



**Universität
Zürich^{UZH}**

Institut für Banking und Finance

Prof. Dr. Alexander F. Wagner

Bachelorarbeit

Die Sale-and-lease-back-Transaktion als Immobilienfinanzierungsalternative

Erstellt von: Stephan Jeggen

Betreuer: Dr. Philipp Gamper

Eingereicht am: 16. Juli 2015

Abstract

Der Themenkomplex Sale-and-lease-back (SLB)-Transaktion wird im Rahmen einer strukturierten Analyse und einem Fallbeispiel betrachtet. Begleitend von Einsichten aus persönlichen Interviews, wird aus dem Blickwinkel des Immobilienveräußerers eine umfassende Beurteilung der bereits etablierten Forschungs- und Literaturmeinung erarbeitet und ein Konsens zwischen Wissenschaft und Praxis geschaffen. Die Analyse zeigt, dass sich mit einer SLB-Transaktion finanzielle wie auch strategische Mehrwertpotenziale im Umgang mit Unternehmensimmobilien aufdecken lassen. Diese gilt es situationsabhängig für die jeweiligen Unternehmen kritisch zu betrachten.

Executive Summary

Problemstellung

Mit der Ankündigung der Credit Suisse (CS), ihren weltweit bedeutendsten Bürokomplex „Uetlihof“ im Rahmen einer SLB-Transaktion zu veräussern und sogleich wieder zurück zu mieten, wurden in der Schweiz jüngst die im Eigentum gehaltenen Unternehmensimmobilien in den Fokus strategischer Entscheide von Unternehmen gerückt. Für sogenannte Non-Property Unternehmen, deren primären Unternehmenszweck nach Gondring (2013) definitionsgemäss nicht dem Immobiliengeschäft dient, lässt sich Hunt (2006) folgend die berechtigte Fragestellung ableiten, weshalb solche Unternehmen beträchtliche Summen an Kapital in Bilanzpositionen gebunden haben sollen, in denen sie kein Fachwissen besitzen. Die Tatsache, dass nach Giger (2005) Unternehmensimmobilien regelmässig 30-50% aller Aktiva ausmachen, zeigt die Bedeutung immobilienpezifischer Entscheidungen innerhalb von Unternehmen. Die im Vergleich zum angelsächsischen Wirtschaftsraum hohe Eigentumsquote von Unternehmensimmobilien in der Schweiz zeigt darüber hinaus das Potenzial auf, durch alternative Finanzierungsformen die Immobilienbereitstellung zu gewährleisten. Der Entscheid einer SLB-Transaktion als Finanzierungsalternative für Non-Property Unternehmen soll im Rahmen einer ausführlichen Analyse kritisch betrachtet und mit einem fiktiven Fallbeispiel wie auch Meinungen von Experten aus persönlichen Interviews quantitativ und praxisnahe erarbeitet werden. Ziel der Aufarbeitung wie auch Gegenüberstellung von Literatur- und Forschungsmeinungen mit den Einblicken aus der Praxis ist es, die finanziellen und strategischen Motive einer SLB-Transaktion aus dem Blickwinkel des Immobilienveräussers aufzuzeigen. Darüber hinaus soll ein Verständnis für die bilanzielle Erfassung von SLB-Transaktionen unter Swiss Generally Accepted Accounting Principles – Fachempfehlung zur Rechnungslegung (Swiss GAAP FER) sowie International Financial Reporting Standards (IFRS) geschaffen und die steuerlichen Implikationen beispielhaft aufgezeigt werden.

Vorgehen

Die strukturierte Analyse der SLB-Transaktion als Immobilienfinanzierungsalternative wird in vier Abschnitten erarbeitet. Der erste Teil der Arbeit befasst sich mit einer Studie von Redmann und Tanner (1991) und zeigt die Finanzierungsinstrumente für Unternehmensimmobilien und die daraus implizierten Chancen zur Ausgliederung mit einer SLB-Transaktion. Gegenstand des zweiten Abschnittes ist die Auseinandersetzung mit den finanziellen und bilanziellen Vor- und Nachteilen wie auch Chancen und Risiken, um das Verständnis dieser Transaktion aus der finanziellen Perspektive zu fördern. Zugleich werden ab diesem Teil der Arbeit ausgewählte Zitate der Transkripte von persönlich geführten Experteninterviews in die Analyse miteinbezogen, um einen

