

Wann sich der Verkauf betrieblicher Immobilien lohnt

Eine betriebswirtschaftliche Analyse von Sale-and-lease-back-Transaktionen

Der Verkauf und die Rückmietung von Immobilien lohnen sich für Unternehmen in der Regel nur, wenn mit dem freigesetzten Kapital das Kerngeschäft erweitert werden kann.

*Sibylle Huwiler
und Pascal Gantenbein*

Die Fokussierung unternehmerischer Ressourcen auf das Kerngeschäft war in den letzten zwei Jahrzehnten in vielen Branchen ein zentraler Werttreiber. Die Devestition von weder betriebsnotwendigen noch strategisch relevanten Vermögenswerten zugunsten von Investitionen in das Produktportfolio, in die Vertriebskanäle oder in ergänzende Geschäftsbereiche trägt aufgrund der höheren Produktivität der Letztgenannten typischerweise zu einer Wertsteigerung bei.

Sinnvoller Kapitaleinsatz

Aufgrund der normalerweise substanziellen Kapitalien, die in Immobilien gebunden sind, rücken diese bei der Frage nach Devestitionsmöglichkeiten regelmässig in den Fokus. Naheliegend ist dies zunächst bei nichtbetriebsnotwendigen Liegenschaften. Doch auch im Falle betrieblich genutzter Immobilien kann das Sale-and-lease-back interessant sein. Bei diesem Geschäft werden Gebäude verkauft und zurückgeleast. Dies ermöglicht es dem Unternehmen, das frei gewordene Kapital in andere Bereiche zu investieren, ohne auf die Nutzung der Liegenschaft zu verzichten. Im Folgenden werden am Beispiel eines Industrieunternehmens mit einer Jahresrechnung nach IFRS sowie mit selbstgenutzten Liegenschaften die Auswirkungen des Sale-and-lease-back der eigenen Liegenschaften als alternative Form der Kapitalbeschaffung dargestellt. Vor dem Verkauf und der Rückmietung werden die selbstgenutzten Liegenschaften in Übereinstimmung mit IAS 16 zu historischen Kosten bilanziert und über die wirtschaftliche Nutzungsdauer (Annahme 40 Jahre) abgeschrieben. Es werden nur die Liegenschaften, nicht jedoch die dazugehörenden Landanteile abgeschrieben.

Ein Leasingverhältnis nach IAS 174 wird definiert als «eine Vereinbarung, bei der der Leasinggeber dem Leasing-

nehmer gegen eine Zahlung... das Recht auf Nutzung eines Vermögenswertes für einen vereinbarten Zeitraum überträgt.» Es wird dabei zwischen Finanzierungs- und Operating-Leasing unterschieden. Die Zuordnung hängt davon ab, wer das wirtschaftliche Eigentum am Leasing-Gegenstand hält. Gemäss IFRS liegt ein Finanzierungsleasing dann vor, wenn im Wesentlichen alle Risiken und Chancen, die mit dem Eigentum verbunden sind, auf den Leasingnehmer übertragen werden. Dagegen ist beim Operating-Leasing der Leasingnehmer weder wirtschaftlicher noch rechtlicher Eigentümer.

Gemäss obiger Definition handelt es sich bei einer Sale-and-lease-back-Transaktion um eine Kombination mehrerer Rechtsgeschäfte. Im ersten Schritt geht durch den Verkauf der Liegenschaft das rechtliche Eigentum an den Käufer (= Leasinggeber) über, wobei das Land in den meisten Fällen im Eigentum des Verkäufers (= Leasingnehmer) verbleibt, was vertraglich mittels eines Baurechtsvertrages geregelt werden kann. Baurechtsverträge können auf maximal 100 Jahre begründet werden; bei Sale-and-lease-back-Transaktionen ist die Laufzeit des Baurechtsvertrages jedoch meist kongruent mit derjenigen des Leasingvertrages. In einem zweiten Schritt wird der ursprüngliche Eigentümer durch den Leasingvertrag zum Leasingnehmer und behält das Nutzungsrecht. Da dieses einen langfristigen Charakter hat, handelt es sich in der Regel beim Sale-and-lease-back von Liegenschaften um ein Finanzierungsleasing, bei dem das rechtliche Eigentum an der Liegenschaft dem Leasinggeber als Sicherheit dient.

