1.2 Regeln schaffen Werte – Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie

Ramon Sotelo

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung ... 42

2. Neoklassische Finanzierungstheorie und der Ansatz von Williamson ... 43

3. Finanzierungsvehikel als Herrschaftsformen: Der Handlungsspielraum als Schlüsselbegriff eines neuen Finanzierungspostulats ... 46

4. Anwendungsbeispiele in der Immobilienökonomie ... 49

4.1 Finanzierung im Lebenszyklus ... 49

4.2 Finanzielle Restrukturierung von Portfolios ... 50

4.3 Refinanzierung von Industrieimmobilien ... 50

4.4 Der Wettbewerb zwischen offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften ... 50

4.5 Best Practise für Deutsche REITs ... 51

5. Zusammenfassung und Ausblick ... 51

6. Literaturverzeichnis ... 52

Wahrer und vollkommener Gehorsam
ist eine Tugend von allen Tugenden,
und kein noch so großes Werk kann geschehen
oder getan werden ohne diese Tugend.

(Meister Eckehart)

1. Einleitung

Immobilienökonomie als interdisziplinärer Ansatz

Die Immobilienökonomie ist eine recht junge Wissenschaft in Deutschland – der erste von unserem Jubilar vertretene Lehrstuhl Immobilienökonomie existiert erst gut ein Jahrzehnt. Bei der Immobilienökonomie hat Karl-Werner Schulte die Betriebswirtschaftslehre neben anderen Disziplinen als wichtiges Fundament erkannt. Eine Visualisierung des Forschungsprogramms stellt das „Haus der Immobilienökonomie" [1] dar. Während die britische Tradition der immobilienwirtschaftlichen Forschung dem Bereich der Wertermittlung, noch präziser der Bewertung, das größte Gewicht zubilligt und die US-amerikanische Konzeption primär der Betrachtung der Finanzierungstheorie in Form der Investitionsrechnung entspringt, versteht sich der Begriff der Immobilienökonomie als interdisziplinärer Ansatz, was bereits im Wort „Immobilien-Ökonomie" – eine Zusammensetzung aus dem Gegenstand und der wesentlichen Disziplin zur Erfassung des Gegenstandes – sichtbar wird. Aus dem interdisziplinären Ansatz von Karl-Werner Schulte folgt zum einen, dass jenseits der Betriebswirtschaftslehre unterschiedliche Disziplinen parallel Anwendung zur Bestimmung des Gegenstandes finden und weiter, dass die Scientific Community – dieser Kuhnsche Begriff sei an dieser Stelle erlaubt – die Ergiebigkeit der jeweilig anzuwendenden Disziplin regelmäßig an dem betrachteten Objekt spiegelt, anders formuliert, man bemüht ist, Theoriebildung

nicht um ihrer selbst willen vorzunehmen, sondern dass stets die Frage der Relevanz und Plausibilität bei der Behandlung des Gegenstandes mitschwingt [2].

Gegenstände der Immobilienökonomie

Der Gegenstand der Immobilienökonomie kann in die Frage der Nutzung und die der Finanzierung von Immobilien unterschieden werden. Ersteres betrifft Themen wie Projektentwicklung, Nutzungsadequanz der Fläche, Standortqualitäten, Betreiberkonzepte, Facility Management, neue Formen von Einkaufszentren, Service-Wohnen usw. Letzteres beinhaltet Themen wie Beleihungswertermittlung, offene Immobilienfonds, die Einführung von REITs in Deutschland, Asset-backed Securities usw. Auf die Zusammenhänge zwischen der Nutzung und der Finanzierung von Immobilien ist an anderen Stellen hingewiesen worden [3].

Zusammenhänge zwischen Nutzung und Finanzierung

Bereits die Erfassung von Zusammenhängen zwischen Nutzung und Finanzierung impliziert die Überwindung des Modigliani/Miller-Theorems der Irrelevanz der Finanzierung [4]. Wäre die Frage der Finanzierung irrelevant, könnten unterschiedliche Finanzierungsformen nicht diskriminiert werden, wäre es nicht nur egal, wie hoch der Fremdkapitalanteil an einer Immobilienfinanzierung ist, sondern auch ob Investitionen über geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds, Private Equity oder REITs finanziert werden. Das MM-Theorem ist ein Beispiel für eine disziplinäre Entwicklung einer Theorie, die den Bezug zum betrachteten Gegenstand verloren hat.

