aufgestaute Erneuerung zur Einhaltung der Vorschriften auslösen. Das Betriebsrisiko wird gemindert, und die Wahrscheinlichkeit eines Betriebsausfalls gesenkt.

Immobilien-spezialisierte Betriebsgesellschaften haben die wahren Kosten besser im Griff und liefern detaillierte Abrechnungen. Ein diffuses „Kostengefühl“ weicht den wirklichen Zahlen und fördert das Kostenbewusstsein.⁸⁴

4.1.2 Mehrwertpotenziale innerhalb der rechtlichen Aspekte

Der rechtliche Bereich weist sehr viele Spezialgebiete auf wie etwa die Mehrwertsteuer oder verschiedene Rechnungslegungsvorschriften. Es empfiehlt sich für den jeweiligen Bereich, einen Spezialisten beizuziehen, um unangenehme Überraschungen zu vermeiden und gegenüber den Investoren mit einem einwandfreien Angebot aufzutreten zu können

In diesem Bereich liegt nicht direkt ein grosses Mehrwertpotenzial vor. Negative Auswirkungen treten aber beim Unterlassen von möglichen Überprüfungen auf und können somit Einfluss auf das Ergebnis haben wie z.B. die Wahl des idealen Instituts zur Vermögensübertragung. Zeitliche Verzögerungen können unter Umständen finanzielle Einbussen bewirken oder den Absprung von Investoren. Das Schweizerische Recht lässt

⁸³ Vgl. Pfnür, Kosten und Leistungswirkungen, S. 6.

⁸⁴ Vgl. Pfnür, Kosten und Leistungswirkungen, S. 12.

eine breite individuelle Vertragsgestaltung zu, damit betriebliche Ausnahmen oder strategische Aspekte sehr gut vertragliche geregelt werden können.

4.1.3 Mehrwertpotenziale innerhalb der finanziellen Aspekte

Wie in Abb. 17 dargestellt, öffnet sich hier ein grosses Feld von möglichen Optimierungsmöglichkeiten. Die unbestritten grössten finanziellen Einsparungen durch eine Sale-and-rent-back-Transaktion lässt das aktive Flächenmanagement zu⁸⁵. Unter den neuen Voraussetzungen kostet jeder m² Geld, und die Betrachtungsweise von gratis verfügbarem Gut ändert sich in eine Kosten verursachende Einheit, mit der anders umgegangen wird.

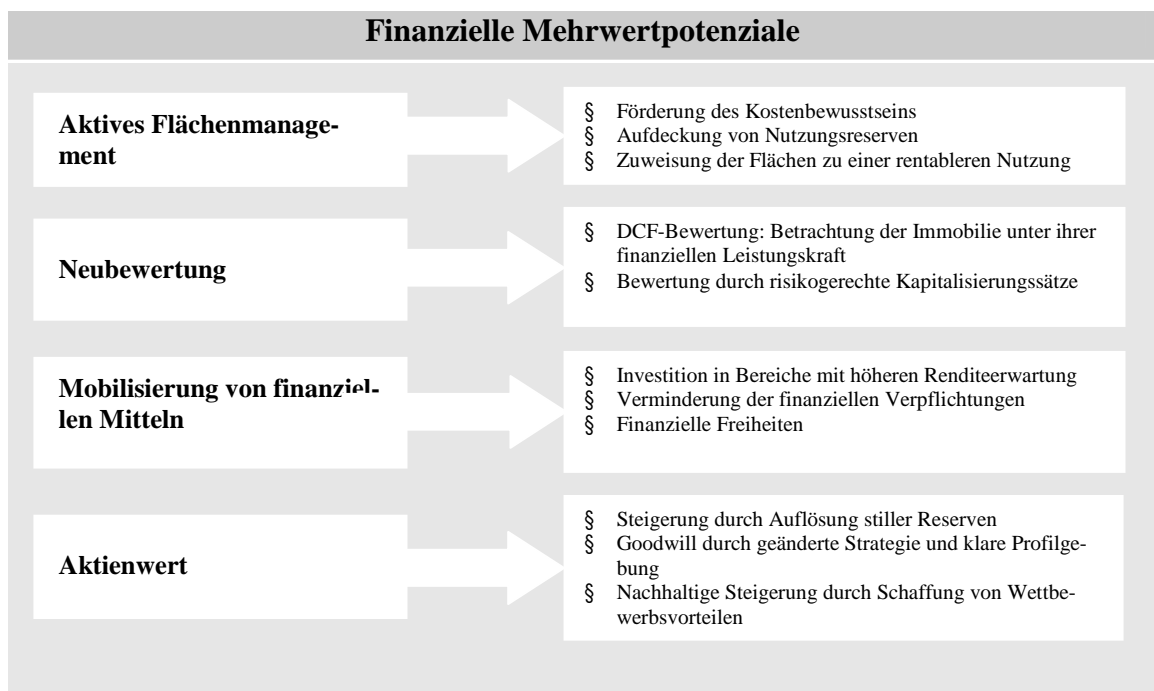


Abb. 17: Finanzielle Mehrwertpotenziale. Quelle: Eigene Darstellung.

Die Anwendung von IFRS oder Swiss GAAP FER kann einen Einfluss auf die Kostentwahrheit haben.⁸⁶ Allerdings ist deren Anwendung keine Garantie, dass die gesamten Kosten genau bekannt sind. Der Einfluss eines aktiven CREM wird als grösser und wir-

⁸⁵ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 45;Pfnür, Kosten und Leistungswirkungen, S. 9.

