Wirtschaft und Verbände

Prof. Dr. Ramón Sotelo, Honorarprofessur Immobilienanlageprodukte, Bauhaus-Universität Weimar

Anmerkungen zur Finanzkrise aus immobilienökonomischer Sicht

0 Executive Summary
1 Einleitung
1.1 Die politische Situation
1.2 Der notwendige Paradigmenwechsel in der betrieblichen Finanzwirtschaft
2 Wohneigentumsbildung als Ursache der Finanzkrise
3 Vehikel zur Immobilienfinanzierung als Ursache der Finanzkrise
3.1 Finanzierungstheoretischer Hintergrund
3.2 Lektionen aus der Finanzkrise für die Gestaltung von Finanzierungsvehikeln und Immobilienanlageprodukten
Literatur

0 Executive Summary

Die Immobilien- und Finanzkrise kann aus drei unterschiedlichen Perspektiven betrachtet werden.

Aus einer geldpolitischen Perspektive kann die Ursache der Finanzkrise in den zu geringen Zinsen in den USA nach 2001 erkannt werden. Auch in Spanien lagen die Zinsen im Zusammenhang mit der Einführung des Euros in Bezug auf die interne Preissteigerungsrate auf geringem Niveau. Die zu geringen Zinsen haben in beiden Fällen zu geringen bisweilen negativen Realzinsen geführt, in deren Folge die Immobilienmärkte preislich explodieren mussten, weil Vermögensbesitzer Immobilien quasi als Geldersatz betrachtet haben. Alternativ kann formuliert werden, dass sich bei negativen Realzinsen die Verschuldung für den Immobilienerwerb lohnt, was wiederum einen sich selbst verstärkenden Prozess der Preisentwicklung auf den Immobilienmärkten produziert. Ab einem bestimmten Punkt kaufen Vermögensbesitzer dann Immobilien, weil die erwartete Preissteigerung allein bereits eine auskömmliche Verzinsung des Kapitals verspricht. Nachdem Deutschland im Zuge der Einführung des Euros, die ökonomisch auch als Einführung der D-Mark in weiteren europäischen Länder interpretiert werden kann, eher für die Volkswirtschaft und in Bezug auf die interne Preissteigerungsrate recht hohe Zinsen verzeichnet hat, ist es bei uns nicht zu dem beschriebenen exzessiven Preissteigerungsprozess bei Immobilien gekommen. Weil dieses Papier kein primär geldpolitisches ist, wird dieser Aspekt nur peripher behandelt. Erwähnt werden muss jedoch, dass es sich bei der für die Krise wesentlichen geldpolitischen Dimension nicht um ein Markt-, sondern um ein Staatsversagen nicht völlig unabhängiger Zentralbanken handelt.

Aus einer zweiten Perspektive können hohe bzw. steigende Eigentumsquoten als Ursache der Immobilienkrise erkannt werden, weil das selbstgenutzte Wohneigentum finanzierungstheoretisch betrachtet eine eigenkapitalähnliche Finanzierungsform darstellt, die volkswirtschaftlich mit hohen Kosten verbunden ist. Dieser Aspekt ist besonders in den USA augenscheinlich, wo sich die Eigentumsquote bereits von einem hohen Niveau ausgehend in den Jahren vor der Krise nochmals signifikant um rund acht Prozentpunkte erhöht hat. Auch in Spanien ist die hohe Eigentumsquote ein Charakteristikum des Marktes. Deutschland hat innerhalb Europas nach der Schweiz die höchste Mietquote. Viele Portfolio-Investoren der jüngsten Vergangenheit mussten schmerzlich erfahren, dass es gute ökonomische Gründe für die hohe Mietquote gibt und konnten ihre Business-Pläne bezüglich einer umfangreichen Mieterprivatisierung nicht umsetzen. Deutschland ist aufgrund der weiterhin hohen Mietquote auch aus dieser Perspektive nicht von der Immobilien-Finanzkrise betroffen. Eine Erhöhung der Mietquote ist vielmehr ein Lösungsansatz für die Probleme auf dem US-amerikanischem und dem spanischen Markt. Auch bei der politischen Ausrichtung auf das selbstgenutzte Wohneigentum handelt es sich primär nicht um ein Markt-, sondern um ein Staatsversagen, als die volkswirtschaftlich teurere Finanzierung des selbstgenutzten Wohneigentums politisch bedingt subventioniert worden ist bzw. nicht die für einen effizienten Mietmarkt notwendigen Rahmenbedingungen geschaffen worden sind.

Eine dritte Perspektive betrachtet schließlich die Finanzierungsvehikel in den jeweiligen Märkten. Hier zeigen sich eklatante Unterschiede auch im jeweiligen Bankenmarkt. ABS-Strukturen sind offenbar ein gutes Beispiel einer unzureichenden Konstruktion von Finanzierungsvehikeln, die im Geiste neoklassischer Finanzierungstheorie erfolgte. Deutschland steht auch diesbezüglich insbesondere mit den Pfandbriefen wesentlich besser da und auch die USA haben derweil mit den Covered Bonds Strukturen dieser Art übernommen. Weil Bankenfinanzierungen zukünftig nicht mehr im bisherigen Maße vorhanden sein werden und sollen, ist als wesentliche Lektion aus der Immobilien- und Finanzkrise die Forderung nach einer Weiterentwicklung und Optimierung bestehender Immobilienanlagevehikel zu fordern. Die Diskussionen um die Gestaltungsmöglichkeit geschlossener Immobilienfonds, der weiteren Reformen der offenen Immobilienpublikumsfonds auch im Sinne des zwischenzeitlich in der Versenkung befindlichen Ansatzes aus dem BMF mit der Einführung sicherheitsorientierter Fonds und insbesondere die intelligente Weiterentwicklung der Deutschen REITs hin zur Wahlfreiheit zur Börsennotierung und der vollen Integration von Wohnungsbeständen ist eine notwendige Konsequenz aus der Finanzkrise. Auf die Besonderheiten der jeweiligen Marktstrukturen im Bankensektor wird nicht eingegangen.

1 Einleitung

Die Finanzkrise wurde im Frühjahr/Sommer 2007 erstmals spürbar und wurde zunächst in einem Zusammenbruch der Märkte für ABS-Strukturen sichtbar. Bei einem Teil der ABS-Papiere waren Kredite gebündelt, die notleidend werden konnten bzw. bereits geworden waren (Subprime).

In der Zwischenzeit hat sich die Subprime-Krise in eine Finanzkrise unvorstellbaren Ausmaßes entwickelt, die unisono als schwerste Krise seit dem Börsenkrach von 1929 mit der anschließenden großen Depression wahrgenommen wird. Eine mögliche weltweite Rezession scheint die weitere Folge dieser Krise zu sein. Das amerikanische Repräsentantenhaus hat die größte Rettungsaktion in der Wirtschaftsgeschichte der Vereinigten Staaten beschlossen, ebenso die Bundesregierung und folgend Bundestag und Bundesrat.

1.1 Die politische Situation

Wenngleich sich dieses Papier auf die immobilienökonomischen Fragen beschränkt, muss – gerade weil es auch die möglichen immobilienökonomischen Lösungen und Lektionen betrifft – auch die aktuelle gesellschaftliche und politische Stimmung analysiert werden. Die US-amerikanische Zentralbank hat in Folge der Anschläge vom 11. September 2001 die Zinsen in dramatischer Weise gesenkt, um einem möglichen negativen Schock der Wirtschaft zuvor zukommen. Die Realzinsen waren in den Vereinigten Staaten über Jahre negativ. Steigende

Immobilienpreise sind stets eine natürliche Folge negativer Realzinsen mit der Folge, dass bei Immobilieninvestitionen und damit auch bei Immobilienfinanzierung nicht mehr primär auf die Erträgnisse aus den vermieteten Immobilien oder die Einkommenssituation der Erwerber selbstgenutzter Immobilien geschaut wird, sondern auf die Preisentwicklung der Immobilien, die jedoch keine reale, sondern eine monetäre Ursache haben. Akademischer Ausdruck dieses Wahns war auch, die Messung von Einkommenszuwächsen infolge steigender Preise für Immobilien als positiven und nachhaltig zu pflegenden Faktor einer Wirtschaftspolitik zu formulieren.

Wenn Zentralbanken das Geld preiswerter machen, als es die Vermögensbesitzer haben möchten, sind Banken als Scharnier zwischen der Geldpolitik und der sogenannten Realwirtschaft quasi gezwungen, Kredite herauszureichen, die sich eigentlich nicht rechnen können. Wenngleich eine wesentliche makroökonomische Ursache der Finanzkrise die Politik der Zentralbanken und damit – je nach Währung – mehr oder weniger unabhängiger staatlicher Institutionen ist, wird die Ursache der Krise medial und von der Öffentlichkeit getragen als ein Marktversagen gesehen, verursacht durch Unprofessionalität und Gier der handelnden Personen. Diese Fehlinterpretation ist vielleicht in ihrer Auswirkung auf die künftige politische und wirtschaftliche Entwicklung noch gravierender als die Krise selbst.

Von Interesse ist in diesem Zusammenhang die Beobachtung, dass je weiter Eigentum vom Management getrennt ist, desto größer die Probleme sind: So haben private Banken mit persönlich haftenden Gesellschaftern offenbar wesentlich weniger Abschreibungen aufgrund der Finanzkrise als private Aktienbanken, diese wiederum weniger als die von Sparkassen und Ländern getragenen öffentlich-rechtlichen Landesbanken. Am stärksten hat es die „öffentlichste“ aller Banken, die Kreditanstalt für Wiederaufbau sowie ihre ehemalige Tochter, die IKG erwischt. Obgleich also das private Eigentum wesentlich krisenresistenter als das öffentliche Eigentum ist, wird der Eindruck erweckt, ersteres sei das Problem und letzteres die Lösung.

1. 2 Der notwendige Paradigmenwechsel in der betrieblichen Finanzwirtschaft

Das finanzierungstheoretische Paradigma, welches für die Konstruktion der in Krise befindlichen Finanzierungsvehikel verantwortlich ist, ist die neoklassische Finanzierungstheorie, die einerseits in der Portfolio-Theorie von Markorwitz und andererseits in dem Irrelevanztheorem von Modigliani/Miller (MM) zum Ausdruck kommt. Die Neoklassik nimmt an, dass Kapitalmärkte informationstransparent und effizient sind. Ein weiteres hieraus abzuleitendes Theorem ist das Fisher-Separationstheorem, wonach Investitionsentscheidungen von Finanzierungsentscheidungen separiert werden können. Die Konstruktion von Asset-Backed-Securities (ABS) insbesondere mit dem Wasserfall-Prinzip baut auf diesen Prinzipien auf. Wenn Märkte effizient sind, spielt die Konstruktion von Finanzierungsvehikeln keine besondere Rolle und es können unterschiedliche Risiken mit ein und demselben Vehikel finanziert werden, weil es auf den jeweiligen Sekundärmärkten der Vehikel dann auch stets eine effiziente Marktbewertung gibt.

