

Flexibles Sale-and-Lease-back als Erfolgsfaktor

Alexander Hesse und Marcel Köchling

Das in Immobilien gebundene Kapital der Unternehmen zu aktivieren war die große Hoffnung an die REITs. Erfüllen konnte das neue Anlagevehikel die Erwartungen noch nicht. Stattdessen gewinnt Sale-and-Lease-back an Attraktivität, zumal es inzwischen deutlich flexiblere Modelle gibt, wie die Autoren darlegen. Damit sei diese spezielle Variante der Eigenkapitalstärkung auch für neue Zielgruppen wie zum Beispiel Banken interessant, denen die früheren Leasingstrukturen nicht gerecht wurden. Aufgrund des höheren Risikos wagen sich jedoch nur spezialisierte Investoren an dieses Geschäft. (Red.)

Sale-and-Lease-back-Transaktionen sind seit längerer Zeit ein anerkanntes und verbreitetes Instrument für Unternehmen, sich kurzfristig Liquidität zu verschaffen und gleichzeitig ein Nutzungsrecht am übertragenen Gut zu erhalten. Solche Transaktionen sind grundsätzlich auch für Immobilien geeignet und gewinnen vor dem Hintergrund der aktuellen Marktgegebenheiten zunehmend an Bedeutung.

Hohe Eigentumsquote bei deutschen Unternehmen

Deutsche Unternehmen haben im internationalen Vergleich in Bezug auf ihren Immobilienbestand eine hohe Eigentumsquote, wodurch enormes Kapital gebunden wird.¹⁾ Im Zuge gestiegener Finanzierungskosten und sich verschlechternder Bedingungen zur Aufnahme von Fremdkapital sehen sich Unternehmen dazu veranlasst, verstärkt nach Alternativen zur Liquiditätsbeschaffung zu suchen.

Das „klassische“, bisher überwiegend praktizierte Sale-and-Lease-back-Modell mit einer kompletten, auf lange Laufzeiten ausgerichteten Rückmietung der veräußerten Objekte (zum Beispiel bei Baumärkten) entspricht jedoch nicht zwingend dem Anforderungsprofil vieler deutscher Unternehmen.

Insbesondere unter dem Blickwinkel der aktuellen Rahmenbedingungen im Kapital- und Immobilienmarkt sind Lösungen gefragt, die dem veräußernden Unternehmen die notwendige Flexibilität geben und zugleich dem Investor einen stabilen Cash-Flow gewähren.

Die Abbildung verdeutlicht die Spannweite an Ausprägungen, die zwischen einem „klassischen“ und einem flexiblen Sale-and-Lease-back-Modell bestehen. Die Unterschiede werden anhand von sechs Parametern dargestellt: Laufzeit der Rückmietverträge, Umfang der Rückmietung, Repositionierungspotenzial der Objekte, typische Immobilie der unterschiedlichen Konzepte, typische Verkäufergruppen und typische Käuferkategorien.

Mietverträge bei „klassischen“ Sale-and-Lease-back-Transaktionen sind üblicherweise mit einer langen Laufzeit ausgestattet, die dem Investor einen langfristigen, stabilen Cash-Flow sichern. Nicht jedes Unternehmen möchte sich jedoch über einen längeren Zeitraum an einen Investor binden und die genutzte Immobilie für zehn bis 15 Jahre anmieten, sodass sich nur wenig Spielraum für eventuell notwendige Anpassungen an ein sich änderndes Marktumfeld bietet.

Laufzeit und Umfang der Rückmietung

In dieselbe Richtung zielt auch der Umfang der Rückmietung der übertragenen Objekte. Viele im Markt zu beobachtende Sale-and-Lease-back-Transaktionen beinhalten eine komplette Rückmietung sämtlicher im veräußerten Portfolio

enthaltenen Objekte. Ein flexibles Sale-and-Lease-back-Modell dagegen berücksichtigt, dass Unternehmen auch Objekte mit übertragen können, die bereits Leerstände enthalten oder die sie selbst nicht weiter nutzen wollen. Auf diesem Wege werden zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen: Das verkaufende Unternehmen mietet diejenigen Flächen zurück, die es weiterhin benötigt und „entledigt“ sich zugleich unerwünschter Flächen.

Repositionierung

Für den Investor kommt es je nach Umfang der Rückmietung durch den Verkäufer darauf an, welche Potenziale er für eine Repositionierung der frei werdenden Flächen sieht. Bei den bisher überwiegend erfolgten „klassischen“ Sale-and-Lease-back-Transaktionen war das Thema „Repositionierung“ nur von untergeordneter Bedeutung, weil der Verkäufer zumeist sämtliche Flächen langfristig zurückgemietet hat.