Dieser Aufsatz führt den Begriff des Handlungsspielraums einer Finanzierungsinstitution ein und entwickelt ein auf dieser Begrifflichkeit basierendes Finanzierungspostulat.

2. Neoklassische Finanzierungstheorie und der Ansatz von Williamson

Betrachtungsweisen von Finanzierung

Neoinstitutionalistisch kann eine Finanzierung in Anlehnung an Alchian/Demsetz [5] als Regelwerk begriffen werden, bei dem Informations- und Mitbestimmungsrechte sowie Zahlungsansprüche festgelegt werden. Eine Finanzierung kann alternativ als eine Zahlungsreihe verstanden werden, die mit einer Einzahlung beginnt, auf die hin Auszahlungen erfolgen. Eine Investition ist so gesehen eine Zahlungsreihe, die mit einer Auszahlung beginnt, der Einzahlungen folgen [6]. Mit diesem Ansatz wird die Grundlage der klassischen und neoklassischen 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) [7].

Optimale Finanzierungsstruktur

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 des Eigenkapitalanteils möglich ist, 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.

Transaktionskostenökonomie

Parallel und zunächst unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie. Williamson zählt neben Klein, Crawford und Alchian zu den wichtigsten Vertretern der Transaktionskostenökonomie, deren Ursprung mit Coases „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 [8].

