Die Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und ihrer Finanzierung

Ramon Sotelo

Zwischen den Eigenschaften einer Immobilie und deren optimaler Finanzierung gibt es einen Zusammenhang. Somit ist auch die Frage von Anlageimmobilie und Anlageform von besonderer Relevanz. Im vorliegenden Aufsatz werden bestimmte Immobilientypen hinsichtlich ihrer Eignung für die Anlage- und Finanzierungsform in Fonds und Aktiengesellschaften bewertet. (Red.)

In der investitionstheoretischen Betrachtungsweise werden Immobilien als Kapitalanlage oder Investment gesehen. Für Anleger eröffnen sich unterschiedliche Möglichkeiten an Immobilien teilzuhaben. Diese stehen im Zusammenhang mit den verschiedenen Rechtsformen und den damit verbundenen Rechten und Pflichten des Anlegers.

Dualer Charakter einer Immobilieninvestition

Transaktionskostenökonomisch betrachtet sind Anlageformen in Immobilien Institutionen, welche Delegationsaufgaben bei der Investition in Immobilien und dessen Verwaltung beziehungsweise Management (das heißt die Erbringung von Dienstleistungen) sowie die Verteilung des wirtschaftlichen Nutzens regeln. Eine Investition in Immobilien ist nur dann auch eine Anlageform, wenn im Zusammenhang mit der Immobilieninvestition Dienstleistungen für den Anleger erbracht werden; somit ist eine Direktanlage beispielsweise nach dieser Definition keine Anlageform.

Finanzierungstheoretisch betrachtet, sind Anlageformen in Immobilien zugleich Finanzierungsformen von Immobilien. Schließlich impliziert jede Investition eine Finanzierung und umgekehrt. Was für den Anleger eine Anlage darstellt, ist für den Initiator beziehungsweise Projektentwickler eine Finanzierung des Vorhabens oder des Portfolios.

Dieser duale Charakter der Immobilienanlage, der transaktionskostenökonomische und der finanzierungstheoretische, führt im Ergebnis zu Zusammenhängen zwischen der Immobilieninvestition und der geeigneten Finanzierungs- beziehungsweise Anlageart, die unabhängig von den individuellen Anlegerpräferenzen sind. Aus der Sicht des Anlegers können Anlageformen in Immobilien nach den individuellen Anlagepräferenzen differenziert werden. So ergeben sich Unterschiede bei

- der beabsichtigten Anlagedauer,
- der Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals,
- der Mindestlosgröße des eingesetzten Kapitals,
- der Risikostreuung der Investitionen,
- der steuerlichen Behandlung der Investition und
- dem Umfang der Haftung.

Diese Kriterien sind abhängig von den individuellen Präferenzen des jeweiligen Anlegers. Unabhängig davon können Anlageformen in Immobilien jedoch auch nach dem Grad der Beobachtungsmöglichkeit des Erfolges und der Kontrollmöglichkeit der Leistung der Verwaltung durch die Anleger unterschieden werden. Hierbei sind zudem verschieden stark ausgeprägte behördliche Beaufsichtigungen sowie die Produktion öffentlicher Informationen auf Sekundärmärkten zu berücksichtigen.

Es gibt somit Unterschiede zwischen den Anlageformen bezüglich

- des Grades der Abhängigkeit des Investitionserfolges vom Verhalten der Verwaltung und damit des Grades der Delegation von Managementaufgaben an die Verwaltung,
- des Grades des Einflusses der Anleger auf die Verwaltung,
- der Möglichkeit der Anlegers, den Erfolg der Investition zu beobachten,
- des Maßes einer behördlichen Beaufsichtigung von Investitionen und Verwaltung,
- des Maßes der Möglichkeit, auf eine Sekundärmarktbewertung von Anteilen zurückzugreifen sowie
- der Möglichkeit für den Anleger, auf Sekundärmärkten die Anteile zu veräußern oder dem Emittenten die Anteile zurückzugeben.

Anlegerpräferenzen und Anlageformen

Diese unterschiedlichen Ausgestaltungen der Kontroll-, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten für den Anleger sind unabhängig von individuellen Präferenzen. Es besteht dagegen vielmehr ein Zusammenhang zwischen den Risiken und Wertentwicklungspotentialen der Immobilieninvestition und der optimalen Anlageform.

