Expo Real Special

Sale-and-Lease-back-Transaktionen im Einzelhandel – Chancen und Risiken für strategische Investoren

Das Verkaufen und anschließende Zurückmieten von Unternehmensimmobilien gehört für Industrie- und Finanzdienstleistungskonzerne längst zum gängigen Repertoirs, um Liquidität freizusetzen und Kosten zu variabilisieren. Doch inzwischen setzt sich diese Praxis mehr und mehr auch im großflächigen Einzelhandel durch. Damit aus Sale-and-Lease-back-Transaktionen für den Investor ein attraktives Investment und für Handel und Anleger eine langjährige Partnerschaft entsteht, sind zahlreiche Dinge zu beachten, die die Autoren im Folgenden beschreiben. Rein institutionell geprägte Investoren stoßen oftmals auf unterschiedliche Sichtweisen des Handelsunternehmens und passive und primär finanztechnisch geprägte Investmentstrategien widersprechen dem hohen Konkurrenzanpassungsdruck des Handels. Das lässt sich vermeiden. Red.

Großflächige Einzelhandelsimmobilien haben sich als eigenständige Assetklasse etabliert und eröffnen vergleichsweise stabile und gut prognostizierbare Ertragsperspektiven. Das Investmentprofil ist damit insbesondere für sicherheits- und ausschüttungsorientierte Investoren wie Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen, als auch für spezialisierte Fondsvehikel und private Investoren attraktiv. Zugleich nutzen Handelsunternehmen den Investorenmarkt im Rahmen der Durchführung von Sale-and-Lease-back (nachfolgend „SLB") Transaktionen. Im Zuge einer SLB-Transaktion erwirbt ein Investor Objekte beziehungsweise ein Immobilienportfolio aus dem Bestand eines Einzelhandelsunternehmens oder dessen assoziierter Gesellschaften, das dieses anschließend langfristig zurückmietet. Eigentum sowie Nutzen und Lasten gehen damit dauerhaft auf den Käufer über. Hierdurch können Handelskonzerne Liquiditätsvorteile schaffen und vormals in Immobilien gebundenes Kapital dem Kerngeschäft sowie der Expansion zugeführt werden.

Die Autoren

Dr. Artus Pourroy

Managing Director, BLUE Asset Management GmbH, München

Dr. Thomas Wiegelmann

Managing Director, BLUE Asset Management GmbH, München / Hon. Adj. Prof. Bond University (Australien)

Chancen und Risiken für Handelskonzerne

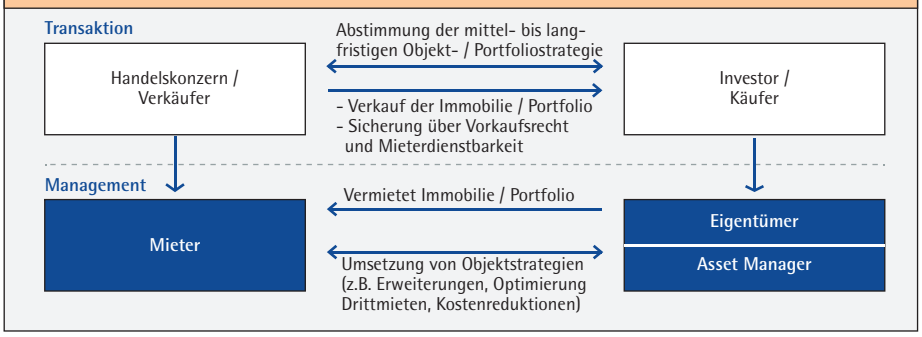
Die Autoren haben in den vergangenen zehn Jahren SLB-Transaktionen großer Handelskonzerne mit einem Transaktionsvolumen von über zwei Milliarden Euro investorenseitig umgesetzt und sich in vielen Fällen als operativer Asset Manager der Objekte eingebracht. Der direkte Zugang zu führenden europäischen Handelskonzernen ermöglichte es in 2013/14, die Hauptmotive für SLB-Transaktionen zu erheben (siehe Abbildung 2).