Zur Analyse des Sale-and-lease-back selbstgenutzter Liegenschaften werden die Bilanzkennzahlen vor dem Verkauf der Liegenschaften mit jenen eines in der Jahresrechnung abgebildeten Sale-and-lease-back verglichen. Die Berechnung basiert auf der Annahme, dass das durch den Verkauf der Liegenschaften frei gewordene Kapital in das Kerngeschäft reinvestiert wird und dadurch neue Marktanteile erschlossen werden, wodurch die Umsätze gesteigert werden können. Die durch eine Investition in Produktionsanlagen errechneten Finanzkennzahlen im Beispiel werden in der Abbildung dargestellt.

Es zeigt sich, dass das Sale-and-lease-back mittelfristig (Jahre 5 bis 10) einen grossen Einfluss auf den Return on

Investment hat und längerfristig (ab Jahr 11) zusätzlich auf die Kapitalstruktur wirkt. Wird das durch den Verkauf der Liegenschaften frei gewordene Kapital in Produktionsanlagen investiert, kann dadurch ein zusätzlicher Cashflow erwirtschaftet werden, mit dem sich je nach Marktpotenzial etwa ein Wachstum finanzieren lässt. Die Vorteilhaftigkeit des Sale-and-lease-back ergibt sich mithin aus dem Vergleich der durch die Reinvestition möglichen Erträge und der Kapitalkosten nach Steuern.

Wichtige Rahmenbedingungen

Damit gibt es aber durchaus auch Situationen, in denen ein Sale-and-lease-back wenig Sinn hat. Dies ist etwa dann der Fall, wenn Unternehmen keine grösseren Akquisitionen umsetzen können oder wollen, wenn Immobilien als langfristige Wertanlage gehalten werden oder wenn diese sogar einen strategischen Wert aufweisen, beispielsweise aufgrund ihrer Lage. Hinzu kommt, dass Sale-and-lease-back-Geschäfte nicht unmittelbar zu einer Reduktion der Kapitalkosten führen. Werden die Mittel reinvestiert, bleibt der entsprechende Betrag auf der Finanzierungsseite stehen. Zusätzlich muss nun aber auch das Leasinggeschäft bilanziert werden. Denn nach IFRS besteht das Erfordernis, dass der Leasingnehmer das Leasinggut aktiviert und entsprechend abschreibt sowie die Leasingverbindlichkeit passiviert und amortisiert. Erst mit zunehmender Amortisation sinken die Kapitalkosten. Im vorliegenden Beispiel zeigt sich, dass die Kapitalkosten bei einem Sale-and-lease-back nach dem Jahr 10 sogar tiefer sind als beim Halten der Liegenschaften. Können indessen aufgrund der Reinvestition weder das Kerngeschäft erweitert noch die Umsätze gesteigert werden, fehlen dem Unternehmen mittelfristig die flüssigen Mittel, um die Leasingraten, welche sich aus den Kapitalkosten und der Amortisation zusammensetzen, zu bezahlen.

Die Analyse zeigt somit, dass auf lange Sicht ein Sale-and-lease-back der selbstgenutzten Liegenschaften lohnenswert sein kann, sofern durch die Reinvestition der frei werdenden Mittel höhere Nettoerträge möglich werden. Dies ist typischerweise dann der Fall, wenn durch die Investition in das Kerngeschäft Marktanteile gewonnen werden können und wenn die verkauften Liegenschaften aus unternehmensstra-

tegischer Sicht substituierbar sind.

.....
Sibylle Huwiler arbeitet bei Huwiler & Partner Treuhand in Cham, Prof. **Pascal Gantenbein** ist Ordinarius für Finanzmanagement an der Universität Basel.