⁸⁶ Vgl. Kapitel 3.1–Frage 1.09: Unternehmen, die Swiss GAAP FER oder IFRS anwenden, haben durchschnittlich genauere Kenntnisse über ihre Immobilienkosten.

kungsvoller eingeschätzt unter der Voraussetzung eines direkten Einflusses auf die Unternehmensstrategie.⁸⁷

Aufgrund der geänderten Bewertungspraxis von Immobilien mittels DCF-Methode hat jeder zusätzlich generierte Mietertrag und jede eingesparte Ausgabe Auswirkungen auf den Wert der Immobilie.

Für die Ausschöpfung der steuerlich günstigsten Variante empfiehlt sich eine genügend frühe Planung und bei komplizierten Fällen die Einholung eines Rulings bei den Behörden.⁸⁸ Eine einmalige Wertsteigerung wird durch die Neubewertung der Immobilien und des Unternehmens erzielt.

Ein indirekter Mehrwert liegt in der Tatsache, dass ein Unternehmen mit dem Verkauf eine klare Immobilienstrategie zeigt, sich dadurch einen Goodwill einholt und über eine Kurssteigerung des Aktienwertes profitiert.

Steht eine geplante Nachfolgeregelung an, kann durch den Verkauf zweier spezialisierter Einheiten ein Mehrwert realisiert werden: der Verkauf von zwei spezialisierten Unternehmen reduziert die Investitionsvolumina und erhöht dadurch den potenziellen Interessentenkreis.

Ein bedeutendes Potenzial liegt in der gewonnenen finanziellen Flexibilität über strategische Transaktionen Freiheit zu haben, in zukunftssträchtige Produkte investieren zu können, die grosses Mehrwertpotenzial bergen.⁸⁹

4.1.4 Mehrwertpotenziale aus strategischen Aspekten

Je nach den strategischen Perspektiven eines Unternehmens eröffnen sich zahlreiche Chancen zur Realisierung eines Mehrwertes wie in Abb. 18 aufgezeigt. Eine Lösung von Immobilien bietet bei einer langfristigen Betrachtung erhebliche strategische Freiheiten, z.B. durch Standortverlegung oder effizienteren Neubau. Je nach Entwicklung kann dies einen unschätzbaren Wert darstellen.

⁸⁷ Vgl. Pfnür, 15 Jahre Corporate Real Estate Management, S. 60.

⁸⁸ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 119.

⁸⁹ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 106-110, S. 344.

Oft sind mit Betriebsimmobilien Emotionen verbunden.⁹⁰ „Emotionaler Mehrwert“ kann nicht in einen Kredit umgewandelt oder als aktiver Wert bilanziert werden. Die Abkehr von hergebrachten Betrachtungsweisen kann auf die anderen Geschäftseinheiten eine positive Signalwirkung ausstrahlen und auf die Innovationskapazität positiven Einfluss ausüben. Der Abschluss einer solchen Transaktion lässt buchstäblich oft „einen Stein vom Herzen fallen“. Ein befreit wirkendes Management ist gewiss zu anderen Leistungen bereit und fähig als eines, das unter Druck steht.⁹¹

Die technologische Entwicklung hat Einfluss auf die benötigte Fläche. Generell darf mit einer Bedarfsabnahme gerechnet werden, wie dies schon in der Vergangenheit der Fall gewesen ist.⁹² Der Flexibilitätsgewinn schafft Raum für zukünftige Flächenanpassungen und daraus resultierende Einsparungen der Immobilienkosten.



Abb. 18: Mehrwerte aus strategischen Überlegungen. Quelle: Eigene Darstellung.

Ein beschränktes Potenzial weisen die Möglichkeiten einer Standortoptimierung oder Qualitätsverbesserung auf. Voraussetzungen für die Ausschöpfung von Potenzialen ist das Vorhandensein von liquiden Mitteln, von Know-how sowie von personellen Kapazitäten.⁹³

⁹⁰ Vgl. Giger, NZZ, 15.11.2005.

⁹¹ Vgl. Koller/Goedhart/Wessels, Valuation, S. 459; Meissl Arebo, NZZ, 03.07.2001.

⁹² Vgl. Pfnür, Kosten und Leistungswirkungen, S. 7f.

⁹³ Vgl. weitere operationelle Massnahmen zur Wertsteigerung bei Schalcher, Immobilienmanagement,

Bei den strategischen Punkten treten im Zusammenhang mit einer Transaktion auch kritische Faktoren auf. Wird unvermittelt der Verkauf von eigenen Immobilien veröffentlicht, besteht die Gefahr der Verunsicherung. Es darf nicht vergessen werden, dass eine Transaktion auch die Mitarbeiter betrifft. Ihnen sollte mit einer offenen und ehrlichen Kommunikation entgegengetreten werden, um Klarheit zu schaffen. Mietvertragsverhandlungen betreffen meist nicht nur das Management und den Vermieter, sondern haben auch nachhaltig interne Auswirkungen, z.B. auf Abteilungsleiter mit Kostenverantwortung. Hier kann unbeabsichtigt ein Hort für Konfliktpotenzial und politische Diskussionen entstehen. Das Interesse des Managements, einen möglichst hohen Verkaufspreis zu erzielen, muss mit den rechtfertigbaren Mietzinsen übereinstimmen.⁹⁴

Die Festlegung der Miete unterhalb des Marktpreises ist sicher hilfreich für das kurzfristige Überleben eines Unternehmens. Ob sie zweckmässig erscheint, bleibt fraglich, da die Mietzinsgestaltung früher oder später dem freien Markt gehorchen muss. Analoges gilt für die Beschaffung von liquiden Mitteln durch den Verkauf für ein bereits negativ wirtschaftendes Kerngeschäft.

