

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis	XIII	
Abbildungsverzeichnis.....	XV	
Tabellenverzeichnis.....	XVII	
1	Einleitung und Problemstellung.....	1
1.1	Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2	Wissenschaftstheoretische Positionierung.....	2
1.3	Gang der Untersuchung	4
2	Grundstruktur einer Immobilien-Portfoliotransaktion durch Selbstnutzer.....	7
2.1	Definition und Transaktionsbeteiligte im Überblick.....	7
2.2	Verkäufer	8
2.2.1	Abgrenzung	8
2.2.2	Motive	9
2.2.3	Interessenskonflikte der Immobilienverwaltung bei Selbst- nutzern (Corporate Real Estate Management)	12
2.3	Verkaufsagenten.....	15
2.3.1	Funktionen des Verkaufsagenten.....	15
2.3.2	Der klassische Immobilien-Makler	17
2.3.3	Mergers & Acquisitions-Berater (Lead Advisory).....	19
2.3.3.1	Unterschiedliche Beratergruppen	19
2.3.3.2	Strategiefindung.....	21
2.3.3.3	Prozesssteuerung (Projektmanagement)	22
2.3.3.4	Bewertung.....	23
2.3.3.5	Vendor Due Diligence (Profilerstellung).....	24
2.3.3.6	Verhandlungsführung.....	25
2.3.3.7	Transaktionsstrukturierung und Finanzierung	25
2.4	Sonstige Verkäuferberater	26
2.4.1	Bewertung.....	26
2.4.2	Vendor Due Diligence (Profilerstellung).....	26
2.4.3	Verhandlungsführung.....	27
2.5	Käufer.....	27
2.5.1	Zwischeninvestoren.....	27
2.5.1.1	Investitionsstrategien.....	27
2.5.1.2	Real Estate Private Equity Funds.....	28
2.5.1.3	Aufteiler	29
2.5.1.4	Projektentwickler	30
2.5.1.5	Immobilienhandelsunternehmen.....	30
2.5.2	Endinvestoren.....	31
2.5.2.1	Überblick und Investitionsstrategien.....	31
2.5.2.2	Versicherungen / Pensionskassen	34
2.5.2.3	Offene Immobilienpublikums- und spezialfonds	37
2.5.2.4	Geschlossene Immobilienfonds	39
2.5.2.5	Internationale Immobilienaktiengesellschaften	40
2.5.2.6	Privatinvestoren	42
2.5.2.7	Strategische Investoren	42

2.5.2.8	Zwischenfazit	42
2.6	Fremdkapitalgeber	43
2.6.1	Definition	43
2.6.2	Typen von Fremdkapitalgebern	43
2.6.3	Risiken aus Sicht des Fremdkapitalgebers	44
2.6.4	Transaktionsprozess der Fremdkapitalgeber	45
2.6.5	Strukturierung der Finanzierung	46
2.6.5.1	Tranchierung.....	46
2.6.5.2	Tilgung	48
2.6.5.3	Besicherung	48
3	Verkaufsobjekt	51
3.1	Gestaltung des Nutzungsüberlassungsvertrags	51
3.1.1	Leasingverträge (Sale-and-Leaseback)	51
3.1.2	Mietverträge (Sale-and-Rentback).....	51
3.1.3	Bilanzielle Auswirkungen	51
3.1.4	Beurteilung der beiden Bereitstellungsvarianten	52
3.1.5	Zwischenfazit zur Art der Nutzungsüberlassung.....	53
3.2	Immobilien- und Nutzungsarten	53
3.2.1	Überblick.....	53
3.2.2	Gewerbeimmobilien	54
3.2.3	Sonderimmobilien.....	57
3.3	Bedeutung der Immobilien im Unternehmen (Strategisches Risiko).....	58
3.3.1	Funktionen der Immobilie im Unternehmen	58
3.3.2	Strategische Risiken aus Immobilien	60
3.3.3	Bedeutung von Immobilien in Unternehmen	61