Dialog zwischen Wissenschaft und Praxis zu schaffen. Abgerundet wird die finanzielle Betrachtungsweise der SLB-Transaktion mit der Analyse von steuerlichen Implikationen. Mit den Erkenntnissen der finanziellen Vorgänge können in einem dritten Teil die von den finanziellen Vor- und Nachteilen abgeleiteten strategischen Motive analysiert und interpretiert werden. Abschliessend zeigt ein Fallbeispiel eines fiktiven Unternehmens im vierten Abschnitt dieser Arbeit die Auswirkungen auf den Cash-Flow wie auch auf die Bilanz auf, um die gewonnenen Erkenntnisse quantitativ aufzeigen zu können. Eine abschliessende SWOT-Analyse fasst die erarbeiteten Vor- und Nachteile wie auch Chancen und Risiken zusammen. Ein Ausblick des weiteren Potenzials schliesst die Analyse der SLB-Transaktion als Immobilienfinanzierungsalternative ab.

Resultate und allgemeine Beurteilung

Nach Zulliger (2006a) werden schwach rentierende Vermögensteile unter Ertragswert-orientierter Unternehmensführung oft in Frage gestellt. Die SLB-Transaktion ermöglicht dem Immobilienveräusserer, den Zugang zum Marktwert des Assets zu ermöglichen und die stillen Reserven zu realisieren (Croonen (2007)). Die geschaffenen Mittel dienen einerseits der Optimierung der Vermögens- wie auch Finanzierungsstruktur, um insbesondere durch eine „off-balance-sheet“-Finanzierung eine Bilanzverkürzung zu erreichen. Dieser Erkenntnis folgend zeigt Barris (2002) eine Verbesserung der Performancekennzahlen von Unternehmen, wenn die Immobilien zu einer tieferen Verzinsung zurückgemietet werden kann, als der aktuelle Return des eingesetzten Kapitals beträgt. Andererseits dient die Umwandlung von illiquiden Assets in liquide Vermögenswerte auch der Schaffung von flüssigen Mitteln, die in das Kerngeschäft investiert werden können und mitunter nach Ansicht von Devaney und Lizieri (2004) eine bessere Rendite erzielen können, als wenn das Kapital in den Unternehmensimmobilien gebunden bleibt. Insbesondere für Klein- und Mittelunternehmen, die aufgrund fehlendem Kapitalmarktzugang nach Wanzenried (2012) primär auf Bankkredite angewiesen sind, kann mit der SLB-Transaktion eine alternative Form der Finanzierung angestrebt werden. Dies ermöglicht einen Kontakt mit neuen potenziellen Investoren.

Cary zeigte bereits im Jahre 1948, dass ein wesentliches Charakteristikum der SLB-Transaktion ein „individually-tailored-product“ ist, wonach für den Immobilienveräusserer zeitlich und summenmässig abgestimmte Zahlungsströme erreicht werden können. Mit dieser nach den Bedürfnissen des Unternehmens ausgerichteten Mittelbeschaffung wird für Non-Property Unternehmen nach Hill (2001) die Chance geboten, sich von Unternehmensimmobilien zu lösen, die der Autor aufgrund mangelnden Einbezugs in die Unternehmensstrategie als „operational pain“ beschreibt und nur selten einen Shareholder Value erzielen können. Mit dem Schritt zur Veräusserung des Firmensilbers und anschliessender, meist langfristiger Rückmietung wird nach Tipping und Bullard (2007) die Notwendigkeit geschaffen, die Unternehmensimmobilien aktiv in die strategi-

sche Entwicklung des Unternehmens mit einzubeziehen. Dadurch begründet, dass die Immobilieneigentümer durch lange Eigentumsdauer einen niedrigen Schuldbetrag und demzufolge kaum Transparenz von Immobilienkosten aufweisen, kann durch den Wechsel in eine Mietsituation das Bewusstsein für die Raumbelégungskosten gestärkt und ein nach den Flächenbedürfnissen des Unternehmens ausgerichtetes Immobilienportfolio aufgebaut werden. Die Steigerung der Transparenz erfolgt nicht nur betriebs-intern, sondern mit der nach Brennan (1990) geschilderten „hidden value hypothesis“ kann durch die Marktbewertung von bedeutenden Bilanzpositionen, deren Marktwert den Anlegern meist verwehrt bleibt, die Informationsasymmetrie abgebaut werden.