Dokumentation,
Analyse, Entwicklung
GuT
Gewerbemiete und Teileigentum

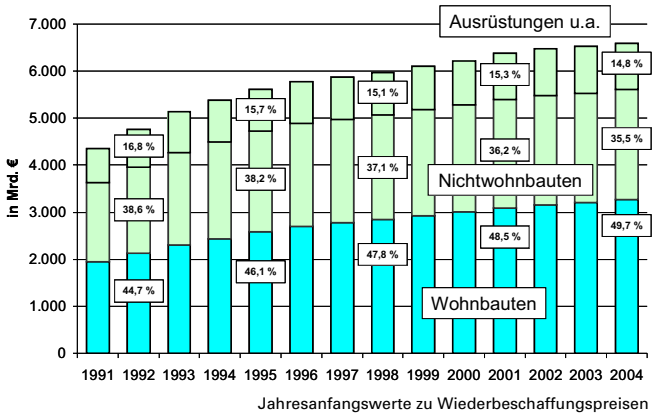
Warren Buffett schreibt zur neoklassischen Finanzierungstheorie, dass er selbst gerne viele Lehrstühle hierzu sponsern möchte, damit die Mehrheit der Kaufleute dieser Theorie weiter folgen und er so ungestört nach den Investitionsprinzipien des Value Investings Geld verdienen kann. Buffett geht nämlich anders als die neoklassische Finanzierungstheorie davon aus, dass es einen Unterschied zwischen dem Preis für ein Unternehmen und seinem Wert gibt.

Die neoklassische Finanzierungstheorie hat ihre Annahmen nicht selbst erfunden, sondern diese aus der Neoklassischen Ökonomie des XIX. Jahrhunderts übernommen. Die Neoklassik wiederum hat diese Annahmen aus der klassischen Ökonomie übernommen, als deren Begründer Adam Smith gelten darf. Das Denken von Adam Smith und in Folge jenes der Klassik, Neoklassik sowie der neoklassischen Finanzierungstheorie ist von einer Gleichgewichtsmetapher geprägt. Wenngleich es insbesondere die Leistung des frühen Keynes aus der Treatise on Money war, diese Metapher gerade in Bezug auf Währungstheorie aufzugeben und schließlich auch in seiner Allgemeinen Theorie nicht mehr zu verfolgen, hat sie eine Wiederbelebung nach dem II. Weltkrieg bei John Richard Hicks und seiner Schule der Equilibrium Economics erfahren. In Deutschland hat insbesondere Hajo Riese das Konzept des Ungleichgewichts rezitiert und die Schule des Monetär-Keynesianismus begründet.

Auch in einem anderen Bereich der Ökonomie wurden die Annahmen der Informations- und folglich Markteffizienz fallen gelassen. Mit Ronald Coase, 1937, kann der Beginn der Schule der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ) datiert werden, die in Deutschland insbesondere von Dieter Schneider rekonstruiert wurde. Im Mittelpunkt dieser aspektorientierten Betrachtung steht die Institution zur Verringerung von Einkommensunsicherheiten. Wenngleich die NIÖ einen Siegeszug durch die Ökonomie mit Vertretern wie Oliver Williamson, Armen Alchian, George A. Akerlof, Harold Demsetz und Joseph Stiglitz erlebt hat, blieb doch ein Großteil des ökonomischen Denkens dem neoklassischen Paradigma verhaftet. Die Relativität des Erfolgs der NIÖ hat m. E. zwei Ursachen: Einerseits ist mit der Aufgabe der Annahme informationseffizienter Märkte und rationalen Verhaltens der Akteure nicht ein neues, homogenes Theoriegebäude entstanden, sondern es bildeten sich eher kleine Theorieinseln, Geschichten die erzählt werden können, wie die des Autoverkäufers von Akerlof, etc. Andererseits kommt hinzu, dass diese Theoriebausteine häufig sich einer klaren Falsifizierbarkeit entziehen, als stets ex post das Niveau der notwendigen anzunehmenden beschränkten Rationalität willkürlich zur Legitimation von Ergebnissen manipuliert werden kann. Entscheidend ist aber ein weiterer Punkt: Obgleich die NIÖ mit dem Prinzipal-Agenten-Ansatz eigentlich ein bahnbrechendes Konstrukt insoweit formuliert hat, als dieses Modell dem Grunde nach die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent selbst in den Vordergrund der Überlegungen stellen könnte, verbleibt die Betrachtung bei den Institutionen und stellt gerade nicht die Beziehung in den Vordergrund. Es ist Treppenwitz der jüngsten Wirtschaftsgeschichte, dass der ständige Paria jeder ökonomischen Theorie und zugleich einer der erfolgreichsten Kaufleute überhaupt, George Soros, in seinem Werk den Begriff der Reflexivität entwickelt hat und sich damit mit den Beziehungen selbst befasst. Soros entwickelt damit ein systemisch-kybernetisches Denken, ohne dabei auf die hierzu einschlägigen Autoren (Ludwig Wittgenstein, Gregory Bateson, Martin Buber, George Spencer Brown, etc.) einzugehen.

Die aktuelle Finanzkrise hat zwei positive Effekte. Einer ist bereits offensichtlich: Fragen der Immobilienfinanzierung stehen im Mittelpunkt der medialen und politischen Aufmerksamkeit. Wir erkennen nun, dass die vom IFO Gutachten festgestellte Bedeutung der Immobilienwirtschaft in Deutschland (ca. 88% des Kapitalstocks) keine abstrakte Größe ist, sondern die optimale Refinanzierung dieses Kapitalstocks von eminenter Bedeutung für Einkommen und Wohlstand der Gesellschaft ist. Abbildung 1 zeigt die Entwicklung des Anteils der Immobilien am Kapitalstock in Deutschland.

Abbildung 1: Anteil von Immobilienbeständen am Kapitalstock in Deutschland



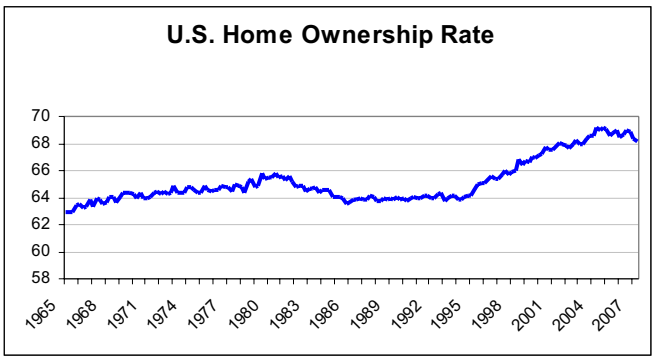
Quelle: ifo-Gutachten, nach Stat. Bundesamt

Es ist zum Zweiten zu hoffen und auch zu erwarten, dass in der Retrospektive diese Finanzkrise der Wendepunkt des beschriebenen Paradigmenwechsels weg von der neoklassischen Finanzierungstheorie ist.

2 Wohneigentumsbildung als Ursache der Finanzkrise

Bei der Analyse der US-amerikanischen Immobilien- und Finanzkrise ist noch unterbelichtet, dass diese auch Folge einer Politik für eine hohe Eigentumsquote ist. Wenngleich die Eigentumsquote in den U.S.A. traditionell recht hoch war, konnte in den Jahren des Aufbaus des Bubbles eine weitere Erhöhung beobachtet werden.

Abbildung 2: Steigende Eigentumsquote i den USA

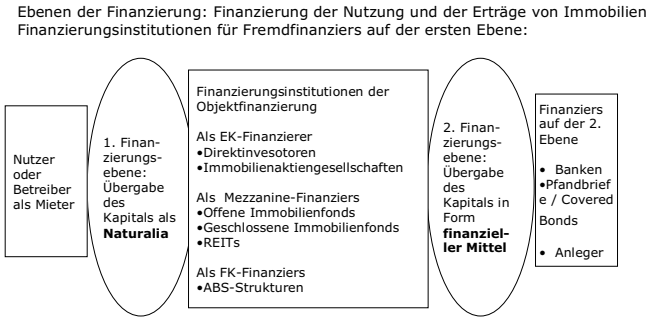


Quelle: Census Bureau

Die Kausalität der gestiegenen Eigentumsquote kann zunächst einmal anekdotisch erkannt werden. Wenn es politisches Ziel ist, mittels Subventionen (Institutionen waren auch die derweil wieder verstaatlichten Freddie Mac und Fannie Mae) die Wohneigentumsquote zu erhöhen, dann erwerben auch jene Teile der Bevölkerung Eigentum, die es sich bei marktgerechten Preisen gar nicht leisten konnten. Hinzu kommt, dass beim Zusammenfallen von Investor und Nutzer – nichts anderes ist das selbstgenutzte Wohneigentum – die Investitionsentscheidung in die Immobilie selbst nicht mehr von den spezifischen Investitionen, beispielsweise in die Ausstattung wie Möbel, unterschieden wird. Bedeutend ist auch, dass bei diesem Zusammenfallen von Investor und Nutzer, Käufer Immobilen als Vermögensgegenstand erwerben, dessen Refinanzierung nicht die Mieten, sondern die steigenden Preise sind. Dieser monetär bedingte Effekt ist in Märkten mit hohen Eigentumsquoten (Paradebeispiel: Spanien) stärker ausgeprägt als in Märkten mit hohen Mietquoten (beispielsweise: Deutschland und die Schweiz).

Wissenschaftlich lässt sich der Zusammenhang – jenseits der empirischen Evidenz – auch kausal erklären, wenn man die Vermietung von Wohnungen selbst als eine Fremdfinanzierung der Nutzung erfasst. So kann die Vermietung einer Wohnung als eine Kreditbeziehung zwischen dem Vermieter und dem Mieter interpretiert werden, bei der der Mieter dem Kreditnehmer, der Vermieter dem Kreditgeber, der Wert der Mietsache dem Kapitalbetrag der Finanzierung und die Miete der Bedienung des Kapitalbetrags entspricht. Da der Vermieter Eigentümer der Mietsache bleibt, handelt es sich bei dieser Art der Finanzierung im Wesentlichen um eine Objektfinanzierung. Der Anteil der Subjektfinanzierung ergibt sich aus den Risiken der Verschlechterung der Mietsache sowie der notwendigen Zeit zur Inbesitznahme der Mietsache. Mit der Identifikation der Vermietung selbst als Kreditbeziehung wird eine weitere Ebene der Immobilienfinanzierung erkannt, die sich von der traditionellen Immobilienfinanzierung dadurch unterscheidet, dass hierbei nicht der Kapitalbetrag in Form finanzieller Mittel, sondern – quasi dem vorgelagert – in Naturalform übergeben wird. Diese Ebene der Finanzierung kann daher auch als 1. Ebene der Immobilienfinanzierung erkannt werden. Abbildung 3 verdeutlicht den Zusammenhang.