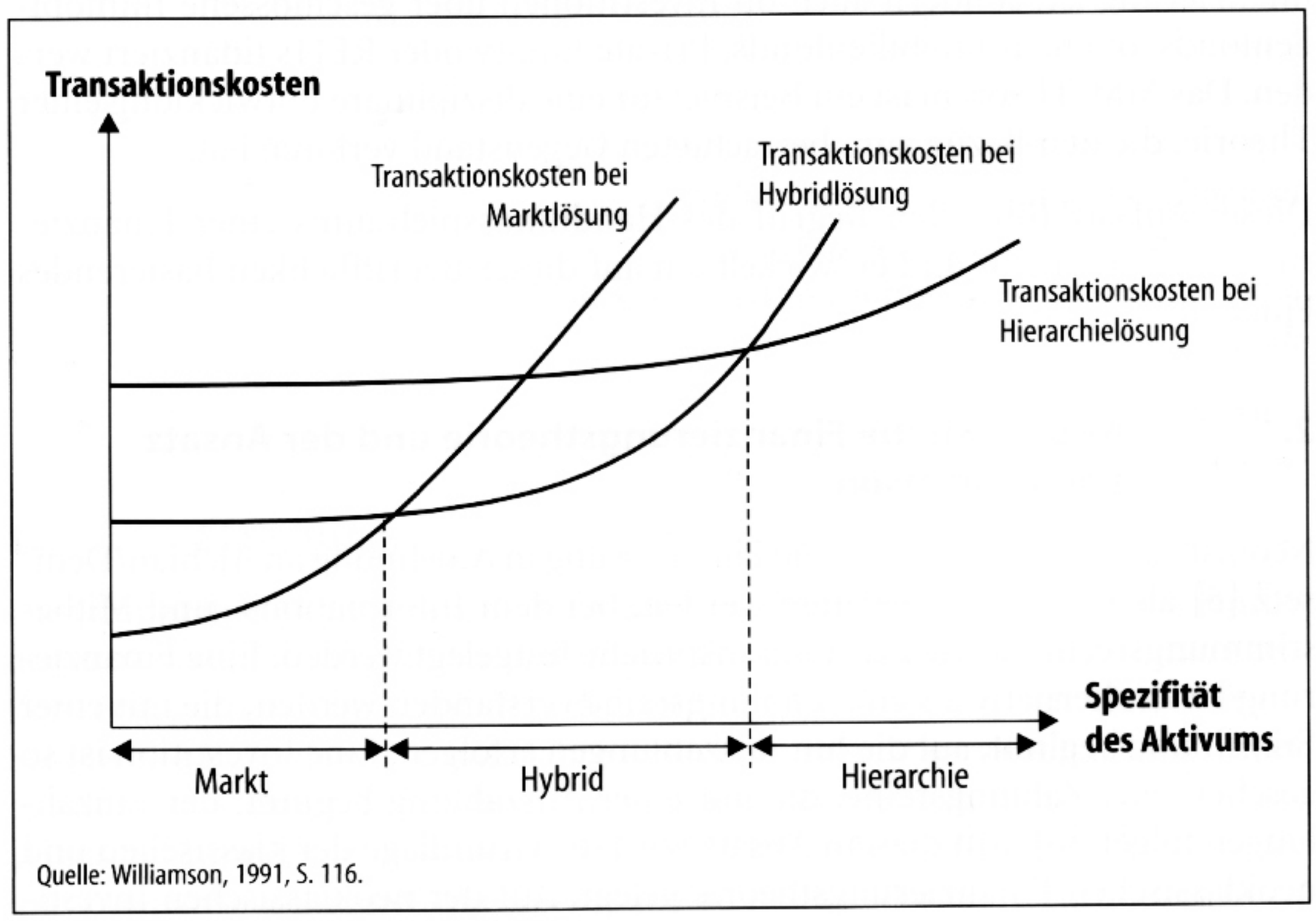

Abb. 1: Kosten der Transaktionsform

Finanzierungspostulat von Williamson

Coase postuliert, und dies verdeutlicht die Grafik 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, sodass 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, sodass die Transaktionsform funktionell von der Faktorspezifität in Abhängigkeit gebracht 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.

Aktiva	Passiva
spezifische Aktiva	Eigenkapital
unspezifische Aktiva	Fremdkapital

Abb. 2: Das Finanzierungspostulat von Williamson

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 Cashflows des Unternehmens, ist für die Fremdkapitalquote nach Williamson determinierend, sondern die Spezifität der Aktiva.

Branche	EK-Quote	Branche	EK-Quote
Chemische Industrie	33 %	Großhandel	16 %
Kfz-Industrie	27 %	Verkehr	16 %
Maschinenbau	26 %	Holzgewerbe	5 %
Elektrotechnik	25 %	Einzelhandel	2 %
Medizin und Messtechnik	22 %	Baugewerbe	2 %
Bekleidungsgewerbe	19 %		

Quelle: Deutsche Bundesbank 2003

Abb. 3: Eigenkapitalquoten deutscher Unternehmen nach Branchen

Empirische Relevanz von Williamson

Das Beispiel der jeweiligen Fremdkapitalquoten in der Bau- und Pharmaindustrie ist einschlägig: 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.

Williamson postuliert einen Zusammenhang zwischen der Drittverwendungsfähigkeit der zu finanzierenden Aktiva und der Frage, ob diese mit Fremdkapital finanziert werden können oder nicht. Damit gelingt ihm eine plausible Erklärung für das Finanzierungsverhalten von Unternehmen bezogen auf den Einsatz von Fremdkapital, die offensichtlich auch eine empirische Relevanz hat.

Bedeutung für Immobilienökonomie

Der Ansatz von Williamson hat eine große Bedeutung in der Immobilienökonomie. Einerseits, weil damit die Frage der Beleihung von Immobilieninvestitionen angesprochen ist, weiter aber auch, weil die Frage der Kategorie der Drittverwendungsfähigkeit für Projektentwickler und Investoren sowie für Nicht-Immobilienunternehmen als Immobiliennutzer von Interesse ist. 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 [9].

Grenzen des Finanzierungspostulates von Williamson

Die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Grundüberlegung, wonach die Komplexität bzw. die Spezifität entscheidend für die Frage der Transaktion (Markt oder Hierarchie) bzw. der Finanzierung (Eigen- oder Fremdkapital) ist, lässt sich also sehr gut und weitreichend in der Immobilienökonomie anwenden. Hingegen können wir mit diesem Konstrukt nicht unterschiedliche Finanzierungsformen identifizieren, 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 Mezzanin-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.

Informationsökonomie

Bestehende Erklärungsmuster für Mezzanin-Finanzierungen basieren primär auf Informationsökonomie [10].

3. Finanzierungsvehikel als Herrschaftsformen: Der Handlungsspielraum als Schlüsselbegriff eines neuen Finanzierungspostulats

„Neue Institutionenökonomik"

Die „Neue Institutionenökonomik" ist auch in Deutschland seit einiger Zeit auf dem Vormarsch [11]. 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 usw. Eine fehlende homogene Theorie ist auch eine der Konsequenzen der genannten Annahmen. Dieter Schneider hat eine eigenständige Rekonstruktion der Institutionenökonomik geleistet, indem er den Aspekt der Reduktion von Einkommensunsicherheit zum Ausgangspunkt der Überlegungen gemacht hat und damit auch zugleich zur Definition dessen, was eine Institution ist: Eine Institution dient

der Reduktion von Einkommensunsicherheiten und lässt sich in Regelsysteme (Ordnungen) und Handlungssysteme (Organisationen) unterscheiden [12].