3.3.4	Zwischenfazit	64
3.4	Qualität als Anlageobjekt: Investment Grade	64
3.4.1	Investment Grade.....	64
3.4.2	Objektqualität	65
3.4.3	Lage	65
3.4.4	Mieterbonität	67
3.4.5	Merkmale, die sich aus dem Anlageverhalten institu- tioneller Investoren ergeben	67
3.5	Transaktionsstruktur: Asset vs. Share Deal	68
3.6	Organisation der Interessentenansprache.....	71
3.7	Bisherige Transaktionen in Deutschland	73
4	Exploration: Transaktionsprozess und Problemfelder	77
4.1	Einführung zur Methodik.....	77
4.2	Wahl der Interviewform.....	77
4.2.1	Vergleich der Interviewformen	77
4.2.2	Auswahl der geeigneten Interviewform	78
4.3	Methode der Interviewführung	78
4.4	Methode der Datensammlung	79
4.4.1	Auswahl der Methode / Formen der Inhaltsanalyse	79
4.4.2	Ablauf der Inhaltsanalyse	80
4.4.3	Einbindung eines Kategoriensystems / Analysematrix.....	80

4.4.4	Ergebnisdarstellung	81
4.5	Nachweis von Gütekriterien	82
4.6	Stichprobe	83
4.6.1	Grundgesamtheit	83
4.6.2	Rücklaufquote	84
4.7	Phasen des Transaktionsprozesses.....	84
4.7.1	Herleitung der Phasen des Transaktionsablaufs.....	84
4.7.2	Analyse der Ausgangssituation	85
4.7.3	Dokumentation Verkaufsobjekte	86
4.7.4	Interessentenansprache / Käuferidentifikation.....	86
4.7.5	Kontaktaufnahme mit Käufergruppe.....	86
4.7.6	Verkaufsverhandlung / - abschluss.....	87
4.8	Problemfelder von Portfoliotransaktionen.....	87
4.8.1	Einführung	87
4.8.2	Allgemeine Problemfelder bei Verkäufen von Unternehmensimmobilien.....	87
4.8.2.1	Schlechte Datenlage / Unzureichende Vendor Due Diligence.....	87
4.8.2.2	Verkaufsbereitschaft nicht stabil.....	88
4.8.2.3	Schlechte Qualität des Datenraums	89
4.8.2.4	Käuferseitige Variation der preisbeeinflussenden Annahmen.....	89
4.8.2.5	Unklare Nutzerinteressen / Nutzerwiderstand.....	89
4.8.2.6	Unzureichende Objektbesichtigungen / Widerstand des FM-Personals.....	90
4.8.2.7	Uneindeutige preisbeeinflussende Annahmen (seitens des Verkäufers).....	90
4.8.2.8	Käuferseitige Ablehnung von Haftungsklauseln der Nutzer	90
4.8.2.9	Widerstand der Verkäufer zur Garantieübernahme.....	91
4.8.2.10	Weitere allgemeine Problemfelder bei Verkäufen von Unternehmensimmobilien	91
4.8.3	Spezifische Problemfelder von Portfoliotransaktionen.....	91
4.8.3.1	Schlechtes Transaktionsmanagement.....	91
4.8.3.2	Hohe Preisforderung (u. a. wegen Buchwerten) / unzureichende Ermittlung der Marktwerte.....	92
4.8.3.3	Keine Nachfrage / Produkt nicht marktgängig.....	93
4.8.3.4	Instabiles Portfolio / Herausnahme von Objekten.....	93
4.8.3.5	Unsichere Finanzierung durch Käufer	94
4.8.3.6	Mehrfachangebote / zu breite Streuung des Portfolios	94
4.8.3.7	Weitere spezifische Problemfelder von Portfoliotransaktionen	94
4.8.4	Frequenzanalyse.....	96
5	Explikation: Transaktionsprozess und Urteilsfehler	99
5.1	Einführung	99