Abbildung 3: Ebenen der Finanzierung



Wenn für die Frage der optimalen Finanzierung auf der 1. Ebene auch die Rationalität und Logik der betrieblichen Finanzwirtschaft gilt, dann kann in einer ersten Überwindung des neoklassischen Paradigmas der Finanzierungsirrelevanz auf das Finanzierungspostulat von Oliver Williamson für die Frage der optimalen Finanzierung Bezug genommen werden. Demnach sind drittverwendungsfähige Objekte / Immobilien / Wohnungen mit Fremdkapital und nicht drittverwendungsfähige Objekte, auch als spezifische Objekte bezeichnet, mit Eigenkapital zu finanzieren. Abbildung 4 veranschaulicht das Finanzierungspostulat von Williamson.

Abbildung 4: Finanzierungsansatz von Oliver Williamson

Aktiva	Passiva
Spezifische Assets	Eigenkapital
Drittverwendungs-Fähige Assets	Fremdkapital

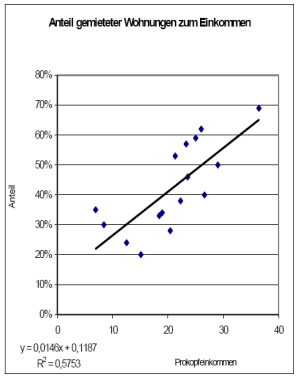
Bezogen auf Wohnformen bedeutet dies, dass drittverwendungsfähige Wohnformen in der Form der Vermietung auf der ersten Ebene refinanziert werden sollten und spezifische Wohnformen der eigenkapitalähnlichen Refinanzierung in Form des selbstgenutzten Wohneigentums bedürfen.

Interessanterweise kann empirisch beobachtet werden, dass Wohlstand und Fremdfinanzierung wirtschaftshistorisch und wirtschaftsgeographisch betrachtet einher gehen. Länder mit einem hohen BIP gehen daher in statistisch signifikanter Weise mit hohen Mietquoten einher. Abbildung 5 zeigt den Zusammenhang bezüglich einiger europäischer Länder auf.

Abbildung 5: Wohneigentumsquote und BIP in europäischen Ländern

Anwendungsbeispiel:
Wohneigentumsquote in Abhängigkeit vom Pro-Kopf-Einkommen

Land	GDP $ per capita * 10.000	Mietanteil
Schweiz	36,43	69%
Dänemark	29,01	50%
Norwegen	26,59	40%
Deutschland	26	62%
Österreich	25,01	59%
Frankreich	23,55	46%
Schweden	23,27	57%
Belgien	22,26	38%
Niederlande	21,3	53%
Finnland	20,41	28%
Großbritannien	18,95	34%
Italien	18,4	33%
Irland	15,1	20%
Spanien	12,5	24%
Griechenland	8,4	30%
Portugal	6,9	35%

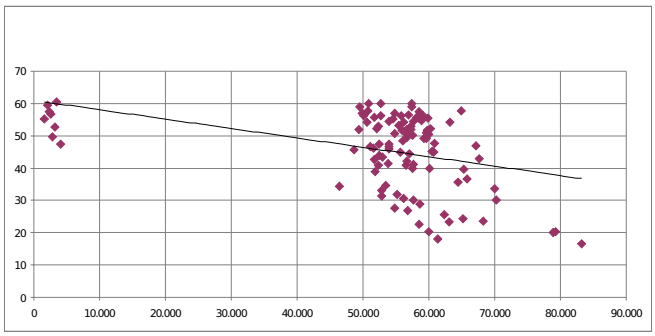


Ergebnis: Projektentwickler für Eigennutzer wird immer unbedeutender. Primat der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene beinhaltet komplexe Finanzierungsinstitutionen als Vermieter

Quelle: Balchin, 1996

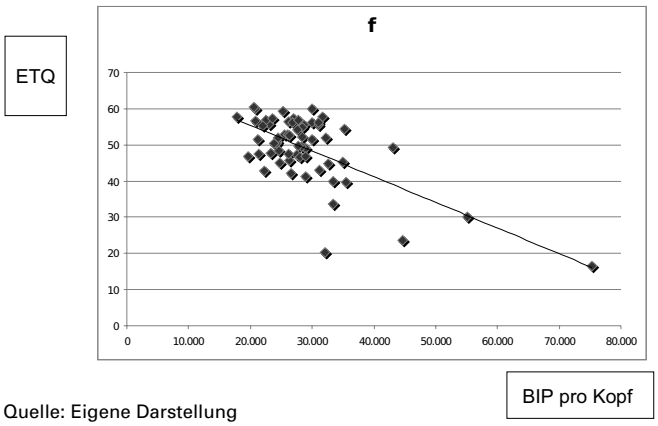
Dieser recht stabile Zusammenhang kann auch innerhalb Deutschlands empirisch nachgewiesen werden, wie Abbildung 6 zeigt. Dabei wurden bei dieser Untersuchung an der Juniorprofessur Immobilienökonomie (Bauhaus-Universität Weimar) nur die Daten der Alten Länder verwendet, um die Besonderheiten bezüglich der Neuen Länder und Berlins außer Acht zu lassen. Dabei ergibt sich ein R^2 von 26%, was zunächst nicht besonders hoch erscheint. Differenziert man weiter und betrachtet beispielweise nur Ballungsräume, so erhöht sich der R^2 auf rund 45%, wie Abbildung 7 zeigt.

Abbildung 6: Bruttoinlandsprodukt in jeweiligen Preisen je Erwerbstätigen zur Eigentumsquote



Quelle: Eigene Darstellung

Abbildung 7: Relation BIP pro Kopf in Ballungsräumen westdeutscher Flächenstaaten



Quelle: Eigene Darstellung

Die Bedeutung der Eigentumsquote für das Wohlstandsniveau einer Gesellschaft kann auch aus den Kapitalkosten auf der ersten Finanzierungsebene abgeleitet werden: Je höher die Finanzierung mit Eigenkapital ist, desto höher sind die Kapitalkosten und desto geringer ist damit das Volksvermögen.

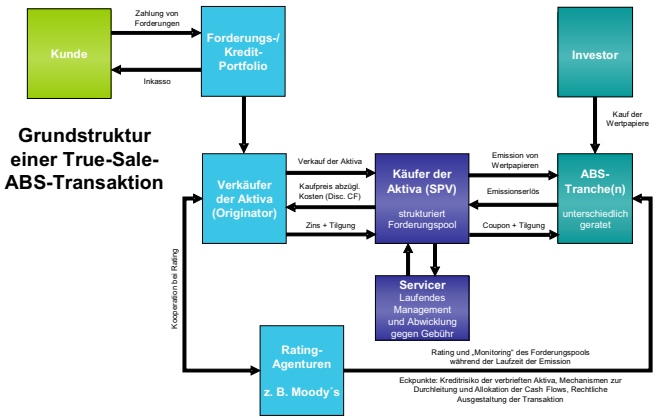
Deutschland verfügt im internationalen Vergleich über ein recht brauchbares Mietrecht sowie über weitere notwendige Rahmenbedingungen für einen funktionsfähigen Mietmarkt. Sicherlich könnten einige weitere sinnvolle Reformen insbesondere beim Mietpreisrecht erfolgen, doch würden diese Überlegungen den Rahmen dieser Ausführungen sprengen. Auch wird in Deutschland insbesondere über die Konsumgutlösung des selbstgenutzten Wohneigentums dieses steuerlich privilegiert. Wer in einer Villa von einem Verkehrswert von z. B. 2 Mio. € wohnt, spart gegenüber einem Bürger, der dieses Geld anlegt und zur Miete wohnt, erheblich an Steuern, eine steuerliche Privilegierung, die sich bei der Erbschaftsteuer fortsetzen soll. Es ist geradezu erstaunlich, dass dieser Aspekt der Konsumgutlösung vor dem Hintergrund manch anderer aktueller Diskussion in Deutschland noch gar nicht thematisiert wird.

An dieser Stelle soll die Feststellung reichen, dass auch die zivilrechtlichen und steuerlichen Regulierungen sowie Subventionen für das selbstgenutzte Wohneigentum nicht primär eine soziale oder verteilungspolitische Komponente haben, sondern – wie insbesondere am Beispiel USA und Spanien ersichtlich ist – entscheidend für die Funktionsweise von Immobilien- und Finanzmärkten sind, nachdem der auf erster Ebene zu finanzierende Kapitalstock ganz überwiegend aus Immobilien besteht.

3 Vehikel zur Immobilienfinanzierung als Ursache der Finanzkrise

Im Mittelpunkt der Kritik steht die Struktur der Asset Backed Securities. Die Grundidee dieser Struktur liegt in der Bündelung und Verbriefung bestimmter Forderungen. Der neoklassischen Finanzierungstheorie folgend wird in einem ersten Schritt – im Gegenzug zur Konstruktion des Pfandbriefes – die Haftung des Emittenten des Briefes von der Bonität der ABS-Struktur losgelöst, wie Abbildung 8 verdeutlicht.

Abbildung 8: Die finanzwirtschaftliche Struktur von ABS

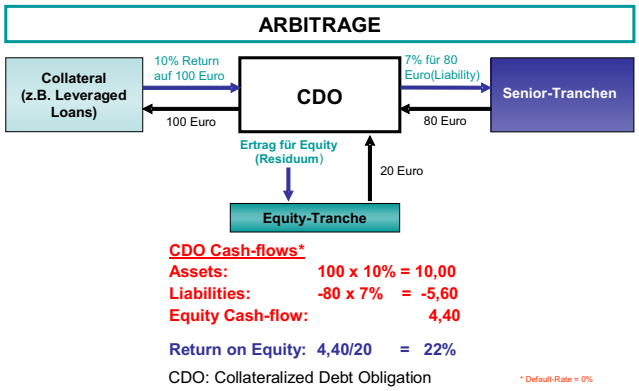


Quelle: Christian Friedrich

In einem zweiten Schritt kann dann der Pool an Rechten, der jeweils refinanziert wird, weiter aufgespaltet werden. So kann zunächst, wie Abbildung 9 verdeutlicht, ein Equity-Geber das Eigenkapital der Finanzierung insoweit darstellen, als es nachrangig bedient wird.