Tabelle 1: Anlegerpräferenzen und Immobilienanlageformen

Anlegerpräferenzen	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Anlagezeitraum	mittel- bis langfristig	langfristig	kurz-, mittel- oder langfristig
Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals	börsentäglich	praktisch nicht, Sekundärmärkte eingeschränkt verfügbar	börsentäglich
Mindestlosgröße	sehr gering	mittel bis hoch (ab ca. 20 TDM)	sehr gering
Risikostreuung	ja	i.d.R. nein	ja
steuerliche Behandlung	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	Einkünfte aus Kapitalvermögen
Haftung über Einlage hinaus	nein	je nach Rechtsform, i.d.R. nein	nein

Aus den verschiedenen Anlegerpräferenzen folgen unterschiedliche Anlageformen. Aufgrund der differierenden Ausgestaltung von Kontrollrechten, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten implizieren verschiedenen Anlageformen unterschiedliche Investitionen. Dieser Zusammenhang soll von Tabelle 1 bis Tabelle 5 dargestellt werden.

Tabelle 1 zeigt, inwieweit einzelne Anlageformen für die Erfüllung der unterschiedlichen Anlegerpräferenzen geeignet sind.

Der Geschlossene Immobilienfonds ist die einzige Anlageform, bei der der Anleger steuerlich Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erhält. Andererseits ist dies auch diejenige Anlageform, bei der der beabsichtigte Anlagezeitraum am längsten und die Mindestanlage am größten, bei gleichzeitiger fehlender oder geringer Risikostreuung, ist.

Es zeigt sich, daß nicht alle Anlageformen die jeweiligen möglichen Präferenzen (etwa Verfügbarkeit des Kapitals beziehungsweise Fungibilität) gleich gut erfüllen können. Dies bedeutet zugleich, daß ein Anleger mit bestimmten Präferenzen auf einzelne Anlageformen angewiesen ist.

Es wurde eingehend erwähnt, daß unterschiedliche Anlageformen dem Anleger verschiedene Kontroll-, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten einräumen. Tabelle 2 zeigt den Umfang und die Ausgestaltung dieser Rechte und Möglichkeiten.

Es zeigt sich, daß bei allen Anlageformen der direkte Einfluß des Anlegers auf die Verwaltung und Geschäftsbesorgung gering ist. So kann als Zwischenergebnis festgehalten werden, daß verschiedene Anlageformen einerseits unterschiedlich gute Möglichkeiten bieten, die Wertentwicklungen zu beobachten, und andererseits Unterschiede in der Möglichkeit der Rücknahme oder Veräußerung der Anteile bestehen.

Typologisierung von Immobilien

Zur Darstellung der Zusammenhänge zwischen Immobilien und Anlageformen werden im folgenden Immobilien zunächst typologisiert. Dabei kann die

Tabelle 2: Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte bei Immobilienanlageformen

Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
direkte Einflußmöglichkeit auf die Verwaltung/Geschäftsbesorgung	keine	sehr gering über Gesellschafterversammlung	gering über Hauptversammlung
Behördliche Beaufsichtigung	sehr stark über Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	keine	gering über Börsenaufsicht
Beobachtungsmöglichkeit der Wertentwicklung	sehr hoch über Beobachtung von Rücknahmepreisen	keine direkte, nur indirekt über Abrechnungen	hoch über Bewertung auf Sekundärmärkten
Möglichkeit der Veräußerung des Anteils an Sekundärmärkten	keine, aber Rücknahme ist mindestens gleichwertig	kein funktionierender Sekundärmarkt, Emittenten agieren oft als Market-Maker	ja, bei Börsenzulassung
Einfluß auf Verwaltung durch Kapitalrücknahme	sehr hoch wg. börsentäglicher Rücknahmeverpflichtung	keine i.d.R. kann Gesellschaftsvertrag nicht vor Ablauf von 20 Jahren gekündigt werden	mittel Einfluß nur bei Kapitalerhöhungsverlangen der AG