Geringere operative Kontrolle/Flexibilitätseinschränkung: Infolge eines Verkaufes wird das Handelsunternehmen zum Mieter. Im Rahmen des Mietvertrages sind Umbauten und Veränderungen am Mietobjekt mit dem Grundstückseigentümer abzustimmen. Dies gilt insbesondere bei Eingriffen, die einer baurechtlichen Abstimmung mit den Behörden bedürfen. Diese Themen können problematisch sein, sind aber lösbar und Teil des Tagesgeschäftes eines Asset Managers. Soweit Mieter und Eigentümer konstruktiv zusammenwirken und sich auf die Verfolgung von gemeinsamen Zielen einigen, kann hier sogar eine Chance liegen. Denn da, wo das Handelsunternehmen Veränderungen braucht, kann der Vermieter auf eine angemessene Anpassung des Mietvertrages oder der Mietkonditionen pochen. Wirken beide Parteien zusammen, mag das Handelsunternehmen eine zügige Umbau- und Finanzierungslösung für den Umbaubedarf erhalten, während der Investor sich über eine Verlängerung der Mietlaufzeit und eine marktübliche Anpassung des Mietzinses freut. Schwierig wird es jedoch, wenn der neue Grundstückseigentümer passiv bleibt, über keine geeignete Verwaltungsstruktur verfügt und kein Interesse zeigt, den sich wandelnden Bedürfnissen des Handelsmieters entgegen zu kommen. Für das Handelsunternehmen entsteht hier das Risiko, Expansionschancen zu verpassen und Modernisierungsbedarf nicht zügig genug umsetzen zu können. Dies kann die Standortqualität nachhaltig schwächen und zu Umsatzeinbrüchen führen. Für das Handelsunternehmen gibt es Lösungsansätze, die nachfolgend dargestellt werden.

Kaufpreismaximierung ist nur ein Aspekt eines Immobilienverkaufs. Bei der Auswahl des Erwerbers muss auf dessen Einzelhandelserfahrung, die langfristige Objektstrategie, die nachhaltige Stabilität als Partner und die Gesamtheit des Vertragspaketes geachtet werden. Nachdem die operative Arbeit mit der Immobilie für den Handelskonzern eminente Bedeutung hat, ist die Partnerauswahl ein Dreh- und Angelpunkts des Erfolges.

Durch eine weitere Einbindung des Mieters bei der Objektverwaltung, sei es im Rahmen des technischen Property Managements oder als Center Manager, kann die ständige Abstimmung zwischen Mieter und Eigentümer unterstützt werden. Sicher ist es für die Mitarbeiter des Handelsunternehmens nicht immer einfach, ein vollumfängliches Dienstleistungsverständnis für den neuen Eigentümer zu entwickeln. Auch hier kommt es auf das Miteinander und den aufmerksamen Umgang mit Interessenkonflikten an. Gleichwohl sind die guten Orts- und Objektkenntnisse des Mieters sowie seine dauerhafte Präsenz vor Ort eine wertvolle Informationsquelle. Die etablierte Einkaufsmacht des Handelskonzerns kann zu echten Kosten-

Abbildung 1: Vereinfachte Darstellung der SLB-Transaktion im Einzelhandel



vorteilen beim Einkauf von Bau- und Dienstleistungen führen und damit für beide Parteien vorteilhaft sein. Im Mietvertrag sollte ein ausreichend flexibler operativer Handlungsrahmen für jene Maßnahmen berücksichtigt sein, die keine Mitwirkung des Eigentümers bedürfen. Dies ist individuell zu verhandeln und von den Objektspezifika abhängig.