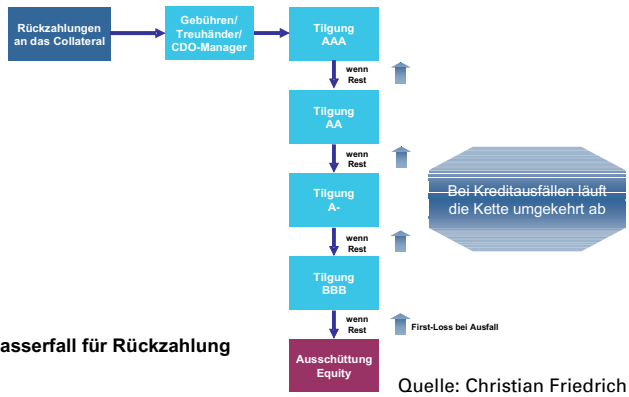
In einem dritten Schritt erfolgt schließlich die weitere Risikodifferenzierung der unterschiedlichen Anleger aus dem Pool heraus. Dieses entspricht dem Prinzip der horizontalen Kreditsyndizierung ohne persönliche Haftung des Kreditnehmers. So können aus einem Pool von Rechten Investoren nach dem Prinzip des Wasserfalls bedient werden. Zunächst wird der Senior-Bereich bedient und danach der jeweils folgende, soweit für die Bedienung noch etwas verbleibt. Abbildung 10 verdeutlicht das Prinzip des Wasserfalls.

Abbildung 9: ABS mit nachrangig bedienten EK



CDO-Cash-flow ein Beispiel Quelle: Christian Friedrich

Abbildung 10: Das Wasserfall-Prinzip



Wasserfall für Rückzahlung Quelle: Christian Friedrich

Die Konstruktion der ABS und insbesondere das Wasserfall-Prinzip folgt insoweit neoklassischer Finanzierungstheorie als unterstellt wird, dass es für die verschiedenen Risikopositionen keiner unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen bedarf, dass also sowohl die Tranche mit einem Rating von AAA mit der gleichen Struktur wie eine solche mit einem Rating von BBB an einem Markt gehandelt werden kann, dass also in der Terminologie von Modigliani/Miller die Finanzierungsform selbst nicht relevant ist, und sich für die jeweiligen Tranchen am Markt risikoadäquate Preise bilden werden und Investoren nach den Prinzipien der Portfolio Selection nach Markowitz dann mit den unterschiedlichen Tranchen Portfolien konstruieren können.

Die in der Krise problematischen ABS-Strukturen sind jene, die entweder bereits auf der Ebene der gepoolten Rechte zweifelhafte (subprime) Forderungen beinhalten oder wo aufgrund des Wasserfall-Prinzips mit Forderungsausfällen zu rechnen ist. Dabei können die verschiedenen Tranchen jeweils eigenständig verbrieft werden.

3.1 Finanzierungstheoretischer Hintergrund

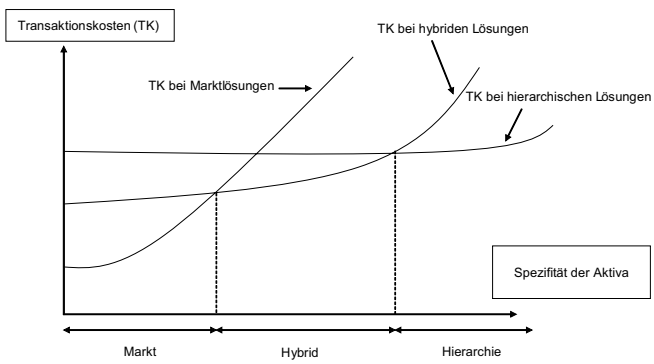
Die Zusammenhänge zwischen der Nutzung und der Finanzierung von Immobilien sind bereits oben dargestellt worden. Die Erfassung von Zusammenhängen der Nutzung und Finanzierung impliziert die Überwindung des Modigliani/Miller-Theorems der Irrelevanz der Finanzierung. Wäre die Frage der Finanzierung irrelevant, könnten verschiedene Finanzierungsformen nicht unterschieden werden; es wäre nicht nur egal, wie hoch der Fremdkapitalanteil an einer Immobilienfinanzierung ist, sondern auch, über welches Vehikel sie finanziert werden; ob Investitionen über geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds, Private Equity oder REITs erfolgen.

Neoinstitutionalistisch kann eine Finanzierung in Anlehnung nach Alchian / Demsetz als Regelwerk begriffen werden, bei dem Informations- und Mitbestimmungsrechte sowie Zahlungsansprüche festgelegt sind. Eine Finanzierung lässt sich alternativ als eine Zahlungsreihe verstehen, die mit einer Einzahlung beginnt, auf die hin Auszahlungen erfolgen. Eine Investition ist so gesehen umgekehrt eine Zahlungsreihe, die mit einer Auszahlung beginnt, der Einzahlungen folgen. Mit diesem Ansatz wird die Grundlage neoklassischer Finanzierungstheorie gelegt. Auf der neoklassischen Investitions- und Finanzierungstheorie basieren Investitionsrechnungen (z. B. DCF, VOFI-Rendite) wie auch die Quantifizierung und Transformation des Risikos in Ertrag beim Capital Asset Pricing Modell (CAPM).

Die Frage der optimalen Finanzierung einer Investition, die i. d. R. als Frage der optimalen Finanzierungsstruktur eines Unternehmens behandelt wird, führt zu einem Grundproblem der betrieblichen Finanzwirtschaft, welches an dieser Stelle nur holzschnittartig behandelt werden kann. Die Entwicklung ging von der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, gemäß der Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva herrschen soll, über das Leverage-Theorem, nach dem aufgrund bestimmter Verhaltensannahmen eine Optimierung der Kapitalstruktur möglich ist, mit einem Sprung hin zur Irrelevanzthese der Finanzierungsstruktur nach Modigliani/Miller von (1958). Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne der Erhöhung des Gehalts der Aussage mittels Reduktion der Annahmen, Modigliani/Miller (1963), Stiglitz (1974), Miller (1977) und Fama (1978), als auch im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie – Jensen/Meckling (1976), Meyers (1977) – sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern – Meyers/Majluf (1984).

Die „Neue Institutionenökonomik“ ist international seit einiger Zeit auf dem Vormarsch. Charakteristisch für die „Neue Institutionenökonomik“ ist zunächst, dass es jenseits der grundlegenden Annahmen, die sich mit den Begriffen „bounded rationality“ und „moral hazard“ umschreiben lassen, eine Vielzahl von Theorieansätzen gibt, als da sind: Property-Rights-Ansatz, Principal-Agent-Ansatz, Theorie relationaler Verträge, Transaktionskostenökonomie, neue Institutionenökonomik des Staates, etc. Eine fehlende homogene Theorie ist auch eine der Konsequenzen der genannten Annahmen. Dieter Schneider hat in Deutschland eine eigenständige Rekonstruktion der Institutionenökonomik geleistet, indem er den Aspekt der Reduktion von Einkommensunsicherheit zum Ausgangspunkt der Überlegungen gemacht hat und damit zugleich eine Definition dessen, was eine Institution ist, liefert: Eine Institution dient der Reduktion von Einkommensunsicherheiten und lässt sich in Regelsysteme (Ordnungen) und Handlungssysteme (Organisationen) unterscheiden, Schneider (1995). Eine Finanzierungsinstitution kann in Übereinstimmung mit der Schneiderschen Vorstellung als eine konkrete Form der institutionellen Ausgestaltung interpretiert werden.

Abbildung 11: Transaktionskosten in Abhängigkeit von der Transaktionsform



Quelle: Williamson, 1991, p. 116

Die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie als Teil der NIÖ verlief zunächst parallel und unabhängig von jener der betrieblichen Finanzwirtschaft. Williamson zählt neben Klein, Crawford und Alchian zu den wichtigsten Vertretern der Transaktionskostenökonomie, deren Ursprung mit Coase ‚The Nature of the Firm' auf das Jahr 1937 datiert werden kann. Die den Ursprung und die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage ist jene nach der optimalen Transaktion, als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens oder über den Markt. Abbildung 11 zeigt den Zusammenhang auf.

Coase postuliert, und dies verdeutlicht die Graphik nach Williamson, einen Zusammenhang zwischen der Komplexität einer Transaktion und den Transaktionskosten in Abhängigkeit von der Transaktionsform (über Markt oder Hierarchie) und begründet damit die Existenz von Firmen als hierarchische Organisationen. Die Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen Faktor anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, so dass bei einer Markttransaktion gerade auch im Zusammenhang mit der Annahme opportunistischen Verhaltens ein hohes Risiko besteht, Kosten zu versenken, was durch den Anbieter antizipiert zu hohen Transaktionskosten führt. Unterschiedliche Transaktionsformen reagieren auf die Faktorspezifität mit verschieden hohen Transaktionskosten, so dass die Transaktionsform funktionell zur Faktorspezifität in Relation gesetzt wird. Mit dem Aufsatz von Williamson „Corporate Finance and Corporate Governance" erfolgt 1988 die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die unterschiedlichen Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Fremd- und Eigenkapital als Transaktionsformen bzw. als Herrschaftsformen identifiziert werden. Abbildung 4 zeigt diesen Zusammenhang auf.

Williamsons Kernaussage kann an einem Beispiel erläutert werden: Erwirbt ein Unternehmer eine Maschine, die für seinen eigenen Bedarf zugeschnitten ist, so wird er keine Bank finden, die diese als Sicherungsobjekt für eine Finanzierung akzeptiert. Würde nämlich der Unternehmer insolvent, so hätte die finanzierende Bank eine Maschine, mit der kaum ein Dritter etwas anfangen könnte. Nicht das Risiko gemessen als Streuung des Cash-Flows des Unternehmens ist für die Fremdkapitalquote nach Williamson determinierend, sondern die Spezifität der Aktiva.

Der Fall der jeweiligen Eigenkapitalquoten im Jahr 2004 in Deutschland in der Bauindustrie (EK von 7,9%) und Pharmaindustrie (EK von 34,4%) ist ein einschlägiges Beispiel: es gibt – wenn überhaupt – nur wenige Branchen, die derartig stark ausgeprägte Zyklen und damit auch Risiken in Form von Streuung der Erträge aufweisen wie die Bauwirtschaft, und trotzdem kann sie aufgrund der hohen Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva mit einer sehr niedrigen Eigenkapitalquote auskommen. Dagegen hat die Pharmaindustrie eine recht stabile Nachfrage, weist jedoch aufgrund der geringen Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva eine relativ hohe Eigenkapitalquote auf. Mit dem von Williamson postulierten Zusammenhang zwischen der Drittverwendungsfähigkeit der zu finanzierenden Aktiva und der Frage, ob diese mit Fremdkapital finanziert werden können oder nicht, gelingt ihm eine plausible Erklärung für das Finanzierungsverhalten von Unternehmen bezogen auf den Einsatz von Fremdkapital, die offensichtlich auch eine empirische Relevanz hat.