Der Mehrwert einer Immobilie im Eigentum als Imageträger stellt für sich alleine keinen Mehrwert dar. Das physische Erscheinungsbild eines Gebäudes wie z.B. ein gepflegtes Äusseres hingegen hat auf das Image eine positive Ausstrahlung. Ob sich die betreffende Immobilie aber im Eigentum befindet oder gemietet ist, hat dabei keinen Einfluss.

Die Transaktionen bewirken, dass Flächen nicht mehr - wie bis anhin oft - unentgeltlich zur Verfügung stehen sondern Firmen oder Abteilungen vertraglich fixe Bereiche zustehen. Ist eine Flächen- oder Gebäudeerweiterung anstehend, bedarf dies immer Verhandlungen mit dem Eigentümer. Dies kann sich als heilender Prozess herausstellen, da man sich intensiver und unter reellen Kostenbetrachtungen damit auseinandersetzen muss.

S. 102.

⁹⁴ Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004; Pfnür 15 Jahre Corporate Real Estate Management, S. 24.

4.1.5 Mehrwertpotenziale aus generellen Aspekten

Transaktionen sollten aus mehreren Gründen gründlich und sorgfältig vorbereitet werden: Man kann besser verkaufen, wenn man weiss, was man hat und wie viel es wert ist und ein gut informierter Verhandlungspartner geniesst eine stärkere Verhandlungsposition. Eine eingehende Befassung mit der bevorstehenden Transaktion und das Durchspielen von Verhandlungen fördert das Bewusstsein, dass Veränderungen anstehen und Konsequenzen nach sich ziehen.

Bei Grossunternehmen, die ein aktives CREM betrieben und sich dem Einfluss der Immobilien auf den Wert des Unternehmens bewusst sind, ist das Potenzial zur Schaffung von Unternehmensmehrwert geringer als bei KMUs.

4.2 Implikationen und strategische Empfehlungen

Eine Sale-and-rent-back-Transaktion sollte unter zwei Gesichtspunkten betrachtet werden: dem Liquiditätsaspekt und dem psychologischen Aspekt. Unter dem Aspekt Liquidität macht die Transaktion Sinn, wenn finanzielle Gründe im Vordergrund stehen. Ein grösseres Potenzial aber liegt auf der psychologischen Seite. Der Mensch als „Homo oeconomicus“ reagiert anders, wenn Entscheidungen mit einem Wert verbunden sind und sie auf die persönlichen Verhältnisse indirekt Auswirkungen haben. Ein Betrachtungswandel weg von der starren Immobilie hin zu einem beweglichen, Erfolg beeinflussenden Vermögenselement birgt erhebliche Potenziale.

Falsch ist die Annahme, dass eine Transaktion zu preiswerteren Mieten führt. Das Potenzial liegt hauptsächlich in der sich ändernden Betrachtung der Immobilie und ihres Wertes.

Bei der Absicherung einer reibungslosen Transaktion und Erzielung des grössten Gewinns üben zahlreiche Faktoren mit grösserer oder geringerer Gewichtung Einfluss aus. Abb. 19 führt die wichtigsten auf.

Je nach Fall gilt es, die Vor- und Nachteile einer Transaktion auf die eigenen Bedürfnisse auszurichten und Handlungen so zu gestalten, dass sie individuelle Strategien am besten unterstützen.

Kritische Punkte für eine Transaktion	
§ Neutrale Betrachtungsweise	§ Professionelle Aufbereitung und Vorbereitung
§ Vermeidung von Konflikten innerhalb der Firma	§ Zuzug von Spezialisten und qualifizierte Partnerauswahl
§ Ehrliche Betrachtung der Immobilie unter betriebswirtschaftlicher Bewertung	§ Genügend Zeit
§ Offenheit und Vertrauen	§ Schaffung klarer strategischer Ziele
§ Abschluss separater Kauf-, Miet- und Dienstleistungsverträge unter Beachtung von gesetzlichen Formvorschriften	§ Abklärungen von steuerlichen, rechtlichen und technischen Fragen
	§ Abschätzung des richtigen Zeitpunktes

Abb. 19: Wichtige strategische Punkte bei einer Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.

Die zunehmende Betrachtung der Immobilie unter finanztechnischen Gesichtspunkten wird das noch schlummernde Potenzial weiter fördern. Ebenso werden die fortschreitende Professionalisierung in der Immobilienbranche und der Einfluss angelsächsischer Betrachtungsansätze die bisherige Betrachtungsweise verändern.

Eine Sale-and-rent-back-Transaktion setzt den Startpunkt eines langen Geschäftsverhältnisses zwischen Verkäufer und Investor. Aus einer zeitlichen Perspektive betrachtet, weist eine Transaktion zwei unterschiedlich lange Perioden auf. In der ersten Periode wird das Fundament für die nachfolgende, zeitlich bedeutend längere Periode gelegt. Die erste Phase benötigt eine intensive Auseinandersetzung mit der Thematik und den Auswirkungen der geplanten Sale-and-rent-back-Transaktion. Von der Schaffung eines soliden Fundaments profitiert die nachfolgende Phase. Der Wechsel vom Eigentümer zum Mieter wird mit der Transaktion durch den Vermögensübertrag im Grundbuch vollzogen.