Von vorne herein sollten die Mitwirkungspflichten des Eigentümers bei Umbauten geregelt werden. Dies gilt insbesondere für Fälle, bei denen der Mieter aus wichtigen Gründen Umbauten durchführen muss (Beispiel: Pfandanbauten, Objekterweiterungen). Hierzu ist es sinnvoll, Regeln für den prozessualen Ablauf zu vereinbaren. Für langfristig wertbildende Investitionen ins Objekt kann gegebenenfalls sogar der Verzinsungsfaktor der Nachinvestition festgelegt werden. In jedem Fall empfiehlt es sich, Regeln und Grenzen für eine Ersatzvornahme des Mieters zu vereinbaren. Der Mieter sollte als Teil der SLB-Transaktion sogleich eine Handlungsvollmacht für all jene Maßnahmen erhalten, die er im Rahmen der vereinbarten operativen Handlungsfreiheit durchführt, beispielsweise vorbereitende Gespräche mit Behörden.

Konkurs des Vermieters beziehungsweise Leasinggebers: Gerät der Vermieter in Insolvenz, ist eine Verwertung der Immobilie durch den Insolvenzverwalter zu befürchten. Dem Erwerber der Immobilie aus einer Insolvenz steht nach § 111 InsO ein Sonderkündigungsrecht des Mietvertrages zu, das vertraglich nicht ausgeschlossen werden kann. Ist allerdings zugunsten des Mieters eine beschränkte persönliche Dienstbarkeit (auch „Mieterdienstbarkeit") eingetragen, so ist das fortlaufende Nutzungsrecht des Mieters auch in einer Insolvenz des Vermieters gesichert. Der Mieter zahlt dann an den neuen Erwerber ein Ausübungsentgelt, das der Miete entspricht.

Bei der Gestaltung der Mieterdienstbarkeit muss darauf geachtet werden, dass diese einer Fremdfinanzierung nicht entgegensteht. Problematisch ist hierbei eine Mieterdienstbarkeit, die im Rang einer Grundschuld vorgehen soll. Um hier einen Interessenausgleich zu finden, sollte man die finanzierende Bank rechtzeitig aktiv einbeziehen. Die Banken haben Lösungen für diese Thematik erarbeitet, die aber im Detail unterschiedlich gestaltet sind.

Risiko des Standortverlustes: Handelsmieter stecken oft große Summen und Zeit in die Entwicklung der Standorte. Die Baurechtsschaffung dauert meist mehrere Jahre. Ist das Baurecht erst einmal geschaffen, reduziert das die Bereitschaft der Gebietskörperschaften, weitere Flächen zu genehmigen. Hinzu kommt, dass die Kunden bestimmte Einkaufswege gewohnt sind und Standortänderungen mit Umsatzrisiken verbunden sind.

Für das Handelsunternehmen ist es daher von großer Bedeutung, den Standort zu sichern und zu schützen. Folgende probaten Mittel bieten sind hierzu an: Sicherung des Standortes auf Basis einer langen Mietvertragsfestlaufzeit (bis zu 30 Jahren möglich) plus Verlängerungsoptionen für den Mieter, im Grundbuch eingetragene Mieterdienstbarkeit (siehe oben), Vereinbarung eines Vorkaufsrecht für den Mieter und/oder Vereinbarung eines Vormietrechtes für den Mieter.