Die SLB-Transaktion muss nach Brueggeman und Fisher (2011) bezüglich der anfallenden Liquiditätsbelastung auch kritisch betrachtet werden. So darf der Vorteil einer SLB-Transaktion, die eigenen Ressourcen in die Kerntätigkeit zu investieren, nicht mit der anfallenden Liquiditätsbelastung kompensiert werden. Nach Ansicht von Cary (1948) sind es insbesondere die Illiquidität der Immobilie für den Investor, die mit einer Liquiditätsprämie abgegolten werden muss, und die komplexen, zeitaufwendigen Verhandlungen Kostenfaktoren, die diese Finanzierungsart teuer gestaltet. Darüber hinaus gibt das Unternehmen nach Hill (2001) ein Collateral auf, welches für zukünftige Investitionen und deren Refinanzierung eingesetzt werden könnte. Des weiteren wird nach Ehweiner (2013) bewusst auf eine allfällige zukünftige Wertsteigerung der Immobilien verzichtet. Eine kurzfristige Gewinnmaximierung zu Lasten zukünftiger Unternehmensgenerationen wie auch das herauszögern einer drohenden Illiquidität sind weitere kritische Aspekte im Rahmen einer SLB-Transaktion, welche die Analyse der vorliegenden Arbeit aufgezeigt hat. Zuletzt müssen nach Laposa und Charlton (2001) durch den Entscheid einer Veräußerung die kulturellen Unterschiede zwischen dem angelsächsischen und europäischen Wirtschaftsraum überwunden werden und allfällige Reputationsrisiken in Kauf genommen werden.

Ungeklärt bleibt die Antwort auf die Frage, ob mit einer SLB-Transaktion eine Flexibilitätserhöhung erreicht werden kann. Während Ling (2012) einen Flexibilitätsverlust als Nachteil einer SLB-Transaktion aufführt, sehen Eicher (2007) wie auch Laposa und Charlton (2001) als einer der Hauptgründe für die SLB-Transaktion eine Erhöhung der Flexibilität in der Raumbelégung. Begründet werden diese Ansichten mit der Möglichkeit, durch flexibel gestaltete Mietverträge, die eine allfällige Untervermietung wie auch die Rückgabe von Teilflächen ermöglichen, die Flexibilität im Vergleich zur Eigentumssituation zu erhöhen.

Die durch die mit den persönlichen Experteninterviews gewonnenen Einsichten zeigen den obigen Erkenntnissen aus Literatur und Forschung folgend drei strategische Beweggründe in der Praxis, einen Entscheid zur SLB-Transaktion aus der Perspektive des Immobilienveräußerers zu fällen. Zum einen stehen die Unternehmen einer stetigen Forderung von Kapitaleffizienz gegenüber, der

die Unternehmen dazu verleitet, gewichtige Bilanzpositionen zu Gunsten von rentableren Investitionen in das Kerngeschäft zu veräußern. Auf der anderen Seite, insbesondere im regulatorischen Umfeld des Bankenwesens, werden die Finanzinstitutionen dazu aufgefordert, durch Veräußerung von Unternehmensimmobilien das Eigenkapital zu stärken und nicht in den Immobilien gebunden zu halten. Zuletzt zeigen sich strategische Motive zur Veräußerung von Unternehmensimmobilien. Für Non-Property Unternehmen schafft nicht das Eigentum, sondern die Nutzung der Unternehmensimmobilien einen Mehrwert. Die SLB-Transaktion bietet in dieser Form die Möglichkeit, langfristige Entscheide bezüglich der Raumbellegung zu fällen und bei unsicherer Bedeutung von Unternehmensimmobilien einen Verkauf und die Rückmiete zu tätigen, wenn die Immobilie noch vermietet ist und gute Verkaufserlöse erzielt werden können. Das Instrument der „Reverse Auction“ trägt in der Praxis dazu bei, steuerliche Vorteile zu erzielen und die zukünftigen Raumbellegungskosten proaktiv zu beeinflussen. In diesem Verfahren legen die Unternehmen den Verkaufspreis fest und die Investoren bieten den tiefsten Mietzins, den sie bereit sind zu akzeptieren. Dieses Vorgehen erlaubt eine proaktive Steuerung der zukünftigen Raumbellegungskosten, damit eine kurzfristige Gewinnmaximierung zu Lasten hoher Marktmieten in Zukunft verhindert werden kann.

Entgegen der divergierenden Meinung aus Forschung und Literatur bezüglich der Flexibilitätseffekte nach einer SLB-Transaktion sind die Experten aus der Praxis einstimmig der Meinung, dass die entstehende Abhängigkeit zwischen Unternehmen und Investor nicht unterschätzt werden darf. Dieser Erkenntnis folgend bleibt eines der schwierigsten Unterfangen in der Praxis die Einigung der Finanzierung von Anschlussinvestitionen in die Unternehmensimmobilie.