Bildlich gesprochen wird in der zweiten Periode geerntet, was in der ersten gesät wurde. Das zeitliche Verhältnis, dargestellt in Abb. 20, lässt erkennen, wie ungleich lang die beiden Perioden sind und welche Schlüsselbedeutung der ersten Periode zukommt.⁹⁵

⁹⁵ Vgl. Müller, Die Zusammenarbeit muss stimmen, S. 23f.



Abb. 20: Zeitdauer des Geschäftsverhältnisses durch eine Sale-and-rent-back-Transaktion ausgelöst. Quelle: Eigene Darstellung.

4.3 Kritische Würdigung

Eine Ausgliederung von Immobilien lohnt sich nicht immer. Die Entwicklung auf dem Schweizer Markt durch die Schaffung von neuen Kennzahlen und Indizes ermöglicht es Unternehmen zusehends, ein Benchmarking zu erstellen und dadurch Optimierungspotenzial selber zu realisieren. Es findet ein Umdenken statt, der Stellenwert des aktiven Real Estate Managements innerhalb des Unternehmens gewinnt zunehmend an Einfluss.

SWOT-Analyse		Interne Analyse	
		Stärken (Strengths)	Schwächen (Weakness)
Externe Analyse	Chancen (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> • Shareholder Value • Transparenz & Kostenwahrheit • Professionalisierung der Immobilie • Verbesserung der Ertragslage • Örtliche Flexibilität • Erhöhung der finanziellen Freiheiten • Flächenflexibilität • Fokussierung Kernkompetenzen • Kosteneinsparung • Realisierung stiller Reserven • Schuldenabbau • Nachfolgeregelung, MBO, Börsengang • Freisetzen von Managementkapazitäten 	<ul style="list-style-type: none"> • Notwendiger Wandel des Immobilienverständnisses im Unternehmen • Notwendige Vorinvestitionen und Einsatz von Managementkapazitäten • Imageverlust • Beschneidung der Phantasie von Investoren • Due Dilligence-Prozess • Korrelation Miete-Verkaufspreis • Abhängigkeitsverhältnis • Keine sinnvolle Verwendung der Erlöse
	Gefahren (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> • Risikodiversifikation • Drittverwendungsfähigkeit • Mieterbonität • Aufbrechen von Dogmen • Technologische Entwicklung 	<ul style="list-style-type: none"> • Eingeschränkte Flächenfreiheit • Wegfall von Mieteinnahmen • Spezialimmobilie • Verlust von Risikodiversifikation • Fehlendes Transaktionsverständnis • Emotionale Momente • Einschränkung des Handlungsspielraumes • Kapitalisierungssätze (Zinssätze) • Langfristiger Mietvertrag • Vertragskündigung • Friktionen zwischen Unternehmenseinheiten

Abb. 21: SWOT-Analyse einer Sale-and-rent-back-Transaktion. Quelle: Eigene Darstellung.

Die Mietzahlungen haben negativen Einfluss auf den Cashflow. So konnten mit diesen Mitteln bis anhin laufend Investitionen selbst finanziert werden. Substanz, die helfen kann, schlechte Zeiten zu überbrücken, ist nicht mehr vorhanden. Sale-and-rent-back-Transaktionen können langfristig auch Mehrkosten verursachen⁹⁶

Anhand einer SWOT- Analyse (vgl. Abb. 21) sollen einige Chancen und Gefahren sowie Stärken und Schwächen aufgezeigt werden. Die Stärken und Schwächen sind relative Grössen und können erst in einem Vergleich mit anderen beurteilt werden.

5 Fazit

Die durchgeführten Interviews haben bestätigt, dass mit einer Sale-and-rent-back-Transaktion Unternehmensmehrwert geschaffen werden kann. Der Prozess der Transaktion bringt verborgene Werte hervor, setzt die Immobilie dem Wettbewerb aus, und das Unternehmen gewinnt Flexibilität. Die Aktivierung des Mehrwerts setzt eine Änderung im Verständnis des Managements von Unternehmensimmobilien voraus.

Einige der Ansatzpunkte für die Schaffung von Mehrwert sind in Abb. 22 aufgeführt. Sie zeigen, dass die Transaktion die Erwartungen mehrheitlich erfüllt hat. Die Potenziale liegen in zwei Bereichen: jene mit finanziell messbaren Resultaten und jene mit strategischem Potenzial.

Die Trennung von Unternehmen und Immobilie fördert die Fokussierung, schafft dadurch einen Mehrwert, und die Bewertung durch eine getrennte Betrachtung erhöht die Firmenwerte.⁹⁷

Der Immobilieninvestor kann über eine angemessene Verschuldung eine gute Immobilienrendite erzielen und schafft durch eine professionellere Bewirtschaftung und Vermietung Mehrwert.⁹⁸

⁹⁶ Vgl. Feuse, NZZ, 27.02.2004.

⁹⁷ Vgl. Schalcher, Immobilienmanagement, S. 187; Louargand, Real estate's influence on enterprise value; S. 257.