5.2	Verhaltenstheoretische Urteilsfehler (Behavioral Decision Anomalies).....	99

5.2.1	Ursprung.....	99
5.2.2	Überlick über Urteilsfehler.....	100
5.2.2.1	Struktur der Urteilsfehler.....	100
5.2.2.2	Anchoring and Adjustment.....	100
5.2.2.3	Sunk Cost Effect.....	101
5.2.2.4	Ambiguity Aversion.....	102
5.2.2.5	Mental Accounting.....	103
5.3	Erklärungsmodell.....	104
5.3.1	Modell des Portfolioverkaufs als zweiteilige Entscheidungslotterie des Verkäufers.....	104
5.3.2	Anwendung von Urteilsfehlern als Erklärung für Problemfelder der Transaktionen.....	105
5.4	Diskussion.....	110
6	Empfehlungen für die Transaktionsvorbereitung.....	115
6.1	Einführung.....	115
6.2	Zum Begriff „Vendor Due Diligence“.....	115
6.2.1	Definition Due Diligence.....	115
6.2.2	Abgrenzung Vendor Due Diligence.....	116
6.2.3	Teilbereiche und Position im Transaktionsprozess.....	117
6.2.4	Motivation des Verkäufers.....	118
6.2.5	Vendor Due Diligence Team.....	119
6.3	Analyse der Ausgangssituation.....	120
6.3.1	Bestimmung der Eigentümerziele.....	120
6.3.2	Marktanalyse (Definition Käufergruppe).....	122
6.3.2.1	Erfahrungen der Transaktionsteilnehmer.....	122
6.3.2.2	Empfohlene Vorgehensweise bei Marktanalyse und Definition der Käufergruppe.....	123
6.3.3	Wettbewerbsanalyse.....	125
6.3.3.1	Vorbemerkung.....	125
6.3.3.2	Marktabgrenzung / Identifikation der Konkurrenzbeziehungen.....	125
6.3.3.3	Identifikation der aktuellen Wettbewerber / Prognose des Markteintritts zukünftiger Wettbewerber.....	129
6.3.3.4	Konkurrentenanalyse / Identifikation von Wettbewerbsvorteilen.....	130
6.3.4	Portfolioanalyse und Verkaufsportfoliostukturierung.....	131
6.3.4.1	Portfolioanalyse.....	131
6.3.4.2	Grundsätze für die Objektauswahl und Verkaufsportfoliostukturierung.....	132
6.3.4.3	Verkaufsportfoliostukturierung – beispielhaft für den Verkauf an einen Opportunity Funds.....	133
6.3.5	Maßnahmen-, Zeit-, Meilenstein- und Zielplanung.....	137
6.3.5.1	Projektphasen.....	137
6.3.5.2	Projektdefinition.....	137
6.3.5.3	Projektplanung.....	139
6.3.5.4	Projektdurchführung.....	142
6.3.5.5	Beraterauswahl.....	144

6.3.5.6	Weitere Empfehlungen aus Interviews	144
6.4	Dokumentation Verkaufsobjekte	146
6.4.1	Objektanalyse / Objektaufbereitung / Datenvervollständigung	146
6.4.1.1	Vorbemerkungen.....	146
6.4.1.2	Wirtschaftliche Due Diligence.....	147
6.4.1.3	Finanzielle Due Diligence	149
6.4.1.4	Rechtliche Due Diligence.....	149
6.4.1.5	Steuerliche Due Diligence.....	151
6.4.1.6	Technische Due Diligence.....	153
6.4.1.7	Umwelt Due Diligence.....	155
6.4.1.8	Organisatorische Due Diligence	156
6.4.1.9	Dokumentation der Verkäufer Due Diligence	156
6.4.1.10	Abstimmung mit den Nutzern.....	157
6.4.1.11	Weitere Empfehlungen aus den Interviews.....	157
6.4.2	Festlegung der endgültigen Portfoliostruktur.....	158