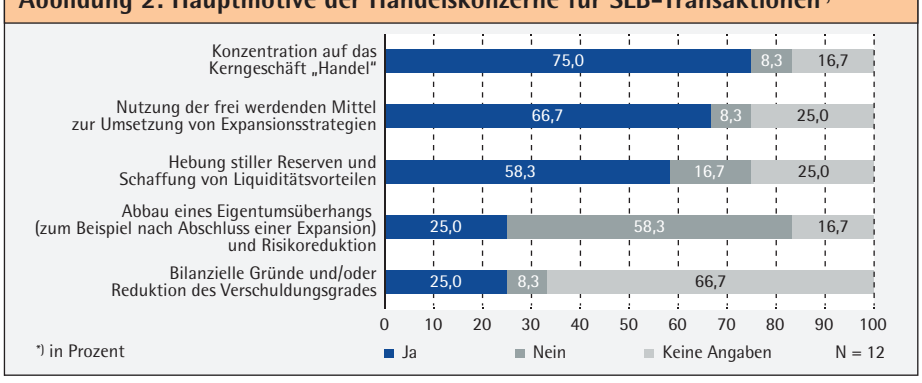
In den vergangen Jahren haben eine Vielzahl institutioneller und privater Investoren SLB-Transaktionen mit Einzelhandelsunternehmen abgeschlossen. In der Presse wurde ausgiebig über die SLB-Transaktionen der Allianz-Gruppe und eines Macquarie-Fonds mit Aldi Süd berichtet. Die Metro-Gruppe hat in den vergangenen Jahren zahlreiche Transaktionen für Real, Metro C&C (mit Cerberus) und Bürostandorte (mit IVG Investors) durchgeführt. Die Motive der Investoren lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Langfristige Mietverhältnisse: Im Rahmen von SLB-Transaktionen werden langfristige Rückmietverträge mit einer Laufzeit von 10 bis 15 Jahren abgeschlossen. Da es sich meist um bereits etablierte Einzelhandelsstandorte handelt, kann der Erwerber doppelt profitieren. Zum einen hat er die lange Mietfestlaufzeit. Zum anderen besteht aufgrund der vertieften Marktkenntnis des Handelskonzerns auch die Gewissheit, dass der Standort ausreichend umsatzstabil ist, um eine langfristige Weiternutzungsprognose abzugeben.

Natürlich gilt es hier mit besonderer Vorsicht zu agieren, da Kaufpreismaximierungsziele des Verkäufers/Handelskonzerns auch wesentlichen Anteil bei der Gestaltung von Mietpreis und Laufzeit haben. Zu oft stellen Investoren primär auf die lange Laufzeit der Mietverträge ab. Dabei wird vergessen, dass mit ablaufender Festlaufzeit die Objektwiederbewertung beziehungsweise die Wertschätzung bei einem Wiederverkauf sinkt. Es ist daher eminent wichtig, eine eigene unabhängige Standort- und Mietpreisanalyse durchzuführen und durch aktives Asset Management Handelsstandorte gemeinsam mit dem Mieter weiter zu entwickeln und laufend über die Mietdauer dem Marktbedarf anzupassen.

SLB-Mietverträge werden in der Regel individuell verhandelt. Es ist daher möglich, direkt zwischen Investor und Mieter die Rahmenbedingungen für die langfristige Zusammenarbeit zu definieren. Hierbei können für beide Seiten vorteilhafte Kons-

Abbildung 2: Hauptmotive der Handelskonzerne für SLB-Transaktionen*)



tellationen arrangiert werden. Durch den direkten Mieterkontakt können Objektmanagementfragen und Risikovermeidungsstrategien aktiv und zügig geklärt werden. Beide Parteien haben sich ausgewählt und kennen sich auf verschiedenen Handlungsebenen. Soweit dies konstruktiv gemanagt wird, kann hieraus ein echter Mehrwert generiert werden.

Attraktives Transaktionsvolumen: SLB-Transaktionen umfassen zumeist eine Vielzahl an Standorten und ermöglichen Transaktionsvolumina im dreistelligen Millionenbereich. Erst hierdurch wurde diese Form von Immobilientransaktionen auch für Großinvestoren interessant, denen ein langsamer Portfolioaufbau über Einzelerwerbe zu aufwendig ist.

Objekt- und Standortdiversifikation: Im Rahmen des SLB-Portfolios ist es möglich, Standortkonzentrationen zu vermeiden und bei der Objektauswahl (Größe, Bauart, Alter) Diversifikation sicherzustellen. Auch hier werden die Interessen von Erwerber und Verkäufer nicht immer übereinstimmen. Immerhin besteht vor Kauf eine recht ausgiebige Chance, unerwünschte Standorte auszugrenzen. Die wenigsten Portfolios setzen sich ausschließlich aus Top-Standorten zusammen. Im Rahmen einer SLB-Transaktion gibt es aber die Möglichkeit, über standortspezifische Mietpreise und unterschiedliche Laufzeiten Standortrisiken zu verringern oder länger beim Mieter zu belassen.