Der Ansatz von Williamson hat eine weit reichende Bedeutung in der Immobilienökonomie. Einerseits ist damit die Frage der Beleihung von Immobilieninvestitionen angesprochen, weiter aber auch die Frage der Kategorie der Drittverwendungsfähigkeit für Projektentwickler und Investoren, sowie für Nicht-Immobilienunternehmen als Immobiliennutzer. Begreift man die Vermietung von Flächen als kreditäre Überlassung von Realkapital, so kann das Williamsonsche Finanzierungspostulat auch zur Klärung der Frage beitragen, ob es beispielsweise günstiger ist, eine Wohnung zu kaufen oder zu mieten.

Wenngleich die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Grundüberlegung sich sehr gut und vielseitig in der Immobilienökonomie anwenden lässt, können wir hingegen mit diesem Konstrukt nicht Finanzierungsformen beschreiben, die sich jenseits bzw. zwischen Eigenkapital und Fremdkapital bewegen. Zwar sind wir in der Lage, terminologisch alle weiteren Finanzierungsformen, wie die breite Palette der Immobilienanlageprodukte (geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften bzw. REITs), als Mezzanine-Finanzierungsformen zu erkennen, doch ergeben sich allein aus der Übertragung des williamsonschen Finanzierungsansatzes keine Erklärungsmuster, um diese hybriden – um den transaktionskostenökonomischen Begriff zu verwenden – Formen der Finanzierung weiter zu differenzieren bzw. zu erklären. Bestehende Erklärungsmuster für Mezzanine-Finanzierungen basieren primär auf der Informationsökonomie, Rudolph (2004).

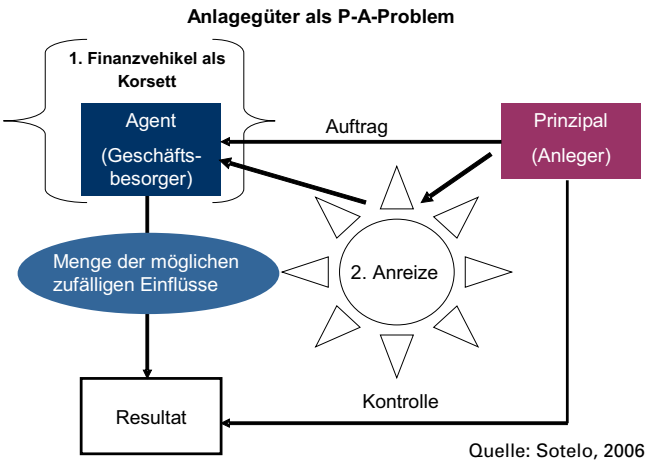
Finanzierung kann als eine Regulierung der Beziehung zwischen dem Finanzier (Prinzipal) und dem Finanzierten (Agenten) interpretiert werden. Charakteristisch für die P-A-Beziehung ist, dass es eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen dem Agenten und dem Prinzipalen gibt. Es wird angenommen, dass der Prinzipal zwar das Ergebnis des Agenten, nicht aber seinen Einsatz beobachten kann. In der Literatur, Jensen/Meckling (1983) wird primär die Frage behandelt, mit welchen Anreizen der Prinzipal eine weitgehende Konformität der Interessen des Agenten mit den Seinigen bei möglichst geringen Kosten erreichen kann.

Obgleich der unter dem Begriff des Prinzipal-Agent bekannte Ansatz als konstituierender Teil der Neuen Insititutionenökonomik gilt, geht er doch zugleich deutlich über diese – in der Schneider´schen Interpretation – hinaus, insofern der P-A-Ansatz – und hier erfolgt der Wechsel der Perspektive – nicht nur die Institutionen betrachtend, welche geeignet sind, im Verhältnis Prinzipal zu Agent Einkommensunsicherheiten zu reduzieren, sondern die Herrschaftsbeziehung zwischen Prinzipal und Agent selbst thematisiert. So wird Betriebswirtschaftslehre zur Sozialwissenschaft der Herrschaftsbeziehungen und nicht der Institutionen. In der Sprache von Wittgenstein kann auch formuliert werden: Die Befassung mit den Institutionen entspricht der mit der Befassung mit den Dingen und die mit den Herrschaftsbeziehungen jener mit den Tatsachen, also den Verhältnissen zwischen den Dingen.

Wir können Finanzierung als eine Form der Beschränkung des Handlungsspielraums des Agenten durch den Prinzipal auffassen. Der primäre Unterschied zwischen verschiedenen Finanzierungsformen ist folglich der jeweilige Handlungsspielraum, den sie gewährt. Die weiteren Regulierungen einer Finanzierungsinstitution, also die der Zahlungsansprüche, Informations- und Mitbestimmungsrechte ergeben sich bei dieser Betrachtungsweise aus dem jeweiligen Handlungsspielraum. Anreize sind Kombinationen aus Zahlungsansprüchen, Informations- und Mitbestimmungsrechten innerhalb eines bestimmten Handlungsspielraums. Indem der Handlungsspielraum in den Vordergrund der Betrachtung einer Finanzierungsinstitution rückt, wird diese auch eine Institution der Herrschaft und die P-A-Beziehung zu einer Herrschaftsbeziehung.

Der im Mittelpunkt stehende Begriff des Handlungsspielraumes bedarf einer klaren Definition: Der Handlungsspielraum einer Finanzierungsinstitution umschreibt das Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Prinzipalen an die Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen finanziellen Mittel. Wenn beispielsweise ein Finanzier dem Agenten einen Kredit gewährt, so ist der Handlungsspielraum meistens sehr gering, sofern im Kreditvertrag die Verwendung der finanziellen Mittel klar geregelt ist. In der Immobilienwirtschaft findet sich bei Krediten, etwa bei Ankaufsfinanzierungen, häufig eine Regulierung, nach der die Mittelverwendung über einen Notar sichergestellt wird. Zeichnet ein Anleger einen geschlossenen Immobilienfonds, so steht bei Zeichnung meist fest, welche Immobilie zu welchem Preis erworben wird oder welcher Mieter

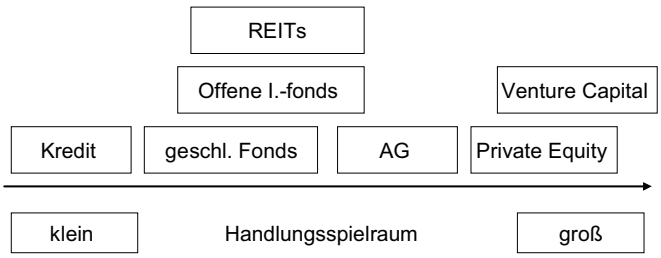
Abbildung 12: Der Handlungsspielraum der Anlagevehikel Finanzierung als Herrschaftsform



Quelle: Sotelo, 2006

diese für eine bestimmte Laufzeit mietet, so dass für den Agenten nur beschränkte Handlungsmöglichkeiten bestehen, der Handlungsspielraum der Agenten also bereits ausgefüllt ist. Zeichnet ein Anleger einen deutschen offenen Immobilienfonds, so regelt das Investmentgesetz (InvG) präzise, welche Investitionen im jeweiligen Umfang zulässig sind. Kauft ein Anleger einen U.S.-amerikanischen REIT, so besteht auch hier eine Regulierung bezüglich möglicher Investitionen, insoweit sich ein hoher Anteil der Erträge aus Immobilien generieren muss und auch die Immobilienbestände einen bestimmen Anteil am Gesamtvermögen darstellen. Bei Erwerb eines Anteils (Aktie) an einer Immobilienaktiengesellschaft hingegen ist der Handlungsspielraum wesentlich größer, da es praktisch keine rechtlichen Beschränkungen bei den Investitionen gibt. Abbildung 13 zeigt schematisch die steigenden Handlungsspielräume von Finanzierungsinstitutionen:

Abbildung 13: Handlungsspielräume unterschiedlicher Finanzierungsformen

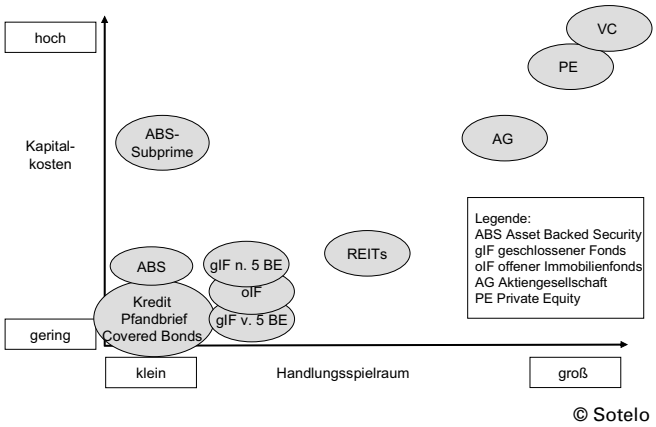


Quelle: Eigene Darstellung

Mit den genannten Finanzierungsvehikeln assoziieren wir unterschiedliche Kapitalkosten. Kredite sind zu den geringsten Kosten zu erhalten, Venture Capital ist das teuerste Kapital. Nehmen wir die Kapitalkosten als eine weitere Dimension auf und tragen diese auf der Ordinate ab, so erhalten wir folgende Graphik (Abb. 14):

Bei Abbildung 14 werden wie beim CAPM die Kapitalkosten ins Verhältnis zu einer weiteren Größe gesetzt. Statt des Risikos wird auf der Abszisse der Handlungsspielraum abgebildet. Die Kapitalkosten steigen in Abhängigkeit vom gewährten Handlungsspielraum zunächst einmal völlig unabhängig von der Volatilität des finanzierten Aktivums selbst. Ist der Handlungsspielraum groß, sind es auch die Kapitalkosten. Dies ist materiell die Folge aus der Betrachtung der Finanzierung als P-A-Beziehung. Überlässt der Prinzipal dem Agenten einen weiten Handlungsspielraum, so bedeutet dies unter den Annahmen von Bounded Rationality und Moral Hazard eine hohe Unsicherheit für den Prinzipalen, weil eben nicht klar ist, und genau

Abbildung 14: Handlungsspielraum und Kapitalkosten



hier liegt die unbrauchbare Annahme von MM, ob die Agenten das vollziehen, was sie in den Business-Plan schreiben, und diese Unsicherheit aus dem Handlungsspielraum, die zunächst einmal losgelöst vom Risiko gemessen als Streuung des mit dem Vehikel finanzierten Aktivums ist, führt zu höheren Kapitalverzinsungsansprüchen des Prinzipalen sui generis. Die Reduktion des Handlungsspielraumes mittels der Regulierung innerhalb eines Finanzierungsvehikels impliziert eine Reduktion der Unsicherheit des Prinzipals, die er mit geringeren Kapitalkosten beantwortet.