6.4.3	Ermittlung des Marktwertes	158
6.4.3.1	Einführung	158
6.4.3.2	Bewertungsverfahren.....	158
6.4.3.3	Auswahl des Bewertungsverfahrens.....	160
6.4.3.4	Durchführung der Bewertung.....	162
6.4.4	Durchführung kurzfristiger Verbesserungsmaßnahmen	165
6.4.4.1	Einführung	165
6.4.4.2	Bauliche Defizite	166
6.4.4.3	Rechtliche Defizite	166
6.4.4.4	Leerstände.....	167
6.4.5	Information der notwendigen Gremien.....	167
7	Empfehlungen für die Transaktionsdurchführung	169
7.1	Strukturierung des Bieterverfahrens.....	169
7.1.1	Mögliche Strukturen: Exklusive Verhandlungen oder Bieterverfahren	169
7.1.2	Subformen von Auktionen / Bieterverfahren	171
7.1.3	Auswahlkriterien.....	172
7.1.3.1	Entscheidung Auktion oder Exklusivverhandlungen.....	172
7.1.3.2	Wahl der Auktionsform	173
7.1.4	Break Fees	174
7.1.5	Zwischenergebnis	175
7.2	Interessentenansprache / Käuferidentifikation.....	177
7.2.1	Interessentenansprache / Einladung zur Registrierung	177
7.2.2	Registrierung / Vertraulichkeitserklärung	179
7.2.2.1	Registrierung	179
7.2.2.2	Vertraulichkeitserklärung	179
7.2.3	Versand einer Kurzzusammenfassung der Verkaufsobjekte.....	179
7.2.3.1	Process Letter	179
7.2.3.2	Kurzzusammenfassung	180
7.2.3.3	Kaufvertragsentwurf.....	181
7.2.3.4	Stapled Finance	183

7.2.4	Empfang und Auswertung der indikativen Angebote	191
7.2.4.1	Indikatives Angebot im Sinne eines Letter of Intent.....	191
7.2.4.2	Definition und Abgrenzung zu anderen Erklärungen / Vereinbarungen	191
7.2.4.3	Inhalt des indikativen Angebots.....	192
7.2.4.4	Weitere Empfehlungen aus Experteninterviews.....	194
7.2.4.5	Vergleich der Angebote und Vertrags-Mark-Ups	195
7.2.5	Auswahl der potenziellen Käufer für Due Diligence	196
7.2.5.1	Anzahl und Anforderungen an Bieter	196
7.3	Kontaktaufnahme mit Käufergruppe.....	198
7.3.1	Versand Information Memorandum (optional).....	198
7.3.2	Datenraumeinrichtung.....	198
7.3.2.1	Informationsanforderungen der Käufer.....	198
7.3.2.2	Weitergabe Vendor Due Diligence-Berichte	201
7.3.2.3	Virtueller Datenraum – Vor- und Nachteile	203
7.3.3	Begleitung der Käufer-Due Diligence.....	204
7.3.3.1	Funktionen der Käufer-Due Diligence.....	204
7.3.3.2	Aufgaben des Verkäufers.....	205
7.3.4	Objektbesichtigungen.....	207
7.3.5	Empfang und Auswertung der verbindlichen Gebote.....	207
7.3.6	Auswahl eines potenziellen Käufers für Exklusivität (optional).....	208
7.4	Verkaufsverhandlung / - abschluss.....	208
7.4.1	Vertragsverhandlungen	208
7.4.1.1	Einführung	208
7.4.1.2	Verhandlungsführung.....	209
7.4.1.3	Gewährleistung und Garantien.....	210
7.4.1.4	Vertragsunterzeichnung (Signing).....	212
7.4.2	Grundbuchlicher Vollzug (Closing).....	212
7.4.3	Überwachung von Rechten und Pflichten (aus Verträgen)	213
8	Zusammenfassung und Ausblick	215
	Literaturverzeichnis	217