Im Rahmen flexibler Rückmietmodelle muss sich der Investor jedoch intensiv damit auseinandersetzen und vor allem einen intensiven und langfristigen Dialog mit dem Verkäufer pflegen. Dies gilt insbesondere dann, wenn vom Verkäufer über einen gewissen Zeitraum Schritt für Schritt Flächen leergezogen werden. Zum Teil weisen dann Objekte eine gemischte Nutzung aus vom Verkäufer zurückgemieteten Flächen und (vom Investor neu hinzugewonnenen) Drittmietern aus, sodass ein hoher Abstimmungsbedarf besteht. Die sich hieraus ergebenden Abgrenzungsprobleme können nur in einem frühzeitig beginnenden, konstruktiven und offenen Dialog zwischen beiden Parteien gelöst werden. Dieser sollte bereits im Rahmen der Verhandlungen über Kauf- und Rückmietvertrag geführt werden.

Verkäufer und Käufer müssen dabei spezielle Mechanismen entwickeln, die den Interessen beider Parteien Rechnung tragen. Auf der einen Seite möchte sich der Verkäufer seine Flexibilität erhalten, wann er welche Objekte leerzieht. Auf der anderen Seite benötigt jedoch der Käufer auch eine gewisse Planungssicherheit in Bezug auf den zu erzielenden Cash-Flow sowie die Vermietungs- und Vermarktungsaktivitäten.

In der Spannweite von „klassischen“ bis flexiblen Sale-and-Lease-back-Modellen kommen sowohl auf Verkäufer- als auch auf Käuferseite unterschiedliche Akteure in Frage. Als Beispiel für eine vollum-

Die Autoren

Dr. Marcel Köchling ist Vice President und **Alexander Hesse** ist Managing Director Real Estate Investments bei der Lone Star Germany GmbH, Frankfurt am Main.

fängliche, langfristig ausgelegte Sale-and-Lease-back-Transaktion kann der Verkauf von Objekten einer Handelskette an einen Core-Investor genannt werden.²⁾

Kategorisierung von Verkäufer und Käufer

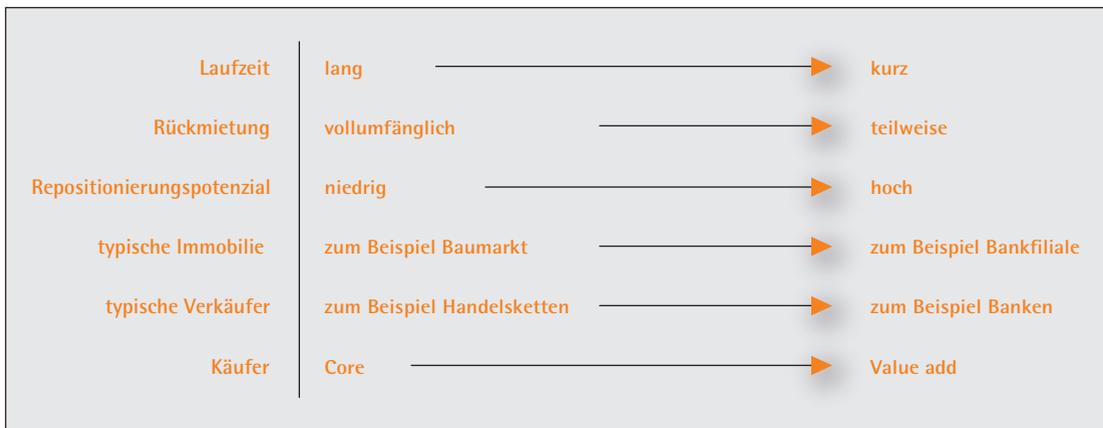
Das verkaufende Unternehmen plant eine langfristige Nutzung der veräußerten Standorte, während der Investor eine stabile, sichere Rendite erzielt. Der Wert der Objekte wird dabei maßgeblich durch die Miethöhe sowie durch die Bonität des

schluss der Rückmietperiode sind dabei zweitrangig. Das beschriebene flexible Sale-and-Lease-back-Konzept ist dagegen für einen Investor interessant, der auch die Themen Repositionierung und Revitalisierung von Objekten aktiv angeht und seinen Fokus auch außerhalb des Sale-and-Lease-back-Konzeptes lenkt. Solche Transaktionen werden eher durch Value-add-Investoren vorgenommen, die nicht nur eine entsprechende Kapitalausstattung mitbringen, sondern auch über Kompetenzen in der Neuausrichtung und Wiederbelebung von Asset-Management-intensiven Objekten verfügen. Diese Investoren sind bereit, Risiken

gewachsen ist, wurden die Objekte vielfach nicht grundschuldbesichert finanziert, sondern im Rahmen der „normalen“ Unternehmens(fremd)finanzierung mit umfasst. Bei einer Sale-and-Lease-back-Transaktion sind demnach in der Regel auch keine grundpfandrechlichen Belastungen zugunsten von Finanzierungsinstituten abzulösen, sondern der Kaufpreis fließt in voller Höhe dem Unternehmen zu.