Das neue Finanzierungspostulat lautet also wie folgt: Reduziere so weit wie möglich den Handlungsspielraum eines Finanzierungsvehikels zur Minimierung der Kapitalkosten. Oder anders: Der vom Vehikel gebotene Handlungsspielraum soll von den Agenten voll ausgenutzt werden, bezahlt wird er sowieso. Schließlich folgt hieraus auch: Trenne geschäftliche Aktivitäten, die jeweils einen unterschiedlichen Handlungsspielraum benötigen und: Passe den Handlungsspielraum über den Zeitverlauf stets an die aktuelle Notwendigkeit an. Der Handlungsspielraum ist damit die Kategorie, mit welcher erklärbar wird, wieso Eigenkapital unabhängig von den finanzierten Aktiva teurer als Fremdkapital ist.

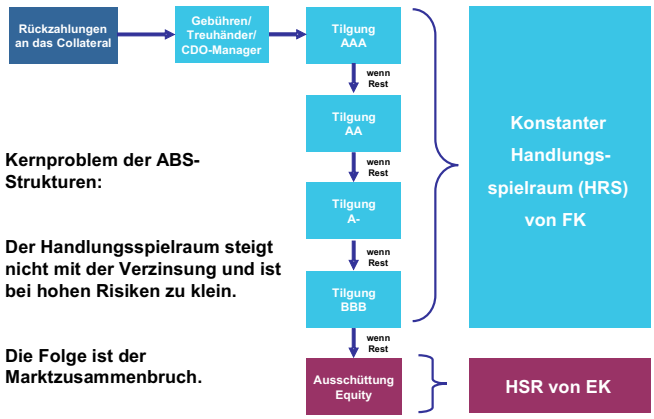
3.2 Lektionen aus der Finanzkrise für die Gestaltung von Finanzierungsvehikeln und Immobilienanlageprodukten

Die entscheidende Problematik aus Sicht der zuvor formulierten finanzierungstheoretischen Überlegungen ist, dass die unterschiedlichen Tranchen mit verschiedenen Risiken jeweils mit der gleichen ABS-Struktur mit geringem Handlungsspielraum refinanziert werden. (Siehe Abbildung 15). Bei Tranchen bzw. refinanzierten Pools, die nur sehr geringe Risiken beinhalten, ist dies möglich, sobald die Risiken aber steigen, ist das Vehikel mit sehr geringem Handlungsspielraum aber nicht adäquat, weil in ihm nicht mehr der hinreichende Handlungsspielraum besteht, beispielweise faule Kreditschuldner hinreichend zu betreuen. Dann muss es zum beobachteten Marktzusammenbruch der Papiere kommen. Dieser Marktzusammenbruch kann andererseits nur mittels der formulierten finanzierungstheoretischen Überlegungen erklärt werden. In einer Welt, die den Annahmen der neoklassischen Finanzierungstheorie folgt, würden die Märkte für ABS-Strukturen, die höhere Risiken refinanzieren, nicht zusammenbrechen, sondern schlichtweg die Papiere entsprechend geringer bewerten.

Selbstverständlich können diese finanzierungstheoretischen Überlegungen auch auf die Banken insgesamt angewendet werden. Banken benötigen einen beschränkten Handlungsspielraum (geregelt durch Gesetze wie z. B. KWG, etc. und überwacht durch eine effektive Bankenaufsicht), damit Anleger wie andere Banken bereit sind, Gelder in Form von Depositen anzulegen.

Die Lösung der Problematik ist also eine zweifache. Einerseits ist es gut und sinnvoll und bereits vollzogen, dass auch die USA Finanzierungsvehikel einführen, die analog zum deutschen

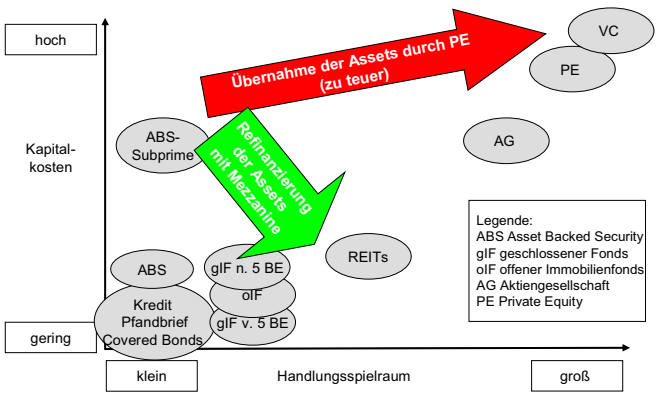
Abbildung 15: Das Kernproblem von ABS-Strukturen



Pfandbrief den Emittenten nicht mehr gegenüber dem Anleger aus der Haftung entlassen. Damit hat dieser einen eigenen Anreiz, die Risiken möglichst gering zu lassen. Wenn die Risiken zu hoch sind, wie z. B. bei ABS-Strukturen mit einem schlechten Portfolio oder ABS-Strukturen mit einer schlechten Positionierung nach dem Wasserfall-Prinzip, dann handelt es sich letztlich nicht mehr um eine Fremdkapital-, sondern um eine Mezzaninefinanzierung. Dann sind jedoch Vehikel der Fremdfinanzierung aufgrund des damit verbundenen zu geringen Handlungsspielraums nicht mehr geeignet, die Refinanzierungsstruktur zu sein. Der zweite Teil der Lösung besteht also in einem De-Leveraging auf ein gesundes Maß. Das Maß ist dann gesund, wenn der notwendige dem erforderlichen Handlungsspielraum entspricht. In der Struktur des ABS bzw. besser des Covered Bond oder des Pfandbriefes können und sollen dann jene Rechte verbleiben, die als praktisch risikolos bezeichnet werden können. Diese Argumentation kann auch bezüglich der früheren Finanzkrise im Zusammenhang mit den sogenannten Junk-Bonds Anwendung finden.

Für ein volkswirtschaftlich sinnvolles De-Leveraging ist die Existenz von adäquaten Mezzanininevehikeln von größter Bedeutung. In Ermangelung solcher funktionsfähiger Vehikel müsste die Refinanzierung eines Teils der Volumina der ABS-Strukturen über Eigenkapital bzw. Private Equity erfolgen (aufsteigender Pfeil in Abbildung 16). Dies ist zwar eine Lösung, doch keine optimale, weil der Handlungsspielraum des Eigenkapitals und damit die Kapitalkosten möglicherweise wiederum zu hoch wären.

Abbildung 16: Finanzwirtschaftliches Lösungskonzept: Herstellung des adäquaten Handlungsspielraums



© Sotelo

Die zu teuere Refinanzierung mit eigenkapitalähnlichen Vehikeln hätte einen weiteren überhöhten Preisverfall der Underlying Assets zur Folge, was volkswirtschaftlich einer Vermögensvernichtung gleich kommt. Ziel muss es daher sein, die Refinanzierung der suboptimal refinanzierten Subprime-ABS-Strukturen mit Mezzaninevehikeln, also Immobilienanlageprodukten zu sichern, da diese den richtigen Handlungsspielraum haben und somit die günstigste Finanzierung darstellen.

Die optimale Gestaltung von Immobilienanlageprodukten ist also eine volkswirtschaftlich sehr wichtige Aufgabe, deren Erfüllung weit über die Immobilienwirtschaft hinaus wirkt. In Deutschland verfügen wir über eine Reihe von Vehikeln. Rechtlich klar reguliert sind die offenen Immobilienfonds sowie die REITs. Weniger gesetzlich reguliert, doch durch Bauherrenerlasse strukturiert, sind die geschlossenen Immobilienfonds.

Alle diese Vehikel sind dem Grunde nach steuertransparent. Wenngleich die steuerliche Transparenz von Immobilienanlageprodukten definitorisch als ein konstitutives Merkmal dieser Vehikel erkannt werden kann, erscheint es doch sinnvoll, auch ökonomische Gründe für die Legitimität der steuerlichen Transparenz zu erfassen. So ergibt sich die ökonomische Legitimität der steuerlichen Transparenz von Immobilienanlageprodukten in Deutschland – nach der Abschaffung der Anrechenbarkeit der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer mit der Steuerreform von 1999/2000 – nicht aus einer vermeintlich notwendigen Gleichbehandlung gegenüber Direktanlegern, sondern aus dem mit dem reduzierten Handlungsspielraum von Immobilienanlagevehikeln verbundenen Fremdkapitalcharakter. Schließlich gilt die Körperschaftsteuer (Ausnahme: Zinsschranke) auch nur für Eigenkapitalverzinsungen, also Gewinne, während Kreditzinsen als Kosten vom Gewinn abgezogen werden und „steuertransparent“ an die Gläubiger ausgezahlt werden, die diese letztlich als Haushalte bei der Einkommensteuerveranlagung zum individuellen Grenzsteuersatz versteuern. International sind Zinseinnahmen aus Fremdkapital oder FK-ähnlichen Finanzierungen stets für den Schuldner steuertransparent, während Gewinne (also die Verzinsung des Eigenkapitals) regelmäßig auf der Gesellschaftsebene versteuert werden. Die steuerliche Transparenz der Direktanlage steht vielmehr im Zusammenhang mit dem Belegenheitsprinzip für Immobilieneinkünfte.

Mit der Einführung der Zinsschranke hat Deutschland einen besonderen Weg eingeschlagen, auf den an dieser Stelle nicht gesondert eingegangen werden kann. Fest steht, dass mit der Zinsschranke die relative Bedeutung von steuertransparenten Immobilienanlagevehikeln weiter wachsen wird, ohne die mit der Zinsschranke verbundenen politisch-fiskalischen Ziele zu kontrakarieren.

Offene Immobilienpublikumsfonds

Während in den letzten Jahren über die verschiedenen Reformen des Investmentrechts der Handlungsspielraum der offenen Immobilienfonds stetig zugenommen hat, war das Bundesministerium der Finanzen zu Beginn des Jahres 2007 bemüht, auf die vorangegangenen krisenhaften Erscheinungen mit einer Reduktion des Handlungsspielraums in Form der Einführung der sicherheitsorientierten Fonds zu reagieren. Die überwiegende Mehrheit der Branchenvertreter hat sich gegen die Bildung von Immobilienpublikumsfonds mit unterschiedlichen Risikomerkmalen ausgesprochen, wodurch aus der großen Reform des Investmentgesetzes nunmehr eine kleine geworden ist. Offene Immobilienpublikumsfonds werden immer stärker im Wettbewerb zu Aktienfonds stehen, die sich in ihren Investitionen auf Immobilienaktien bzw. REITs fokussieren. Erst mit dem Halten indirekter Immobilienanlagevehikel anstelle der Immobiliendirektanlage kann steuerlich wegen der damit verbundenen geringeren Höhe an Transaktionskosten wirksam überhaupt erst Portfoliomanagement betrieben werden. Die Angebotsstruktur der offenen Immobilienpublikumsfonds ist bislang jedoch gewillt, die Trennung der immobilien- und portfoliobezogenen Dienstleistungen nicht mit zu vollziehen.