Vereinbarung von langfristigen Standortentwicklungsstrategien: Ist die Kommunikation mit dem Mieter positiv etabliert und professionell gestaltet, lassen sich die Interessen von Mieter und Eigentümer in manchen Bereichen gewinnbringend verknüpfen. Das Handelsunternehmen will sich gegenüber der Konkurrenz durchsetzen und trachtet nach Umsatzzuwachs. Macht der Händler gute Geschäfte, ist die Fähigkeit und Bereitschaft, nachhaltig anzumieten, deutlich gestärkt. Es vermehrt also die Chance zur langfristigen Potenzialentwicklung eines Einzelhandelsstandortes, wenn es beiden Parteien gelingt, ihre Ziele auszutauschen und die gemeinsamen Stärken zu bündeln. Sicher wird dies in manchen Fällen nicht glücken – zumal gegenseitiges Vertrauen nicht erzwungen werden kann. Gelingt es jedoch, bietet eine langfristige und vertrauensvolle Zusammenarbeit große Chancen für beide Seiten, die sie allein nicht realisieren könnten.

Im Marktvergleich attraktives und risikoarmes Gesamtinvestitionsprofil: Betrachtet man die oben dargestellten Punkte in ihrer Gesamtheit, ergeben sich eine Vielzahl von Ansatzpunkten, um ein im Marktvergleich vorteilhaftes Investmentprofil zu verhandeln. Hierzu bedarf es einer ausgiebigen Erfahrung im Umgang mit Handelsunternehmen.

Chancen und Risiken für Investoren

SLB-Transaktionen weisen die „typischen" Risikofelder eines Immobilieninvestments auf, welche es im Rahmen von (umwelt) technischen, rechtlichen, kaufmännischen und steuerlichen Due-Diligence-Prüfungen zu beurteilen gilt. Darüber hinaus bestehen akzentuierte Risikopotenziale bei großvolumigen SLB-Transaktionen, welche nachfolgend dargestellt werden.

Markt- und Standortrisiken: Einzelhandelsobjekte gehen mit einem hohen Maß an Stabilität einher, soweit eine nachhaltige Lagequalität gegeben ist. Unserer Erfahrung nach haben einige Marktteilnehmer langfristige Mietvertragslaufzeiten als stärkeres Argument für die Durchführung von SLBs gesehen und in der Konsequenz der Lage- und Objektqualität auf Einzelobjektstufe weniger starkes Gewicht beigemessen. Aus unserer Erfahrung ist eine entsprechende detaillierte Analyse jedoch unabdingbare Voraussetzung dafür, einen langfristigen Businessplan mit dem zukünftigen Mieter abzustimmen und im Rahmen des Underwriting und späteren Asset Management auch tatsächlich umzusetzen.

Auf Portfolioebene bietet sich an beziehungsweise ist geboten, in der geografischen Allokation die demografisch attraktiven und urban geprägten Standorte zu wählen. Wir halten dabei einen Fokus auf städtische Ballungsräume und Stadtteillagen sowie starke Regionalzentren für empfehlenswert. Auf Objektebene ist eine fundierte Einzelhandels- und Marktanalyse von herausragender Bedeutung.

Es gilt, das relevante Einzugsgebiet sowie das daraus abzuleitende Umsatzpotenzials zu definieren und die relevante Konkurrenzsituation der primären Nah- und Grundversorgung zu analysieren. Dabei sind Verkehrsflüsse und deren mögliche Veränderung zu betrachten. Ebenso sind potenzielle Ansiedlungen von Konkurrenzstandorten sowie die Ver-fügbarkeit von Ersatzgrundstücken wesentliche Eckpunkte einer fundierten Um-feldanalyse. Restriktive behördliche Genehmigungen tragen in vielen Regionen Deutschlands zu einem Wertschutz für gute Einzelhandelsimmobilien bei. So werden neue große Einzelhandelflächen oft nur restriktiv genehmigt. Das Baurecht schafft somit einen gewissen (keinen garantierten!) Bestands- und Wettbewerbsschutz, den es im Rahmen der Einzelobjektanalyse zu bewerten gilt.