Tabelle 3: Eigenschaften von typologisierten Immobilieninvestitionen

Immobilientyp	optimale Vermietung	optimal vermietet ja/nein	Eigenschaften Wertentwicklungspotential	Eigenschaften Risiko
Einkaufen 1a-Lage	mittelfristige Verträge	ja	hoch	gering
		nein d.h. langfristige Verträge	mittel	gering
Einkaufen B-Lage	langfristige Verträge	ja	gering	gering
		nein d.h. keine langfristigen Verträge	gering	hoch
EKZ ndL	kurz- bis mittelfristige Verträge	ja	hoch	mittel
		nein d.h. zu langfristige Verträge	mittel	gering
EKZ dL	mittelfristige Verträge , Anker mit langfristigen Verträgen	ja	gering	hoch
		nein d.h. keine guten Anker, zu kurzfristige Verträge	gering	sehr hoch
Büro ndL	kurz- bis mittelfristige Verträge	ja	hoch	mittel
		nein d.h. zu langfristige Verträge	mittel	gering
Büro dL	mittel bis langfristige Verträge	ja	gering	gering
		nein d.h. zu kurzfristige Verträge	gering	hoch
Wohnen ndL	egal, da Mietrecht nicht dispositiv		hoch	mittel
Wohnen dL	egal, da Mietrecht nicht dispositiv		gering	gering
Spezial ndL	mittel- bis langfristige Verträge	ja	mittel	mittel
		nein, d.h. kurzfristige Verträge	mittel	hoch
Spezial dL	langfristige Verträge	ja	gering	mittel
		nein, d.h. keine langfristigen Verträge	gering	sehr hoch

ndL = non-duplizierbare Lage
dL = duplizierbare Lage

Darstellung nur schematisch erfolgen. Immobilien sind heterogene Güter; wenn im folgenden Aussagen zu den unterschiedlichen Risiko- und Wertentwicklungspotentialen gemacht werden, so können diese auch nur als Tendenzaussagen verstanden werden.

Immobilien können nach der Preiselastizität der Nutzung, der Duplizierbarkeit des Standortes und den Kriterien Betreiberimmobilie und Managementimmobilie differenziert werden. Neben diesen immobilienwirtschaftlichen Kriterien ist der jeweilige Mietvertrag insbesondere bezüglich Laufzeit und Bonität des Mieters zu berücksichtigen.

Tabelle 3 verbindet unterschiedliche Immobilieninvestitionstypen mit korrespondierenden Eigenschaften. Die Eigenschaften ergeben sich aus den beschriebenen Risiken sowie aufgrund des Wertentwicklungspotentials. Sie bringt zum Ausdruck, daß eine positive Wertentwicklung besonders dann erwartet werden kann, wenn die Lage für die Nutzung geeignet und nicht duplizierbar ist. Das Risiko ist dann besonders hoch, wenn die Nachfrage nach der jeweiligen Nutzung nicht preiselastisch, der Markt für Betreiber oligopolistisch strukturiert ist oder unterschiedliche Betreiber koordiniert werden müssen.

Die Tabelle zeigt auch, daß gerade bei Nutzungen in duplizierbaren Lagen bei Immobilien, die keine Managementimmobilien sind, das Markt- und Verhaltensrisiko nur von der jeweiligen Vermietung abhängt. Eine für solche Situationen geeignete Vermietung ist ein langlaufender Mietvertrag (20 bis 30 Jahre) mit einem Mieter hoher Bonität. In einer nicht-duplizierbaren Lage mit Wertentwicklungspotential wäre solch eine Vermietungssituation eher kontraproduktiv, da das Wertentwicklungspotential nicht über die Mieten realisierbar wäre.

Tabelle 4 stellt den Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilien und den notwendigen Kontroll- und Beobachtungsrechten der korrespondierenden Anlageform her.

Tabelle 5 zeigt den Zusammenhang zwischen den jeweiligen Immobilientypen und den relativen Vorteilen der verschiedenen Anlage- oder Finanzierungsformen auf. Dabei wird in Tabelle 5 jeweils die in Tabelle 3 aufgezeigte optimale Vermietung unterstellt.

Definition „Betreiberimmobilie" und „Managementimmobilie"

Eine Betreiberimmobilie ist eine Immobilie, bei der die Nutzung der Immobilie erst durch einen Betreiber ermöglicht wird. Bei Betreiberimmobilien ist der Nutzer in der Regel weder Eigentümer noch Mieter der Immobilie. Von einer Managementimmobilie kann dann gesprochen werden, wenn unterschiedliche Betreiber zeitgleich und/oder in kurzer zeitlichen Abfolge akquiriert und/oder koordiniert werden müssen.