Es ist davon auszugehen, dass im Zuge der aktuellen Liquiditätskrise der offenen Immobilienfonds sich die Marktstruktur deutlich verändern wird. Nach der letzten Reform des InvG gibt es nun einen recht klaren Mechanismus des Vorgehens nach der zunächst zeitweise beschlossenen Schließung. Wichtig er-

scheint es, alternative Finanzierungsvehikel zu etablieren, die die Objekte der offenen Fonds mit vergleichbaren Kapitalkosten refinanzieren können. Gelingt dieses nicht, kann der Prozess der Erosion der offenen Immobilienfonds vermutlich nicht aufgehalten werden. Verlängerte Zeiten der Schließung, weitere Abwertungen der Immobilien und schließlich der Verkauf von Immobilien auch unter den reduzierten Verkehrswerten wären die Folge. Die wichtigste Maßnahme ist eine Reform der Deutschen REITs mit dem Ziel, die Wahlfreiheit zur Börsenzulassung zu implementieren.

Offene Spezialfonds

Wenngleich das Wachstum dieser Gattung kurzfristig gesichert erscheint, gibt es doch eine Reihe von Stimmen aus dem Kreise der Kunden, die – sofern deutsche REITs nicht einer Börsenpflicht unterlegen wären – die REITs lieber als Vehikel wählen würden. Dabei scheint nicht nur die mittel- bis langfristige Perspektive der höheren Fungibilität von REITs eine Rolle zu spielen, sondern auch das durchweg interne Management der REITs gegenüber dem externen Management bei offenen Spezialfonds.

Immobilienaktiengesellschaften

Nach den beiden guten Börsenjahren 2005 und 2006 scheinen sich nicht nur die Kurse börsennotierter Werte in Relation zu den jeweiligen NAVs zu beruhigen, sondern auch die Aufnahmewilligkeit des Kapitalmarktes für Börsenneulinge ist zweifelhaft. Eine weitere Differenzierung zwischen immobilien- oder portfoliobezogenen Dienstleistern einerseits und Bestandshaltern andererseits scheint angebracht und wünschenswert. Das Marktvolumen dieser Gattung an Immobilieanlageprodukten sollte in den nächsten Jahren unterdurchschnittlich wachsen.

Deutsche REITs

Die Deutschen REITs sind denkbar schlecht gestartet. Einerseits fiel die Einführung der REITs mit den teilweise massiven Kursrückgängen bei Immobilienaktiengesellschaften zusammen, die von der so genannten Subprime-Krise abgelöst wurden, andererseits ist der Deutsche REIT an vielen Stellen – von korrigierbaren handwerklichen Fehlern abgesehen – trotz steuerlicher Unterstützung in Form der so genannten Exit-Tax nicht geeignet, ein im internationalen Vergleich erfolgreicher REIT zu werden. So wurden gerade jene Immobilienportfolien aus den REITs ausgeschlossen, die aufgrund der Verwaltungsintensität der Bestände aber auch wegen der vorhandenen recht homogenen Portfolien heterogener Mieterschaft besonders hierfür geeignet sind: Wohnungsbestände. Weiter hat sich Deutschland – was auch mit der Dominanz der Finanzwirtschaft im Entstehungsprozess des REITs zu tun haben mag – bewusst gegen die Freizügigkeit hinsichtlich der Frage der Börsennotierung ausgesprochen. Damit wurden nicht nur die Versicherungen als Anleger vorerst ausgeschlossen, sondern es wurde auch eine Inkubationsfunktion des nicht-börsengelisteten REITs verhindert, die gerade in einem so kapitalmarktschwachen Land wie Deutschland notwendig gewesen wäre. Hinzu kommen praktische, spieltheoretische Probleme, wobei es nicht zwingend im Machtbereich des Vorstands eines REITs liegt, ob das Vehikel seinen REIT-Status behalten kann. So könnten einzelne Aktionäre mittels einer bewussten Verletzung von Streubesitzkriterien eine Verhandlungsposition gegenüber anderen Mitaktionären aufbauen. Eine Problematik, die ohne Eingehung fiskalischer Risiken durch die öffentliche Hand nicht lösbar erscheint.

Geschlossene Immobilienfonds und Private Equity

Nachdem der geschlossene Immobilienfonds das einzige Immobilienanlageprodukt ist, welches die Einkunftsart Vermietung und Verpachtung für den Endanleger darstellt, hat diese Anlagegattung eine besondere Bedeutung in jenen Zeiten erhalten, als mittels steuerlicher Anreize eine Angebotsausweitung insbesondere des Wohnungsbestandes verfolgt wurde. Auch jene geschlossenen Immobilienfonds, die transnational im Ausland investieren, sind teilweise insoweit steuergetrieben, als bestimmte Regulierungen aus Doppelbesteuerungsabkommen ihre Grundlage bilden.

Die steuerlichen Rahmenbedingungen für geschlossene Immobilienfonds sind in der letzten Dekade sukzessive verschlechtert worden. Dies hat zu einer Erhöhung der Kapitalkosten und zu einem geringen Wachstum des Neugeschäfts insgesamt und zu einer Schrumpfung im deutschen Markt geführt. Es wäre sinnvoll, die steuerlichen Rahmenbedingungen so zu gestalten, dass eine Diskriminierung insbesondere bei der Verlustverrechnung mit der Direktanlage vermieden wird.

Wenngleich Private Equity häufig und berechtigter Weise als eigenes Anlagevehikel interpretiert wird, sind Private-Equity-Fonds häufig nicht nur bezüglich ihrer rechtlichen Ausgestaltung, sondern auch in Bezug auf den ökonomischen Funktionsmechanismus als geschlossene Immobilienfonds interpretierbar.

Literatur:

Alchian, A. A./Demsetz, H.: Production, Information Cost, and Economic Organization, in: American Economic Review, 1972

Aleman Laín, Pedro / Sotelo, Ramón: La duración de los contratos y la actualización de la renta en la nueva ley de arrendamientos urbanos: una aproximación crítica desde la economia de los costes de transacción, in: La Ley, XVII, Nr. 4379, 23. 9. 1997, S. 1–5.

Aleman, Pedro / Sotelo, Ramón: La ley y el mercado de los arrendamientos de vivienda, in: ABC, Inmobiliario, Tribuna, S. 5 v. 20.06. 2003.

Allendorf, Georg / Bone-Winkel, Stephan / Ropeter-Ahlers, Sven-Eric / Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramón: Immobilieninvestitionen, in: Immobilienökonomie, Karl-Werner Schulte (Hrsg.), 3. Aufl., München 2004, S. 627–710.

Ambrose, B. W. und P. Linneman: REIT organizational structure and operating

characteristics, The Journal of Real Estate Research, 2001, Vol. 21, Nr. 3, S. 141–162.

Bartlsperger, Stephan et. al.: Geschlossene Immobilienfonds, 5. Aufl., Stuttgart 2007.

Bateson, Gregory: Geist und Natur. Eine notwendige Einheit, Frankfurt a. M. 1982.

Becker, Martin / Bone-Winkel, Stephan / Sotelo, Ramón / Väth, Arno: Real Estate Investment Truts, in: Handbuch Immobilien Portfoliomanagement, Karl-Werner Schulte, Matthias Thomas (Hrsg.), Köln 2007, S. 509–524.

Becker, Martin / Bone-Winkel, Stephan / Meitner, Matthias / Schäfer, Anne / Sotelo, Ramón / Väth, Arno / Westerheide, Peter: Real Estate Investment Trusts (REITs) – Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für Bundesministeriums der Finanzen, Berlin. Mannheim 2005.

Berry, Jim / McGreal, Stanley / Sieracki, Karen / Sotelo, Ramon: An assessment of property investment vehicles with particular reference to German funds, in: Jl. of Property Investment & Finance, Vol. 17, No. 5 1999, S. 430–443. Drukarczyk, J.: Finanzierung, 9. Auflage, 2003.

Bierbaum, D.: Immobilien in institutionellen Portefeuilles, in: Leser, H. und R. Markus (Hrsg.), Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden 2003 , S. 599–606.

Black, T. J.: The REIT Renaissance – The Corporatization of Income-Producing Real Estate, 1995 Washington D.C.

Buber, Martin: Ich und Du, Stuttgart 1995.

Buffett, Warren / Cunningham, Lawrence A.: Essays von Warren Buffett. Das Buch für Investoren und Unternehmer, München 2006.

Peter Bujotzek: Offene Immobilienfonds im Investmentsteuerrecht, München 2007.

Cadmus, Alan, Das REIT-Gesetz in der Praxis, in Finanzbetrieb v. 08. 10. 2007, Heft 10, S. 618–628.

Campbell, R. D. / Sirmans, C. F.: Policy implications of structural options in the development of real estate investment trusts in Europe, Journal of Property Investment Finance, 2002, Vol. 20, Nr. 4, S. 388–405.

Cannon, S. E. / S. Vogt: REITs and their management: An analysis of organizational structure, performance and management compensation, The Journal of Real Estate Research, 1995, Vol. 10, Nr. 3, S. 297–318.

Chan, S. H., J. Erickson / K. Wang: Real estate investment trusts: structure, performance and investment opportunities, New York 2003.

Coase, Ronald H.: The nature of the firm, in: Economica, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386–405

Deloitte: Der Regierungsentwurf zum REIT-Gesetz: Überblick, erste Analyse und offene Fragen, Real Estate News – Aktuell, 22. 11. 2006.

Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Juni 2006, S. 77 f.

Deutscher Verband: Zur Ökonomisierung der Immobilienwirtschaft – Entwicklungen und Perspektiven. Bericht der Kommission des Deutschen Verbandes für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.

Droste, Klaus: Immobilie und Kapitalmarkt – keine Gegensätze, Initiative Immobilien-Aktien, 21. 10. 2004, Frankfurt a.M.

Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, 88, 1980, S. 188–307.; Fama / Jensen, 1983.

Gebert, Christian: Der Markt für offene Immobilienfonds – Struktur und Funktionsweise, Saarbrücken 2006.

Graham, Benjamin / Dodd, David L. Dodd: Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse, München 2008.

Graham, Benjamin / Zweig, Jason: Intelligent Investieren, München 2005.

Helios, Marcus / Wewel, Uwe (Hrsg.), REIT-Gesetz: Real Estate Investment Trust Gesetz, Kommentar, München 2007.

Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD): Warum Deutschland den G-REIT braucht – Zusammenfassung der Argumente für die Einführung eines deutschen REIT und einer Exit-Tax, Frankfurt 2006.

Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Jl. of Financial Economics 3, 1976, S. 305–360.

Keynes, John Maynard: Ein Traktat über Währungsreform, Berlin 1997.

Keynes, John Maynard: Vom Gelde, Berlin 1983.

Keynes, John Maynard: Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin 2000.

Knauthe, Karola, Rechtliche Rahmenbedingungen für die Privatisierung von öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften in deutsche REITs, Berlin 2007.

Loipfinger, Stefan: Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006, Rosenheim 2006.

Ling, D.: A Random Walk Down Main Street: Can Experts Predict Return on Commercial Real Estate?, In: Journal of Real Estate Research, Vol. 27, No. 2 (2005).

Modigliani, F./Miller, M. H.: The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: American Economic Review, 48, 1958, S. 261–297.

Markowitz, H. M.: Portfolio Selection, in: Jl. of Finance, 7, 1952, S. 77 ff.

Phyrr, S. A. et al.: Real Estate Investment – Strategy, Analysis, Decisions, 2. Auflage, New York 1989.

Rehkugler, Heinz / Morawski, J. / Füss, R., The Nature of Listed Real Estate Companies – Property or Equity Market?, In: Financial Market and Portfolio Management, 2008.

Richter R./ Furubotn, E.: Neue Institutionenökonomik 3. Auflage, Tübingen 2003.

Riese, Hajo: Theorie der Inflation. Mohr, Tübingen 1986.

Rudolph, B.: Mezzanine Finanzierungen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen, in: Gerke, W./ Siegert T. (Hrsg.): Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements, Stuttgart 2004, S. 170 ff.

Rottke, N.: Investitionen mit Real Estate Private Equity – Herleitung eines anreizkompatiblen Beteiligungsmodells unter Berücksichtigung der Transaktionskosten- und Agency-Theorie. Diss., Köln 2004.

Schäfer, Daniel: Die Wahrheit über die Heuschrecken. Frankfurt am Main 2007.

Schäfer, Jürgen: REITs. Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick, Aufbau und Management. Investitionen in REITs. Praxisleitfaden, München 2007.

Schlag, Alexander, Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien, Kiel 1993.

Schneider, D.: Betriebswirtschaftslehre, Bd 1 Grundlagen, 2. Auflage, München, Wien 1995. S. 23.

Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramón: Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), 2/2004, S. 31–48.

Soros, George: The Alchemy of Finance, New Jersey 1987.

Soros, George: Das Ende der Finanzmärkte und deren Zukunft. München 2008.

Sotelo, R.: Kauf oder Miete? Über die Relevanz des Williamsonschen transaktionskostenökonomischen Ansatzes für die Immobilienwirtschaft und -wissenschaft, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 11/1996, S. 679–684.

Sotelo, Ramón: Mietrecht als Institution zur Förderung des Mietwohnungsmarkts: Grundlegende Überlegungen zur Mietrechtsreform, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 2/1997, S. 84–87.

Sotelo, Ramón: Die Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und ihrer Finanzierung, in: Der Langfristige Kredit, 6/1998, S. 206–209.

Sotelo, Ramón: Möglichkeiten für Immobilienaktiengesellschaften, in: gif NEWS, 5/2000, S. 10–11.

Sotelo, Ramón: Immobilienaktiengesellschaften – Mythos und Möglichkeiten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1/2000, S. 24–28.

Sotelo, Ramón: Die Bedeutung von Teileigentum und gewerblichem Mietrecht, in: Gewerbemiete und Teileigentum, 1/2001, S. 5–7.

Sotelo, R.: Projektentwicklung und Investoren – welche Produkte für welche Kunden, in: Schulte,K.-W./Bone-Winkel S.(Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, Köln 2002, S. 699–720.

Sotelo, Ramón: REITs – Immobilienanlageprodukte als Herrschaftsformen, in Handbuch Real Estate Private Equity, Dieter Rebitzer / Nico Rottke (Hrsg.), Köln 2006, S. 543–560.

Sotelo, Ramón: Finanzierungstheorie und Immobilien – Möglichkeiten der Übertragung von Theorieansätzen am Beispiel der Vermietung von Flächen, in: Persönlichkeiten in 25 Jahren – Lehr- und Forschungsgebiet Bauwirtschaft und Baumanagement der Bergischen Universität Wuppertal, Festschrift für C.J. Diederichs, C. Gawlik, T. Offergeld, M. Willwerth (Hrsg.), Wuppertal 2006, S. 328–333.

Sotelo, Ramón: Regeln schaffen Werte – Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie, in: Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie – Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Stephan Bone-Winkel et. al. (Hrsg.), Köln 2006, S. 41–54.

Sotelo, Ramón / Bone-Winkel, Stephan / Pfeffer, Tobias / Schlump, Patrick / Becker, Martin: Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland. Berlin 2006, 130 S.

Sotelo, Ramón: To REIT or not to REIT?, in: Immobilien Manager, 12 /2006, S. 28–29.

Sotelo, Ramón: Der Fall Stauffer – Was geschieht, wenn Wohnungs-Reits in Deutschland tatsächlich nicht zugelassen werden?, in: FAZ v. 27. 10. 2006, Nr. 250 S. 47.

Sotelo, Ramón: Ohne REITs drohen Steuerausfälle – Immobilienbrief, in: FAZ v. 08.09. 2006, Nr. 209 S. 43.

Sotelo, Ramón: REITs im Land der offenen Immobilienfonds, in EXPO REAL Magazin, Juni 2006, S. 18–20.

Sotelo, Ramón: Der Diskussionsentwurf zur Reform des Investmentgesetzes – Anmerkungen aus Finanzierungssicht, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., 7-2007, S. 323–325.

Sotelo, Ramón: REITs als Anlagevehikel für Hotelimmobilien, in: Hotel Real Estate Management – Grundlagen, Spezialbeispiele, Fallbeispiele, Jörg Frehse und Klaus Weiermair (Hrsg.), Berlin 2007, S. 235–247.

Sotelo, Ramón: Was sind eigentlich REITs? In: StadtBauwelt 12 / 07, S. 34-39.

Sotelo, Ramón: Die Unternehmensteuerreform, die Wohnungswirtschaft und der REIT, in: Gewerbemiete und Teileigentum, 6–7/2007, S. 197–199.

Sotelo, Ramón: Finanzinvestoren und Immobilienwirtschaft – Einheit oder Gegensatz? In: ExpoReal-Magazin, Okt. 2007, S. 10–12.

Sotelo, Ramón: Besser als vermutet – Die Investmentgesetzreform, in ImmobilienManager 05 – 2007, S. 23.

Sotelo, Ramón: Der Diskussionsentwurf zur Reform des Investmentgesetzes – wesentlich besser als die Resonanz vermuten lässt, in: Immobilien Manager, 2007.

Sotelo, Ramón: Ein eigenes Börsensegment für REITs? „Pro“, in: Immobilien Manager, 1–2 / 2007, S. 41 f.

Sotelo, Ramón: Der Deutsche REIT und die Zinsschranke, in: Das Grundeigentum, Heft 16 – 2007, S. 1065.

Sotelo, Ramón: Projektentwickler und Investoren – welche Produkte für welche Kunden? In: Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Karl-Werner Schulte, Stephan Bone-Winkel (Hrsg.), 3. Auflage, Köln 2008, S. 677–696.

Sotelo, Ramón: Immobilien-Anlageprodukte im Vergleich, in: Handbuch Real Estate Investment Truts, Stephan Bone-Winkel, Wolfgang Schäfers, Karl-Werner Schulte (Hrsg.), Köln 2008, S. 65–77.

Sotelo, Ramón: Lecciones derivadas de la cisis financiera, in: El Mundo, 213, v. 18–24 Juli 2008, S. 2.

Sotelo, Ramón: Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen, in: Immobilienökonomie, Bd. IV, Volkswirtschaftliche Grundlagen, Karl-Werner Schulte (Hrsg.), München 2008, S. 67–88.

Sotelo, Ramón: Doppelte Nulllösung – Nach der Einführung bleibt vor der Einführung, in: GoingPublic „G-REITs 2008“, Juli 2008, S. 20–21.

Sotelo, Ramón: Zinsschranken und Denkschranken, in: Immobilienmanager 04 – 2008, S. 68–69.

Sotelo, Ramón: The Economics of REITs, in: The Introduction of REITs in a Global Perspective, Stanley McGreal, Ramón Sotelo (Hrsg.), Wien 2008, S. 12–25.

Sotelo, Ramón: The Introduction or REITs in Germany, in: The Introduction of REITs in a Global Perspective, Stanley McGreal, Ramón Sotelo (Hrsg.), Wien 2008, S. 114–136.

Sotelo, Ramón / Hähndel, Konstantin: Niedrige Eigentumsquote als Wohlstandsindikator – Theorie und empirische Evidenz, in: Wohnungswirtschaft und Mietrecht, 10/2009, S. 567–574.

Sotelo, Ramón, Schaedel / Volker: Entdeckt sich die Immobilienbranche neu? Die volkswirtschaftliche Bedeutung und die verbandspolitische Vertretung der Immobilienwirtschaft, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 02/2004, S. 65–69.

Sotelo, Ramón / Waltz, Ulrich: Ökonomische Fundierung des Vergleichsmietensystems: Die dynamische ortsübliche Vergleichsmiete, in: Das Grundeigentum, 24/1995, S. 1513–1523.

Spencer Brown, George: Laws of Form – Gesetze der Form, Lübeck 1997

Stanley McGreal, Ramón Sotelo: The Introduction of REITs in a Global Perspective, Stanley McGreal, Ramón Sotelo (Hrsg.), Wien 2008.

Striegel, Andreas (Hrsg.): REITG. Gesetz über deutsche Immobilienaktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen. Berlin 2007.

Väth, Arno: Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT – Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle ‘98, Wiesbaden, 1999.

Williamson, Oliver: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990.

Williamson, Oliver: Corporate finance and corporate governance, in: The Jl. of Finance 1988, S. 567–591.

Wittgenstein, Ludwig: Werkausgabe in 8 Bänden, Frankfurt am Main 1984.

Dokumentation,

Analyse, Entwicklung

GuT

Gewerbemiete und Teileigentum

Abonnement Jahrgang 2010 159,43 EUR brutto.

Sonderpreise für zurückliegende Jahrgänge auf Anfrage

im Direktbezug vom Prewest Verlag

www.prewest.de info@prewest.de

www.gut-netzwerk.de

www.gmbbl.de

Prewest Verlag Pressedienste Medien und Kultur GmbH

Postfach 30 13 45, 53193 Bonn, Fax: 02 28 / 47 09 54