

September 2007

Erschienen im PS vom 20 September 2007

Deal or no Deal?

Warum mobiles Kapital nicht zu Immobilien Gütern passt und die Lex Koller hilft

VON JACQUELINE BADRAN*

Da haben wir ihn – den Musterdeal. Exemplarisch steht er für den Umbau der Immobilienmärkte zu reinen Kapitalmärkten und indirekten Anlagen - wie von mir in dieser Publikation schon mehrfach beschrieben.

Vom Detailhändler zum Immobilienkonzern

1995 gerät die Basler Handelsgesellschaft UTC International – Eigentümerin von Jelmoli – in Finanznöte. Zeitgleich wird die Lex Koller im Bereich der Gewerbeimmobilien gelockert. 1996 bekommt Dipl. Ing. Fust in einem Übernahmekampf den Zuschlag für Jelmoli. Daraufhin lagert Jelmoli die Immobilien aus unter dem Dach der Jelmoli Holding AG und wird zum «Detailhandels- und Immobilienkonzern». Dabei verfügt Jelmoli über eines der qualitativ besten Immobilienportfolios der Schweiz konzentriert an den wichtigen Standorten Zürich und Genf an besten Lagen. Die professionelle Bewirtschaftung beginnt.

Im Jahr 2000 verkündet Jelmoli das Immobilienstandbein kräftig um 50% auszubauen. Die Immobilien werden auf 1,3 Milliarden geschätzt und tragen über die Hälfte zum Konzernergebnis bei. Im März 2001 wird Electro Plus Digital aufgekauft und die dazugehörigen sieben Standorte. Damit hat Jelmoli das dichteste Netz an Elektronik-Fachmärkten der Schweiz. Im Mai 2006 kauft Jelmoli die Eschenmoser AG. Damit erwirbt sie auch zahlreiche Immobilien an besten städtischen Lagen. Das Filialnetz wird in Fust integriert, es kommt zu Entlassungen und Lohnkürzungen. Im ersten Halbjahr 2007 hat Jelmoli seinen Reingewinn auf 371 Mio. Fr. mehr als versiebenfacht. Grund ist ein Einmaleffekt aus Wertsteigerungen im Immobilienbesitz.

Vom Immobilienkonzern zum Finanzkonzern

2007 verkauft Jelmoli Fust für eine Mrd. Fr. an Coop. Die Wettbewerbskommission schaut genauer hin.

Zwei Monate später erfolgt der zweite Mega-Deal: Das Schweizer Immobilien-Portefeuille des Jelmoli-Konzerns wird für 3,4 Mrd. Fr. an ein israelisches Konsortium veräussert. Dieser Preis kommt gegenüber dem per Ende 2006 ausgewiesenen Immobilienwert einem beachtlichen Aufschlag von 25% bis 30% gleich. Alleine auf den Liegenschaften im Kanton und in der Stadt Zürich sei ein Gewinn von mehreren hundert Millionen Franken erzielt worden, schreibt die NZZ daraufhin.

Mit einem netten Trick – der seit der Unternehmenssteurreform 2005 möglich ist - wurde vermieden, dass Jelmoli auf diese Wertsteigerung keine Grundstückgewinnsteuern zahlt: Die betreffenden Immobiliengesellschaften wurden im Frühjahr in eine niederländische Gesellschaft ausgelagert. Grundstückgewinnsteuern werden hierzulande dann fällig, wenn Liegenschaften von einer Hand zur anderen gereicht werden. Je nach Gemeinde oder Kanton beträgt sie bis zu 30% des auf der Liegenschaft erzielten Gewinnes. Die Idee dahinter ist, dass einerseits ein Teil der Bodenrente sozialisiert wird und andererseits Immobilienspekulationen unattraktiver zu machen.