⁹⁸ Vgl. Koller, Goedhart, Wessels, Valuation, S. 458-459.

Die Erhöhung des Aktienwertes erfüllt die neuen Bestrebungen des Shareholder-Value-Ansatzes: Maximierung des Unternehmenswertes als zentrales finanzwirtschaftliches Ziel.⁹⁹

Mit der gewonnenen Flexibilität hat der Unternehmer die Möglichkeit, proaktiv auf Veränderungen des Unternehmens zu reagieren und kann bestimmte Handlungen aus einer Position der Stärke heraus herbeiführen. Dies wiederum kann Wettbewerbsvorteile verschaffen und dazu beitragen, kritische Situationen oder Engpässe zu meistern und damit den Bestand des Unternehmens langfristig zu sichern.

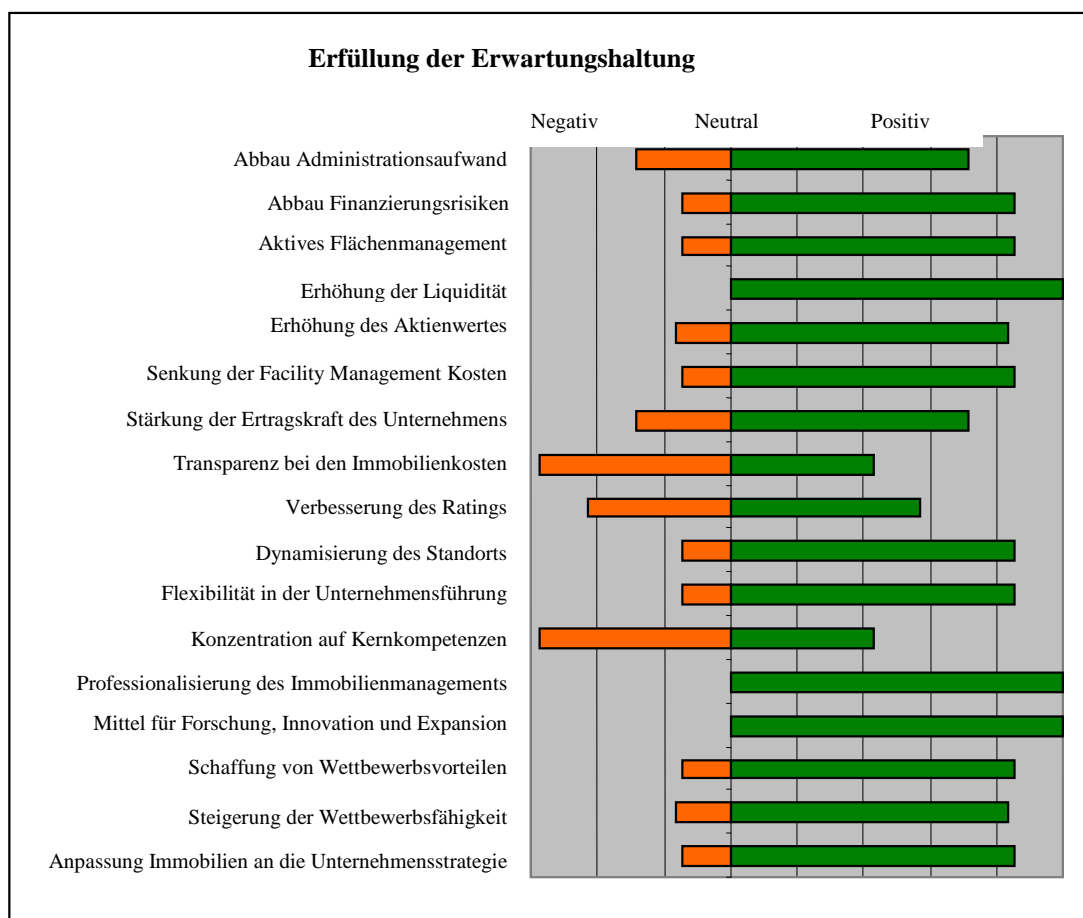


Abb. 22: Erfüllung der Erwartungshaltung – Angaben Interviewpartner. Quelle: Eigene Darstellung.

Die gesammelten Erkenntnisse zeigen, dass im Eigentum gehaltene Immobilien zunehmend als Potenzial zur Steigerung von Rentabilität und Wettbewerbsfähigkeit wahrge-

⁹⁹ Vgl. auch Beomle, Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 129.

nommen werden.¹⁰⁰ Die Bedeutung des Produktionsfaktors im Rahmen der Planung und Umsetzung der Unternehmensstrategie ist gross und erhält vermehrte Beachtung.

Eine Sale-und-rent-back-Transaktion sollte aber nicht nur unter dem Aspekt Gewinnmaximierung erfolgen. Das Management muss sich bewusst sein, dass Gewinnchancen stets auch Risiken gegenüberstehen, welche die Existenz der Unternehmen gefährden.¹⁰¹

Ein allgemeiner Wandel bei der Betrachtung von Immobilien – nicht nur Produktionsmittel, sondern auch Anlageobjekt – und gestiegene Anforderungen an eine ertragreiche Bewirtschaftung von liquiden Mitteln dürften den Trend zu weiteren Sale-and-rent-back-Transaktionen verstärken.¹⁰²

Die Untersuchungen haben gezeigt, dass ein Unternehmensmehrwert nicht einfach durch Berechnungen am Computer erzielt werden kann. Mehrwert wird erst durch den Prozess geschaffen, und dieser verlangt Einsatz von Kapital und Managementkapazitäten.