Finanzierungsinstitutionen als P-A-Beziehung

Eine Finanzierungsinstitution kann in Übereinstimmung mit der Schneiderschen Vorstellung als eine konkrete Form der institutionellen Ausgestaltung einer Principal-Agenten-Beziehung (P-A-Beziehung) interpretiert werden, bei der der Finanzier der Principal und der Finanzierte der Agent ist. Charakteristisch für die P-A-Beziehung ist, dass es eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen dem Agenten und dem Prinzipalen gibt. Es wird angenommen, dass der Principal zwar das Ergebnis des Agenten, nicht aber seinen Einsatz beobachten kann. In der Literatur [13] wird primär die Frage behandelt, mit welchen Anreizen der Principal eine weitgehende Konformität der Interessen des Agenten mit den seinigen bei möglichst geringen Kosten erreichen kann.

Handlungsspielraum als Kategorie

Wir können eine Finanzierungsinstitution alternativ auch insofern als eine P-A-Beziehung erfassen, als die Finanzierungsinstitution unterschiedliche, teilweise normierte Handlungsspielräume für den Agenten gegenüber dem Principal festsetzt. Der primäre Unterschied zwischen verschiedenen Finanzierungsformen ist folglich der jeweilige Handlungsspielraum. Die weiteren Regulierungen einer Finanzierungsinstitution, also die der Zahlungsansprüche, Informations- und Mitbestimmungsrechte ergeben sich bei dieser Betrachtungsweise dann aus dem jeweiligen Handlungsspielraum. Anreize sind nun Kombinationen aus Zahlungsansprüchen, Informations- und Mitbestimmungsrechten bei einem bestimmten Handlungsspielraum. 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.

Definition des Handlungsspielraums

Der im Mittelpunkt stehende Begriff des Handlungsspielraumes bedarf einer klaren Definition: Der Handlungsspielraum einer Finanzierungsinstitution umschreibt das Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Principal 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, insofern 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.

Handlungsspielräume von Finanzierungsformen

Zeichnet ein Anleger einen geschlossenen Immobilienfonds, so steht bei Zeichnung meist fest, welche Immobilie zu welchem Preis erworben wird und welcher Mieter diese für eine bestimmte Laufzeit mietet, sodass für den Agenten nur beschränkte Handlungsmöglichkeiten bestehen, der Handlungsspielraum des Agenten also bereits ausgefüllt ist. Zeichnet ein Anleger einen offenen Immobilienfonds, so regelt das Investmentgesetz (InvG) präzise, welche Investitionen im jeweiligen Umfang zulässig sind. Kauft ein Anleger einen US-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 Immo-

bilienaktiengesellschaft hingegen ist der Handlungsspielraum wesentlich größer, da es praktisch keine rechtlichen Beschränkungen bei den Investitionen gibt. Abbildung 4 zeigt schematisch die steigenden Handlungsspielräume von Finanzierungsinstitutionen:

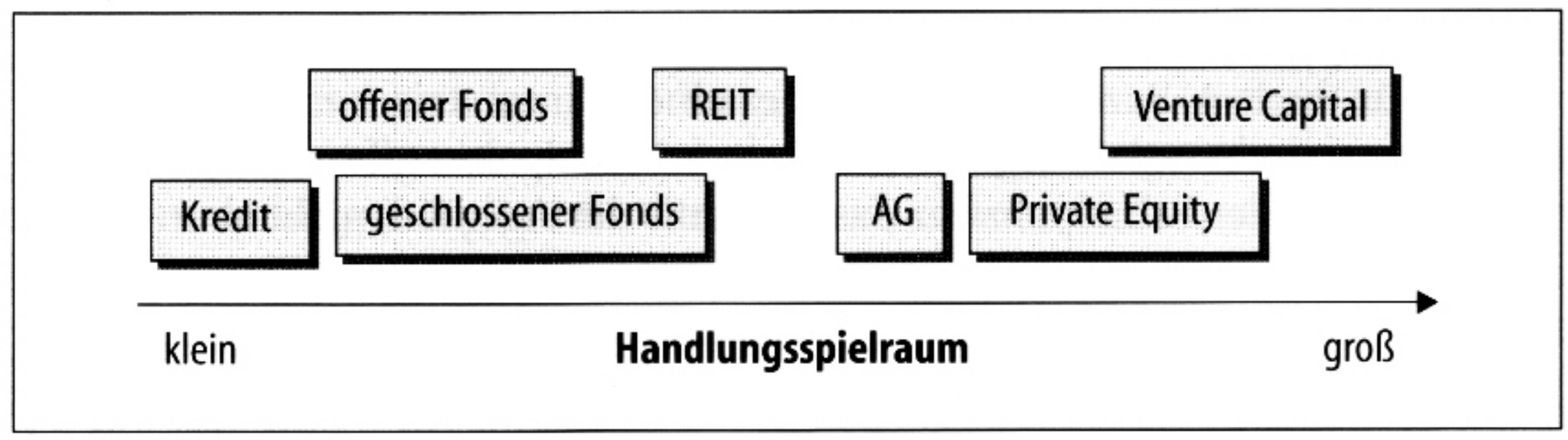

Abb. 4: Handlungsspielräume unterschiedlicher Finanzierungsformen

Handlungsspielraum und Kapitalkosten

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 Grafik:

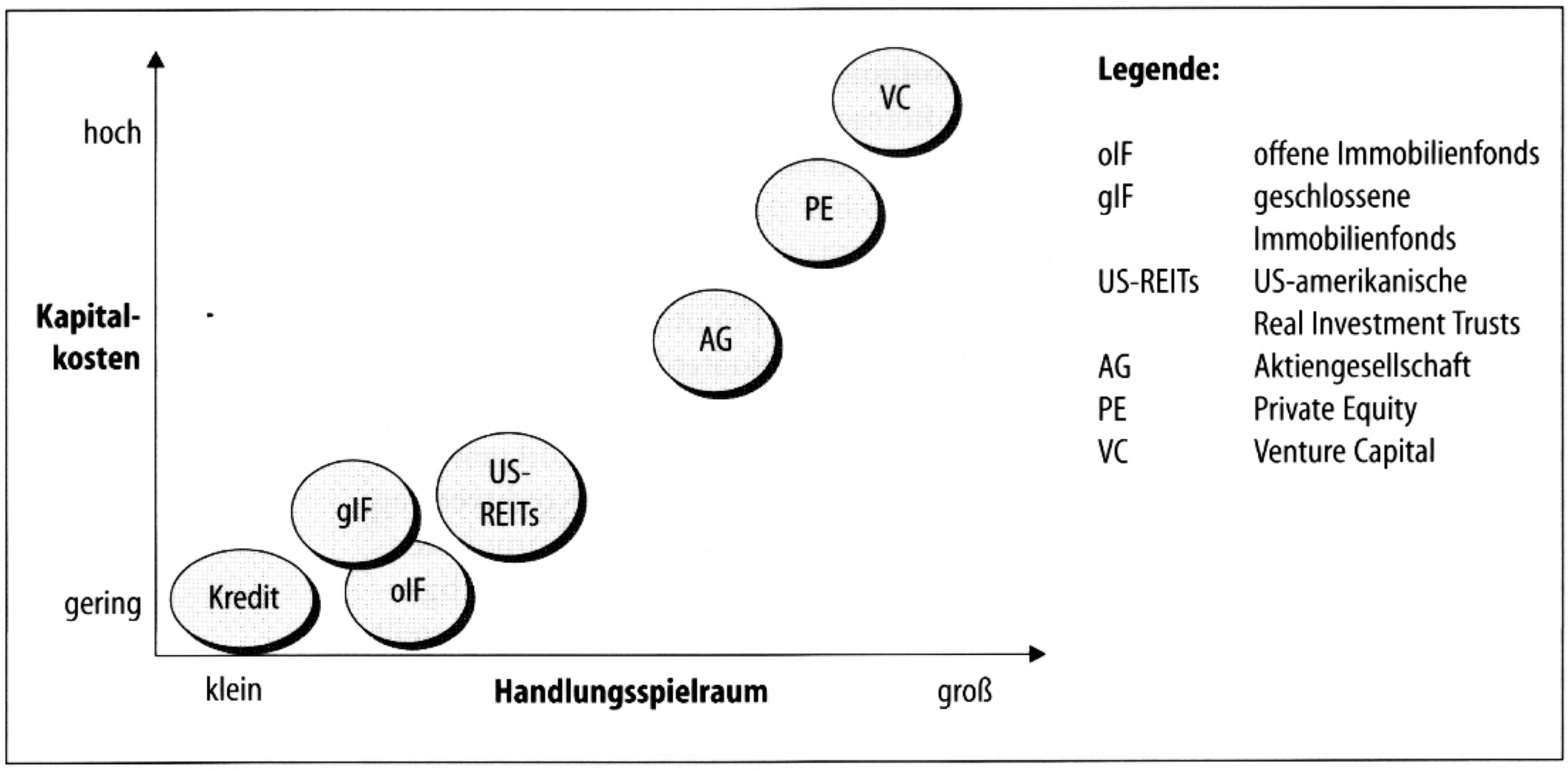

Abb. 5: Handlungsspielräume und Kapitalkosten

Abbildung 5 erinnert an bekannte Grafiken [14]. Auch bei Rottke [15] werden selbige Vehikel dargestellt. Der Unterschied liegt formal in der Bezeichnung der Abszisse. Statt des Risikos ist hier der Handlungsspielraum abgebildet. Offensichtlich ist es so, dass die Kapitalkosten mit dem Handlungsspielraum zunächst einmal völlig unabhängig vom finanzierten Aktivum steigen. 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

Principal dem Agenten einen großen 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 hier liegt die wesentlich falsche Annahme von MM, ob die Agenten das vollziehen, was sie in den Businessplan schreiben und diese Unsicherheit aus dem Handlungsspielraum, die zunächst einmal losgelöst vom Risiko gemessen als Streuung der Performance 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 führt zu einer Reduktion der Unsicherheit des Principal, die er mit geringeren Kapitalkosten beantwortet. Diese institutionellen Regulierungen sind es, die – nunmehr in der Terminologie von Dieter Schneider – als Handlungssystem (im Falle der individuellen Regulierung) oder als Regelsystem (im Falle der übergeordneten Regulierung) insoweit Werte schaffen, als mit ihrer Hilfe Kapitalkosten sinken.

Finanzierungspostulat über angepassten Handlungsspielraum

Das 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 einen unterschiedlichen Handlungsspielraum benötigen und: Passe den Handlungsspielraum über den Zeitverlauf stets an die Notwendigkeiten an. Der Handlungsspielraum ist damit die Kategorie, mit welcher erklärbar wird, wieso eigentlich Eigenkapital unabhängig von den finanzierten Aktiva teurer als Fremdkapital ist.

4. Anwendungsbeispiele in der Immobilienökonomie

4.1 Finanzierung im Lebenszyklus

In der immobilienökonomischen Literatur findet der Lebenszyklusbegriff zunehmend Eingang. Dabei wird Wert auf die einheitliche Betrachtung der gesamten Phasen des Lebenszyklus gelegt. Abbildung 5 verdeutlicht schematisch, wie die verschiedenen Lebenszyklusphasen einen jeweils anderen Handlungsspielraum der Refinanzierung bedürfen:

Phase	Projektentwicklung i. e. S. EKZ mit Ankermieter	Erste Betriebsphase	Insolvenz von Ankermieter: Redevelopment	EKZ, Ankermieter mit kurzlaufenden Verträgen	
Finanzierung	PE	gIF	AG	oIF	**t**

Legende: vgl. Abbildung 5

Abb. 6: Lebenszyklusphase und Handlungsspielraum der Finanzierung

4.2 Finanzielle Restrukturierung von Portfolios

In den Jahren 2003 bis 2005 haben ausländische Investoren zunehmend Wohnungsportfolios in Deutschland erworben und dabei zumeist via Private-Equity-Gesellschaftsformen investiert. Neben der Möglichkeit in geringem Umfang Mieterprivatisierungen durchzuführen, geht es bei den kurz- bis mittelfristigen Investitionen mit einem Investitionshorizont von etwa fünf Jahren besonders um die Aufteilung des Portfolios und den Verkauf an unterschiedliche Investoren mittels verschiedener Anlagevehikel.

Phase	öffentliche und industrielle Bestände	Restrukturierung Portfolio und Betrieb	Verteilung der Objekte an unterschiedliche Anlegertypen	
Finanzierung	AG	PE	oIF, gIF, REITs	**t**