Wie hoch der entgangene Profit für die Stadt Zürich ist, ist noch nicht bekannt. Die von der NZZ geschätzten 200 Millionen dürften deutlich zu hoch sein. Jelmoli profitiert bei dem gewählten Vorgehen vom Doppelbesteuerungsabkommen der Schweiz mit den Niederlanden. Dort gilt der Verkauf des Jelmoli-Immobilienportefeuilles als «share deal»: Er wird darauf abgestützt, dass Immobilienaktien verkauft werden – und nicht Liegenschaften. Der Gewinn aus dieser Transaktion muss in Holland nicht versteuert werden. (Übrigens – verkaufen die Israeli die Aktien weiter – entstehen wieder keine Erträge, da Kapitalgewinne steuerfrei sind.)

Jelmoli wird in Zukunft nur noch über wenige Aktivitäten, dafür aber über sehr viel Geld in der Kasse verfügen, nämlich netto rund 3 Mrd. Fr. Diese frei werdenden Mittel sollen allerdings nicht an die Aktionäre ausgeschüttet, sondern reinvestiert werden. Die Überprüfung der Unternehmensstrategie habe ergeben, dass allein die Option «Veräusserung aller bestehenden Assets und vollständige strategische Neuausrichtung des Geschäfts zwecks Renditeoptimierung» den Erwartungen aller Stakeholder (Anspruchsgruppen) gerecht werden könne, wurde betont. Gemeint sind damit die Arbeitsplatzsicherheit für die Arbeitnehmer zum einen und der Wertzuwachs von jährlich mehr als 10% für die Aktionäre zum anderen. Das Unternehmen, das sich von einer «reinen» Warenhauskette recht erfolgreich zu einer Gesellschaft mit einem Fokus auf Immobilien gewandelt hat, soll nun schwergewichtig zu einer Investment-Gesellschaft mutieren.

Aber nein – wer hätte das gedacht – die Schlacht um die eingespülte Liquidität aus diesen Bilanzumschichtungen geht los. An Jelmoli beteiligte Hedgefonds fordern eine vollständige Ausschüttung der Milliarden-Erlöse aus dem Fust-Deal und dem Immobilien-Deal. Die Führungsspitze, um von Opel will das Geld weiter anlegen. Im anderen Fall wird verlangt, der Verkauf der Immobilien an ein israelisches Konsortium für 3,4 Milliarden Franken bedürfe der Zustimmung der Generalversammlung. Jelmoli musste nun seine für September geplante Generalversammlung um Monate verschieben.

Was lernen wir daraus?

1. Über Jahrzehnte aufgebaute Vermögenswerte können innerhalb von wenigen Monaten aufgelöst werden und gehen an Akteure, die nicht an deren Aufbau beteiligt waren. Es geht um die Realisierung von sogenannten "Windfall profits" also Profite ohne wirtschaftliche Produktion.
2. Bezahlen tun dies die Konsumenten, die früheren Aktionäre, sowie die Arbeitnehmenden.
3. Das mobile Kapital kann auch bei immobilien Gütern kurz ins Ausland verschoben werden, um Steuern zu umgehen: Die indirekten Anlagen zeigen ihre unschönen Wirkungen.
4. Der Umbau der Immobilienmärkte zu reinen Kapitalanlagen findet statt
5. Wäre die Lex Koller für Gewerbeimmobilien nicht abgeschafft, wären solche Deals nicht wahrscheinlich: Die zusätzliche Nachfrage von ausländischem Kapital ist preistreibend und schafft enorme Anreize für solche Transaktionen (Bilanzumschichtungen).
6. Der Kampf um den Boden ist global auferstanden mit wirtschaftlichen und nicht militärischen Mitteln.

Solche Deals wären mit dem Fall der Lex Koller bei Wohnimmobilien viel wahrscheinlicher – so wie das im grossen Stil beispielsweise in Deutschland geschieht. Wer will das und wem nützt das? Immobilien ist ein lokales Geschäft: Mobiles Kapital passt nicht zu immobilien Gütern. Das ist definitiv ein Fehlkonstrukt. Ich prophezeie Ungutes für die Sulzer Immobilien.

Jacqueline Badran ist Biologin, Ökonomin/Staatswissenschaftlerin HSG, Unternehmerin, Gemeinderätin Zürich