¹⁰⁰ Vgl. auch Feusi, NZZ, 27.04.2004.

¹⁰¹ Vgl. Boemle/Stolz, Unternehmensfinanzierung, S. 76f.

¹⁰² Vgl. Feusi, NZZ, 27.04.2004.

Anhang

Interviewpartner

Expertengespräche mit Interviewleitfaden (Verkäufer)

- (1) Herr **Roman Strässle**, Leiter Finanzen und Controlling, Antalis AG; Lupfig, 15. Juni 2007 (vor Ort).
- (2) Herr **Martin Scholl**, Scholl, Lienhard und Partner; Aarau, 20. Juni 2007 (vor Ort).
- (3) Herr **Laurent Staffelbach**, Lieter Portfolio Management, SBB Immobilien; Bern, 3. Juli 2007 (vor Ort).
- (4) Herr **André Spathelf**, General Manager, Aareal Bank; Zürich, 5. Juli 2007 (vor Ort).
- (5) Herr **Fritz Schneider**, Präsident des Verwaltungsrates, SwissCo Group; Siseln, 10. Juli 2007 (vor Ort).
- (6) Herr **Karl Weber**, Präsident, Injecta Druckguss AG; Zürich, 11. Juli 2007 (vor Ort).

Expertengespräche mit Interviewleitfaden (Investoren)

- (7) Herr **Christian Janett**, Hardturm AG; Zürich, 22. Juni 2007 (vor Ort).
- (8) Herr **Theodor Kocher**, Vorsitzender der Geschäftsleitung, Espace Real Estate AG; Solothurn, 2. Juli 2007 (vor Ort).
- (9) Herr **Jens J. Jacobi**, BEOS GmbH, Berlin; 4. Juli 2007 (Telefoninterview).

Expertengespräche mit Interviewleitfaden (Berater)

- (10) Herr **Matthias Arioli**, Partner und **Andreas Bleisch**, des. Partner, Wüest & Partner AG; Zürich 18. Juni 2007 (vor Ort).

Interviewleitfaden

Interviewleitfaden zum Thema:

Schaffung von Unternehmensmehrwert durch Sales-and-rent-back-Transaktionen

Kernfrage des untersuchten Themas:

Wo liegen die Potenziale in einer Sale-and-rent-back-Transaktion in der Schweiz? Wie kann Unternehmensmehrwert geschaffen werden? Welche rechtlichen, finanziellen und strategischen Hürden gibt es?

Theoretische Grundlage der Arbeit:

Immobilien werden in der Schweiz von vielen Unternehmen selbst gehalten. Die Liegenschaften gehören aber nicht zum Kerngeschäft. Dieser Bestand bindet Liquidität. Produktions- oder Dienstleistungsunternehmen und Immobiliengesellschaften weisen unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile auf. Bei einer Unternehmensbewertung gelangen für die einzelnen Gesellschaften andere Parameter zur Anwendung. Aufgrund dieser Voraussetzungen sollte durch die Trennung von Kerngeschäft und Immobilienbesitz ein Mehrwert geschaffen werden.

Fragen zur Ausgangssituation

1.01 Welchem Bereich innerhalb der Firma waren die Immobilien zugeteilt?

1.02 Wurde ein aktives Corporate Real Estate Management bezüglich Strategie, Investitionen und Flächenmanagement betrieben?

- Ja
 Nein

1.03 Gab es eine Immobilienstrategie und wenn ja, stimmte diese mit der Unternehmensstrategie überein?

- Ja
 Nein

1.04 Wer machte das technische und kaufmännische Facility Management?

- Technisch _____
 Kaufmännisch _____

1.05 Handelt es sich bei Ihrem Bestand um Spezialimmobilien?

- Ja
 Nein

1.06 Unterliegt Ihr Flächenbedarf grossen Schwankungen (mehr als +/- 10%)?

- Ja
- Nein

1.07 Sah man den Nutzen der Immobilienanlage eher als Wert- oder als Produktionsfaktor?

- Wertanlage
- Produktionsanlage

1.08 Haben beim Verkauf Überlegungen betreffend Umwelt-, Wirtschafts-, Gesundheits- oder Arbeitsgesetz eine Rolle gespielt?

- Wenn ja, welche? _____
- Nein

1.09 Sind die gesamten Immobilienkosten bekannt?

- Ja
- Nein

Rechtliche Aspekte**2.01 Welche Verträge wurden abgeschlossen?**

-
-
-

2.02 Gab es rechtliche Knackpunkte bei der Abwicklung der Transaktion?

-
-
-

2.03 Wurden Freizeichnungsklauseln (Altlasten) vereinbart oder andere auf die Bedürfnisse des Verkäufers angepasste Klauseln?