Legende: vgl. Abbildung 5

Abb. 7: Restrukturierung und Handlungsspielraum der Finanzierung

4.3 Refinanzierung von Industrieimmobilien

REITs sollen laut Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) auch deswegen eingeführt werden, damit ein Vehikel geschaffen wird, welches Immobilien aus dem Eigentum der Unternehmen aufnehmen kann. Nicht-Immobilienunternehmen mögen sich auf ihr jeweiliges Kerngeschäft konzentrieren und dort ihr Eigenkapital binden. Übertragen wir die Kategorie des Handlungsspielraums, so kann formuliert werden: Nicht-Immobilienunternehmen – in der Regel Kapitalgesellschaften – haben aufgrund des mit dem Kerngeschäft notwendigen breiten Handlungsrahmens einen höheren Handlungsspielraum als das Halten von Bestandsimmobilien verlangt, weswegen allein und unabhängig von der Volatilität der anderen betriebsnotwendigen Aktiva die Kapitalkosten der Unternehmen höher als die Performance der gehaltenen Immobilien sind. Geben Unternehmen ihre Immobilien ab, so wird das gebundene Kapital frei und kann zum eigentlichen Geschäftszweck, der den höheren Handlungsspielraum verlangt, verwendet werden.

4.4 Der Wettbewerb zwischen offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften

Offene Immobilienfonds haben in Deutschland 2005 ein Volumen von ca. 4,3 % des BIP ausgemacht und erwiesen sich damit als wesentlich erfolgreicher als Immobilien-Aktiengesellschaften – die bis zur Körperschaftssteuerreform von 1999/2000 alle steuertransparent waren – weil der nach InvG reduzierte Handlungsspielraum entsprechend des neuen Finanzierungspostulats adäquat war und so die Anleger bereit sind, die recht geringe Verzinsung der offenen Immobilienfonds zu akzeptieren. Das Disagio zwischen Marktkapitalisierung und Net Asset Value (NAV) bei Immobilien-Aktiengesellschaften kann über

den für das Halten von Immobilienbeständen zu weiten Handlungsspielraum der Aktiengesellschaft erklärt werden.

4.5 Best Practise für Deutsche REITs

In der Frage der Gestaltung von Deutschen REITs gab es im Winter 2005/2006 zwei Themen, die intensiv diskutiert wurden. Einerseits die Frage, ob REITs nur dann in den Genuss der steuerlichen Transparenz gelangen, wenn sie börsennotiert sind – der Vorschlag der IFD vom Dezember 2005 [16] sieht dies vor – und andererseits die Frage, in welchem Maße REITs ein eigenständiges Immobilienhandelsgeschäft betreiben und gegebenenfalls als Dienstleister für Dritte auftreten sollen.

Unter Anwendung des neuen Finanzierungspostulates kann hierzu formuliert werden: Die ökonomische Legitimität der steuerlichen Transparenz von REITs in Deutschland – nach der Abschaffung der Anrechenbarkeit der Körperschaftssteuer auf die Einkommensteuer mit der Steuerreform von 1999/2000 – ergibt sich nicht aus einer vermeintlich notwendigen Gleichbehandlung gegenüber Anlegern offener Immobilienfonds oder anderer REIT-Strukturen, sondern aus dem mit dem reduzierten Handlungsspielraum von REITs verbundenen Fremdkapitalcharakter. Schließlich gilt die Körperschaftssteuer und das Halbeinkünfteverfahren 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. Es gibt also keinen Anlass, die steuerliche Transparenz Deutscher REITs von der Börsennotierung abhängig zu machen, ein Vorschlag der IFD, der diametral zum Best Practise der vom Bundesministerium der Finanzen beauftragten Gutachter steht [17].

5. Zusammenfassung und Ausblick

Das neue Finanzierungspostulat integriert zunächst den Ansatz von Williamson, der mit Fremd- und Eigenkapital die Finanzierungsformen ohne und mit viel Handlungsspielraum beschreibt, wobei im Falle des fehlenden Handlungsspielraums über die direkte Absicherung des Prinzipalen an dem finanzierten Objekt (Prinzip der Objektfinanzierung) die Drittverwendungsfähigkeit bzw. Unspezifität des Aktivums zum Finanzierungskriterium wurde. Das mit dem Begriff des Handlungsspielraums verbundene Finanzierungspostulat ist darüber hinaus in der Lage auch weitere Finanzierungsformen wie jene der Immobilienanlageprodukte zu erfassen und ihre Mechanismen zu erklären.