Ein Investor dagegen wird regelmäßig den üblichen und überwiegend günstigeren Finanzierungsweg wählen. Dieser besteht aus einem Teil Eigenkapital sowie einer grundschuldbesicherten Finanzierung zu langfristigen Konditionen. Unter der Voraussetzung eines marktgerechten Kaufpreises ist somit beiden Parteien gedient: Der Verkäufer kann die frei werdenden Barmittel seinem Geschäftszweck zuführen, sich auf seine eigentliche Geschäftstätigkeit konzentrieren³⁾ und damit die Eigenkapitalrendite verbessern, während der Investor durch Konzentration auf die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen

Parameter von flexiblen Sale-and-Lease-back-Transaktionen



Mieters determiniert. Klassische Sale-and-Lease-back-Verträge kommen daher primär nur für bonitätsstarke Unternehmen mit sehr guten zukünftigen Ertragsaussichten, gegebenenfalls aber gleichzeitig knapper Eigenkapital- beziehungsweise Liquiditätsausstattung in Betracht.

Mit einem flexiblen Sale-and-Lease-back-Modell kann diese Form der Liquiditätsbeschaffung jedoch auch für Unternehmen interessant werden, die sich mit diesem Thema bisher nicht auseinandergesetzt haben. Hierzu gehören Firmen, die sich kurzfristig Liquidität verschaffen möchten, sich aber nicht langfristig binden wollen, sondern bezüglich der von ihnen genutzten Immobilien ein hohes Maß an Flexibilität für unternehmensstrategische Entscheidungen benötigen.

Die Perspektive von Core-Investoren richtet sich auf die Höhe der zu erzielenden Miete sowie auf die Bonität des Nutzers (und bisherigen Eigentümers) der Objekte. Die Potenziale der Immobilien außerhalb des Sale-and-Lease-back-Konzeptes oder nach Ab-

zu übernehmen und sich aktiv um die vom Verkäufer leergezogenen Objekte zu bemühen.

Dies kann nur mit einer entsprechenden Asset-Management-Plattform oder durch die Kooperation mit einem etablierten Anbieter von Asset-Management-Diensten vorgenommen werden. In Deutschland sind derzeit jedoch nur vereinzelt Investoren aktiv, die beide Kompetenzen – eine adäquate Finanzkraft sowie eine spezielle Expertise im Umgang mit Asset-Management-intensiven Objekten – mitbringen und somit in der Lage sind, mit dem Verkäufer eine maßgeschneiderte Lösung zu erarbeiten.

Finanzierung von Sale-and-Lease-back-Transaktionen

Zum Abschluss wäre die Frage aufzuwerfen, warum Unternehmen, insbesondere solche mit Fokus auf die hier dargestellte flexible Transaktionsform, ihre Immobilien nicht selbst refinanzieren. Bei Dax-30-Unternehmen, deren Immobilienbestand nicht zum eigentlichen Kerngeschäftsbereich gehört, sondern historisch

in den Objekten ebenfalls in der Lage ist, eine angemessene Rendite und damit eine marktübliche Rückführung der Ankaufsförderung zu erwirtschaften.

Für die Zukunft ist eine weiterhin steigende Bedeutung von Sale-and-Lease-back-Transaktionen zu erwarten, da sie in Zeiten hoher Risikoprämien an den Kapitalmärkten eine sinnvolle und attraktive Lösung für Unternehmen darstellt, sich Liquidität zu verschaffen. Entscheidend für die Investorensseite wird jedoch sein, wie weit sie sich auf die jeweiligen Bedürfnisse des Verkäufers einstellen kann, um diesem auch weiterhin die notwendige Flexibilität für sein operatives Geschäft zu belassen.

Fußnoten

¹⁾ Schätzungen gehen bei Betriebsimmobilien in Deutschland von einer Eigentumsquote von 70 bis 80 Prozent aus. In den USA liegt diese Quote bei 20 bis 30 Prozent, in Großbritannien bei etwa 30 bis 40 Prozent. Vergleiche Die Welt vom 17. April 2008, Nr. 90, S. 23.

²⁾ So zum Beispiel die Verkäufe von Obi-Märkten an den amerikanischen Finanzinvestor W. P. Carey bei gleichzeitiger Rückmietung der Objekte durch das Handelsunternehmen.

³⁾ Vergleiche Die Welt vom 17. April 2008, Nr. 90, S. 23.