-
-
-

2.04 Welches rechtliche Konstrukt wurde für den Vermögensübertrag gewählt?

-
-
-

Finanzielle Aspekte**3.01 Nach welchen Bilanzierungsvorschriften wurden Ihre Liegenschaften bewertet?****Vor Verkauf:**

- OR
- Swiss Gap FER
- IFRS
- Andere: _____

Nach Verkauf:

- OR
- Swiss Gap FER
- IFRS
- Andere: _____

3.02 Wo lag das grösste Potenzial in finanzieller Hinsicht?

- Aktives Flächenmanagement
- Neubewertung der Immobilien
- Neubewertung der Unternehmung
- Outsourcing von Facility Management
- Neue Finanzierung (bessere Bonität)
- Andere: _____

3.03 Welche Auswirkungen hatte die Transaktion auf das EBITDA?

-
-
-

3.04 Wie hoch waren die Kapitalisierungsfaktoren für die Bewertung der Immobilienfirma und die Unternehmung?

- Alte Firma: _____
- Neue Firma Immobilien _____
- Neue Firma Unternehmung _____

3.05 Welche steuerlichen Aspekte waren für die Transaktion relevant?

-
-
-

3.06 Welchen Einfluss hatte die Transaktion auf die Verschuldung Ihres Unternehmens?

-
-
-

3.07 Welchen Einfluss hatte die Transaktion auf Ihr Eigenkapital?

-
-
-

3.08 Veränderte die Veräusserung der Immobilie das Rating durch die Banken?

- Ja, welche?
- Nein

3.09 Wie profitierten die Aktionäre von der Transaktion?

- Ausschüttung einer Sonderdividende
- Steigerung des Aktienwertes
- Rückkauf von Aktien
- Investitionen in andere Geschäftsbereiche

Strategische Aspekte**4.01 Welches waren die Hauptgründe für die Transaktion?**

-
-
-

4.02 Gab es Hemmschwellen oder Ängste, einen solchen Schritt zu machen?

-
-
-

4.03 Wo lagen die Knackpunkte bei der Mietvertragsverhandlung?

-
-
-

4.04 Nach welchen Kriterien wurde der Mietpreis festgelegt?

-
-
-

4.05 Welche Flexibilitäten haben Sie durch die Mietverträge gewonnen/verloren?

-
-
-

4.06 Messen Sie Ihrer Immobilie als Imageträger einen Mehrwert zu?

- Ja
- Nein

4.07 Wie veränderten die neuen Technologien und Arbeitsplatzsysteme Ihren Bedarf an Büro- oder Produktionsräumen?

- Beträchtliche Bedarfsabnahme
- Geringe Bedarfsabnahme
- Stabil
- Geringe Bedarfszunahme
- Beträchtliche Bedarfszunahme

4.08 Gewann das Unternehmen durch die Transaktion finanzielle Flexibilität?

- Ja
- Nein

4.09 Wurde versucht, vorhandenes Optimierungspotenzial der Immobilie vor dem Verkauf zu realisieren?

- Wenn ja, was hat diese gebracht? _____
- Nein

4.10 Wie schätzen Sie die Drittverwendungsfähigkeit ohne nennenswerte Investitionen in die veräusserten Immobilien ein?

- Keine
- Gering
- Mittel
- Gross

Generelle Aspekte

5.01 Können Sie mir die wichtigsten Punkte im Ablauf der Transaktion aufzählen?

-
-
-

5.02 Sehen Sie Verbesserungsmöglichkeiten in der Gestaltung des Ablaufes?

-
-
-

5.3 Haben Sie Ihre Erwartungen im Allgemeinen erfüllt?

- Ja
- Nein

5.4 Welche der aufgeführten Punkte sind mit der Transaktion erfüllt worden?

	Erfüllt	Nicht erfüllt
Konzentration auf Kernkompetenzen		
Abbau Administrationsaufwand		
Dynamisierung des Standortes		
Aktives Flächenmanagement		
Abbau Finanzierungsrisiken		
Transparenz in den Immobilienkosten		
Flexibilität der Unternehmensführung		
Schaffung von Wettbewerbsvorteilen		
Verbesserung Rating bei den Banken		
Erhöhung des Aktienwertes		
Senkung der Facility Management Kosten		
Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit		
Schaffung von liquiden Mitteln für Forschung, Innovation und Expansion		
Professionalisierung des Immobilienmanagements		
Übereinstimmung Immobilien- mit der Unternehmensstrategie		
Stärkung der Ertragskraft der Unternehmung		
Erhöhung der Liquidität		