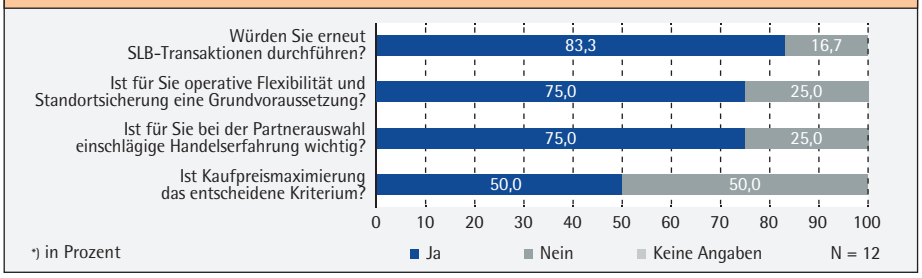
Festlegung einer marktgerechten Vertragsmiete: Die Festlegung einer marktgerechten Vertragsmiete ist ein neuralgisches Element einer jeden SLB-Transaktion. Hiermit werden die wesentlichen Weichen für die künftige Mieter- und Investorenzufriedenheit auf lange Sicht gestellt. Hierbei kommt es nicht selten zu Friktionen und Interessenskonflikten innerhalb des verkaufenden und gleichzeitig anmietenden Handelskonzerns. So besteht das Interesse aufseiten des für Finanzen zuständigen Entscheidungsträgers, möglichst hohe Mietansätze zu verhandeln, um auf Basis der kaufpreisbestimmen Cap-Rate (oder des Multiplikators) einen möglichst hohen Kaufpreis zu generieren. Demgegenüber steht das Primat der operativen Seite des Einzelhandels, attraktive Umsatz-Miet-Belastungen, also möglichst geringe Mieten, zu verhandeln.

Hier gilt es, investorenseitig einen geeigneten Ausgleich zwischen den Zielen des SLB-Partners zu schaffen und gleichzeitig das ureigene Interesse einer nachhaltigen Marktmiete zu realisieren. Dabei ist nicht nur die Jahresnettokaltmiete zu betrachten, sondern auch die Vollkosten. Die Nebenkosten haben sich zur „zweiten Miete" entwickelt. Hier ist es wichtig, ein marktübliches Maß nicht zu überschreiten. Die Marktüblichkeit der Gesamtanmietkosten und damit die Vermeidung von Over-Rent-Situationen sind für den Investor von besonderer Bedeutung, wenn es um die Durchsetzbarkeit von Indexierungen, Vertragsverlängerungen und nicht zuletzt auch um die Herleitung von Marktwerten geht.

Zeitgemäße und zukunftsfähige Retailkonzepte: „Handel ist Wandel…": In der Analyse von Immobilien und Portfolien ist Wert auf zukunftsfähige Einzelhandelsnutzungskonzepte zu legen. Dies bezieht sich insbesondere auf den SLB-Partner und damit späteren Ankermieter. Entsprechend ist im Rahmen der Due Diligence ein Verständnis zu entwickeln, ob und inwieweit die zu veräußernden Immobilien auch den aktuellen Erfordernissen des Handels entspricht.

Bonitätsrisiko: Europäische Handelsunternehmen werden regelmäßig in den „Top-Listen" verschiedener Unter-

Abbildung 3: Erfahrungen der Handelskonzerne mit SLB-Transaktionen*)



nehmensanalysen aufgeführt. Dennoch führen private Eigentümerstrukturen zu einer sehr eingeschränkten Publizitätsverpflichtung und Transparenz betreffend die Unternehmenssituation und wirtschaftliche Potenz. Selbstverständlich wird sich ein Investor und dessen Fremdkapitalpartner einen guten Eindruck über das Bonitätsrisiko eines Handelspartners verschaffen müssen. Bezogen auf die Marktführer unter den Handelsunternehmen besteht mit einer wohl eher geringen Eintrittswahrscheinlichkeit ein Ausfallrisiko, welches jedoch bei einer Materialisierung zu einem erheblichen Schadensausmaß führen kann. Auch aus diesem Grund kommt der Standortauswahl (siehe oben) und insbesondere der Analyse von Drittverwendbarkeit für andere Händler eine wesentliche Bedeutung zu.