In einer breit angelegten Untersuchung der Weltbank [18] wurde 2000 festgestellt, dass Volkswirtschaften mit einem hohen Anteil an Fremdfinanzierung regelmäßig auch über ein hohes Pro-Kopf-Einkommen verfügen, dass also Fremdfinanzierung und Wohlstand einhergehen. Unklar blieb den Autoren, wie es sich mit der Kausalität verhält, ob also der Wohlstand aus der Fremd-

finanzierung, umgekehrt die Fremdfinanzierung aus dem Wohlstand oder eine dritte, noch nicht erfasste Kategorie beides determiniert. Die Betrachtungen zum Handlungsspielraum als Kriterium für eine optimale Finanzierung suggerieren, dass Wohlstand eben auch ein Produkt von einer Einschränkung des Handlungsspielraums und damit von Regulierung ist.

Regeln schaffen Werte – eine Binsenweisheit bei der Betrachtung einer Ampelanlage an einer Kreuzung, ein idealistischer Kontrapunkt in einer materialistisch ausgerichteten Welt – hilft uns eben auch in der Finanzierungstheorie weiter und geht doch zugleich weit darüber hinaus.

Als Ausblick sei ein letzter Aspekt angesprochen: Die bürgerlichen Parteien haben die letzte Bundestagswahl 2005 fundamental verloren [19]. Die insbesondere Frau Merkel zugeschriebene und von ihren politisch linken Widersachern in negativer Konnotation als neoliberal apostrophierte Position bestand in der Rückführung des Staates als Institution zur Befriedigung individueller und gesellschaftlicher Bedürfnisse. Deregulierung, Ausdünnung sozialer Netze usw. sind Ergebnis einer politischen Ausrichtung aus den Erfahrungen des Staatsversagens der alten Bundesrepublik, aber mehr noch aus denen der untergegangenen DDR. Die Kirchhoffsche finanzpolitische Vorstellung eines Staates, der über Steuerpolitik nicht mehr die Wirtschaft steuern soll, weil dieser sowieso gegenüber lobbyistischen Interessen unterliegt, sind Ausdruck einer Kapitulation gegenüber dem Staatsversagen. Gerade hier liegt der politische Denkfehler: Die Antwort auf Staatsversagen heißt nicht Rückführung des Staates, sondern Überwindung seines Versagens. Das impliziert nicht, dass nicht in einzelnen Bereichen oder auch insgesamt eine Rückführung des staatlichen Einflusses und damit der Staatsquote gut und notwendig sein kann und es bedeutet auch nicht, dass es nur noch gute oder schlechte und keine sozialdemokratische oder liberale Wirtschaftspolitik mehr gibt.

Wir werden uns künftig noch mehr mit der Frage beschäftigen müssen, wie wir gute Regulierungen erreichen – einmal materiell und, was noch bedeutsamer ist, welche politischen Verfahren wir entwickeln, um diese guten, d. h. Werte schaffenden Regulierungen nicht nur zu finden, sondern auch zu implementieren.

6. Literaturverzeichnis

[1] Z. B. in Schulte, K.-W./Schäfers, W.: Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, Bd. I, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Auflage, München/Wien 2005, S. 58.

[2] Pierschke, B./Sotelo, R.: Immobilienökonomie als interdisziplinärer Ansatz, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 5/2004, S. 264–267.

[3] Z. B.: 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.

[4] 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.

[5] Alchian, A. A./Demsetz, H.: Production, Information Cost, and Economic Organization, in: American Economic Review, 1972, S. 783.

[6] Drukarczyk, J.: Finanzierung, 9. Auflage, 2003, S. 1.

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

[8] Coase, R. H.: The nature of the firm, in: Economica, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386–405, S. 388.

[9] 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 und Sotelo, R.: Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 16, Köln 2001, S. 60 ff.

[10] 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.

[11] Richter R./Furubotn, E.: Neue Institutionenökonomik, 3. Auflage, Tübingen 2003 (ist in Deutschland das wohl einschlägige Werk).

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

[13] Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics, 3, 1976, S. 305–360.; Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, in: Journal of Political Economy, 88, 1980, S. 188–307.

[14] Rudolph, B., a. a. O.

[15] Rottke, N.: Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 29, Köln 2004, S. 48.

[16] http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/documents/5000/einfuehrung-reit.pdf, abgerufen am 11. Februar 2006.

[17] Becker, M./Bone-Winkel, S./Meitner, M./Schäfer, A./Sotelo, R./Väth, A./Westerheide, P.: 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.

[18] Kahn, M. S./Senhadji, A. S.: Financial development and economic growth: an overview, in: IMF Working Paper, WP/00/209, Washington, Dezember 2000.

[19] Sotelo, R.: Merkel – Platzeck oder das letzte Aufgebot der Bürgerlichen, in: Das Grundeigentum, 23/2005, S. 1437.