Literaturverzeichnis

- Asson, Tim:** Real estate partnerships: A new approach to corporate real estate outsourcing, *Journal of Corporate Real Estate*, 2002, Vol. 4 No. 4, S. 327-333.
- Boemle, Max/Stolz, Carsten:** Unternehmensfinanzierung: Instrumente – Märkte – Formen – Anlässe, 13. Aufl. Zürich: SKV Verlag 2002.
- Dildei, Nicole:** Leitsätze zur Immobilienbewertung als Teil der immobilien-spezifischen Ergänzung des Corporate-Governance-Kodexes, in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, 01/2002, S. 26-46.
- DiRocco, Chuck:** Emerging Trends in Real Estate Europe 2007 Overview: Looking outside the box, in: *Global Real Estate Now*, PricewaterhouseCoopers, March 2007.
- Feusi, Marco (2004):** Das Immobilien-Management im Wandel. Die Betriebsliegenschaft – Teil der Unternehmensstrategie, in: *Neue Zürcher Zeitung*, 27.04.2004, Nr. 97, S. 71.
- Fierz, Kaspar:** Der Schweizer Immobilienwert, 5. vollst. überarbeitete und erweiterte Aufl., Schulthess Zürich, 2005.
- Giger, Reinhard (2005):** Anhaltende Herausforderungen im Corporate Real Estate Management – Das Optimierungspotenzial wird noch nicht ausgeschöpft, in: *Neue Zürcher Zeitung*, Nr. 267, 15.11.2005, S. 77.
- Gläser, Jochen/Laudel, Grit:** Experteninterviews und qualitative Inhaltsanalyse. 2., durchgesehene Auflage, VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden 2006.
- Hess, Markus:** Immobilien-Leasing in der Schweiz. Schulthess Polygraphischer Verlag AG, Diss., Zürich 1989.
- Jarosch, Jan-Patrick:** Immobilienleasing im Zeichen des Wandels, in: *Immobilien & Finanzierung*, 23.12.2005, http://www.gbi.de/r_startseite/index.ein, Abrufdatum: 04.07.2007.
- Jones Lang LaSalle:** European Real Estate Ownership Structures, European Capital Market Research, June 2002.
- Knüsel, Daniel:** Die Anwendung der Discounted Cash Flow-Methode zur Unternehmensbewertung, Schriftenreihe der Treuhand-Kammer Band 130, Verlag Hans Schellenbert, Winterthur 1994.
- Koller, Tim / Goedhart, Marc / Wessels, David:** Valuation: measuring and managing the value of companies; 4th edition, McKinsey & Company New York, John Wiley & Sons, Inc. 2005.
- Leibfried, Peter:** Anstehende Revision der Leasing-Regelungen nach IFRS, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 12/2006, S. 882-885.
- Liebler, Hans:** Strategische Optionen – Eine kapitalmarktorientierte Bewertung von Investitionen unter Unsicherheit, Diss., Universitätsverlag Konstanz 1996.

- Louargand, Marc:** Real estate's influence on enterprise value, *Journal of Corporate Real Estate* Vol. 1 No. 3, 199, pp 254-261.
- Mayring, Philipp:** Einführung in die qualitative Sozialforschung, 5., überarbeitete und neu gestaltete Auflage 2002, Belz Verlag Weinheim und Basel.
- Meissl Arebo, Ingrid (2001):** Immobilienmärkte – Interview mit Pascal Gantenbein in: *Neue Zürcher Zeitung*, 03.07.2001, S. 85.
- Meyer, Victor / Hafner, Stefan:** Immobilienleasing, in: *Der Schweizer Treuhänder*, 05/05, S. 407-412.
- Müller, Roland:** Die Zusammenarbeit muss stimmen – Ablauf und Ausgestaltung eines Sale-and-Lease-Back-Verfahrens Teil 2, *Immobilien Business*, pp 23-24, Ausgabe 12/2000.
- Pfister, Thomas / Knoll, Michael (2001):** Wie Milliardenpakete die Hand wechseln / Immobilienportfolio-Transaktionen in der Praxis, in: *Neue Zürcher Zeitung*, 03.07.2001, S. 69.
- Pfnür, Andreas / Armonat, Stefan:** Desinvestment von Unternehmensimmobilien unter besonderer Berücksichtigung der Vermarktungsmöglichkeiten, Arbeitspapier Nr. 32. Arbeitsbereich Öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften Universität Hamburg, August 2004.
- Pfnür, Andreas:** Kosten und Leistungswirkungen betrieblich genutzter Immobilien – Ergebnisse einer schriftlichen Befragung bei Grossunternehmen in der Bundesrepublik Deutschland, Arbeitspapier Nr. 23, August 1998.
- Pitschke, Christoph / Bone-Winkel Stephan:** Handlungsoption für Developer und Banken vor dem Hintergrund der neuen Baseler Eigenkapitalvereinbarung in: *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, 01.2005, S 37.
- Previdoli, David:** Substanzwert hat ausgedient, in: *HandelsZeitung*. <http://www.handelszeitung.ch/de>; Abrufdatum: 03.03.2004.
- Rindlisbacher, Kurt / Bernet, Markus / Gügler, Jean (2001):** Immobilien – Klotz am Bein oder „Business-Driver“? Mehrwert schaffen dank integrierten, massgeschneiderten Immobilienstrategien in: *Neue Zürcher Zeitung*, 03.07.2001, S. 67.
- Schalcher, Hans-Rudolf:** Immobilienmanagement. Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftsliegenschaften, Zürich WM Wirtschafts-Medien AG 2003.
- Schulte, Karl-Werner / Achleitner, Ann-Kristin / Schäfers, Wolfgang / Knobloch, Bernd:** Handbuch Immobilien-Banking; Rudolf Müller GmbH & Co Köln, 2002.
- Schulte, Karl-Werner:** Immobilienökonomie Band I Betriebswirtschaftliche Grundlagen 3. Auflage, Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, München, 2005.
- Tages-Anzeiger:** Die Swiss Re verkauft Ihre „Gurke“, Martin Vetterli, Ausgabe 06.02.2007, Seite 23.

Tages-Anzeiger: Mieten statt kaufen und flexibler werden, Jürg Zullinger, Ausgabe 11.06.2001, Seite Z15.

Vaassen, Nicole: Gewerbliches Immobilienleasing, Schriften zur Immobilienökonomie, Band 10.

Wainwright, Simon: Off balance sheet property ownership structures – Releasing capital from operational portfolios through divestment, Journal of Corporate Real Estate Vol. 2 Number 4, pp 330-342.

Ehrenwörtliche Erklärung

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

*„Schaffung von Unternehmensmehrwert durch
Sale-and-rent-back-Transaktionen“*

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Baar, 20. Juli 2007

Unterschrift