Funktionierende Partnerschaften

SLB-Transaktionen bieten oftmals die Grundlage für ein langfristig attraktives Investment und eine funktionierende Partnerschaft zwischen Handelskonzern und Investor. So sind rund 83.3 Prozent (N = 12) der befragten Personen aufgeschlossen für die Durchführung weiterer SLB-Transaktionen (siehe Abbildung 3). Der Umgang mit Handelskonzernen erfordert dabei ein fundiertes Know-how über die Bedürfnisse des Handels, wie sich aus den Umfrageergebnis mit 75 Prozent deutlich dokumentieren lässt. Rein institutionell geprägte Investoren stoßen oftmals, insbesondere im Bereich des operativen und strategischen Asset Managements, auf unterschiedliche Sichtweisen des Handelsunternehmens. Passive und primär finanztechnisch geprägte Investmentstrategien widersprechen dem hohen Konkurrenzanpassungsdruck des Handels. Kann der Handel sich nicht passend entwickeln, wird der Druck in Ersatzstandorte auszuweichen steigen.

Diese Friktionen können aber oft vermieden werden. Denn es entstehen auch für den Investor belegbare Vorteile aus einer lebendigen Partnerschaft mit dem Handel. Dies gilt insbesondere, wenn beide Seiten das Interesse am operativen Handlungsbedarf in den Vordergrund stellen und der Investor sich nicht primär hinter der langen Mietlaufzeit „versteckt". Dies erfordert ein fundiertes Verständnis des Asset Managers im Umgang mit dem Handel, eine unternehmerische Prägung und „gemeinsame Sprache" sowie fundiertes Know-how und Netzwerk im Mieter- und Investmentmarkt.

CREATING VALUE IN
COMMERCIAL REAL ESTATE

BLUE ASSET MANAGEMENT

OFFICE AND RETAIL ONLY

BLUE Asset Management verfügt über langjährige Investment- und Asset Management Expertise im Segment der Einzelhandels- und Büroimmobilien in Deutschland, Österreich und der Schweiz. Derzeit betreut das BLUE-Team über 100 Immobilien institutioneller und privater Investoren mit einem Marktwert von über € 1.2 Milliarden.
Das Team hat in den vergangenen Jahren über 80 Ankaufs- und Verkaufsverfahren mit einem Marktvolumen von über € 4 Milliarden durchgeführt. Wir identifizieren geeignete Investments und unterstützen unsere Kunden umfassend von der Erstanalyse bis zur prüfsicheren Transaktionsumsetzung auf der Basis von Mehrjahres-Businessplänen, die wir anschließend gemeinsam mit dem Kunden umsetzen. Fortlaufendes und kundenspezifisch gestaltetes Reporting auf institutioneller Basis wird gewährleistet.

Unsere kürzlich abgeschlossenen Transaktionen umfassen unter anderem:
- Off-market Sale-and-Leaseback Portfolio-Transaktion mit einem führenden europäischen Einzelhandelsunternehmen
- Begleitung eines globalen Family Office bei der Erarbeitung und Umsetzung der Investmentstrategie in der D-A-CH Region
- Ankauf und Repositionierung eines innerstädtischen € 100 Mio. Shopping Centers
- € 120 Mio. Refurbishments von acht Einzelhandelsstandorten in Deutschland, Österreich und der Schweiz
- Refinanzierung eines Einzelhandelsportfolios mit einem Volumen von rund € 215 Mio.
- Verkauf eines € 95 Mio. Multi-Tenant-Objektes in München nach 7-jähriger Halteperiode
- Konzeptionelle Unterstützung beim Aufbau eines Management Information System für einen institutionellen Investor

BLUE Asset Management GmbH I Maximilianstraße 31 I 80539 München I T: +49 (0)89 242 980 I F: +49 (0)89 242 98 242 I info@blue-asset.com I www.blue-asset.com
Munich I Zurich I Vienna I Hamburg I Mülheim an der Ruhr