So ist ein Einkaufszentrum eine Betreiber- und Managementimmobilie, bei der die Einzelhändler die Betreiber und die Kunden der Einzelhändler die Nutzer sind und bei der die einzelnen Betreiber zusätzlich koordiniert werden müssen (Centermanagement). Hingegen ist ein Bürogebäude keine Managementimmobilie, insoweit keine Betreiber zu koordinieren sind. Ein Hotel ist eine Betreiberimmobilie, doch keine Managementimmobilie, insoweit der Betreiber das Hotel in der Regel für einen längeren Zeitraum als Ganzes pachtet.

Definition „Wertentwicklungspotential einer Immobilie"

Das Wertentwicklungspotential einer Immobilie läßt sich wie folgt differenzieren: Einerseits ergibt sich ein Wertentwicklungspotential aufgrund mit der Inflation steigender Mieten. Dieses Wertentwicklungspotential weisen praktisch alle Immobilien auf, wenngleich, je nach Ausgestaltung der Mietverträge (Indexierung) der Anleger früher oder später in den Genuß des Inflationsausgleiches kommt. Daneben gibt es eine Wertentwicklung, die sich aufgrund der bedingten Duplizierbarkeit von Grundstücken ergibt. Grundstücke in einer nicht-duplizierbaren Lage (Beispielsweise eine 1a-Einkaufsstraße oder eine Wohnsiedlung an einem innerstädtischen See) steigen c.p. nicht mit der Inflation, sondern mit den verfügbaren Einkommen. Hier kommt es neben dem Inflationsausgleich zu einer lagebedingten realen Wertentwicklung. Wenn hier von Wertentwicklungspotential gesprochen wird, so ist nur letzteres, das reale Wertentwicklungspotential, gemeint.

Tabelle 4: Zusammenhang zwischen Immobilieneigenschaften und Anlageformen

Eigenschaften	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Wertentwicklung	Aufgrund täglicher Bewertung des Rücknahmepreises besteht Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential	Aufgrund fehlender Beobachtungsmöglichkeit von Performance keine Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential.	Aufgrund täglicher Börsenbewertung Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential.
Risiken	Aufgrund Rücknahmeverpflichtung und damit verbundenem Risiko des Banken-Run, nur bedingte Eignung Marktrisiken einzugehen. KWG grenzt Marktrisiken folgerichtig ein. Verhaltensrisiken werden teilweise durch behördliche Beaufsichtigung begrenzt. Insgesamt nur bedingte Fähigkeit, Risiken zu übernehmen.	Aufgrund geringen Einflusses auf Geschäftsbesorgung und fehlender Kapitalherabsetzungsmöglichkeit, Fungibilität und behördlicher Aufsicht keine Eignung zur Finanzierung hoher Risiken.	Aufgrund Kontrolle über Aktienrecht, beschränkter Haftung der Anleger und fehlender Möglichkeit der Kapitalherabsetzung durch einzelne Anleger i.V.m. Beobachtungsmöglichkeit auf Sekundärmärkten Eignung Risiken einzugehen.

Geschlossene Fonds sind aufgrund der beschränkten Einflußnahme des Anlegers auf die Geschäftsbesorgung in Verbindung mit der fehlenden Fungibilität

der Anteile durch Veräußerung auf Sekundärmärkten oder durch Rückgabe an den Emittenten nicht geeignet, riskante Immobilien zu finanzieren. Aufgrund der mangelhaften Fähigkeit, Wertentwicklungen abzubilden, kommen zudem auch nur Grundstücke ohne Wertentwicklungspotential als Anlagegut in Betracht. Daher sollten nur Immobilien in duplizierbaren Lagen mit Geschlossenen Fonds finanziert werden.

Was eignet sich für Geschlossene Fonds?

Dieses Ergebnis entspricht auch den historischen Erfahrungen. Die ersten Geschlossenen Fonds finanzierten langfristig vermietete Supermärkte. Geschlossene Fonds haben gegenüber den anderen Anlageformen einen strategischen Vorteil:

- Sie können im Rahmen der Einkunftsart „Vermietung und Verpachtung" steuerliche Vorteile an die Anleger weitergeben, eine Möglichkeit, die den beiden anderen Anlageformen verschlossen bleibt.

- Wenn, wie im Rahmen des Fördergebietsgesetzes geschehen, Immobilieninvestitionen mit hohen steuerlichen Vorteilen versehen werden, können diese Vorteile teilweise die in Tabelle 5 dargelegten relativen Nachteile der Geschlossenen Fonds kompensieren.

Vom Ergebnis investieren Geschlossene Fonds dann gelegentlich in Immobilientypen, die eigentlich den anderen Anlageformen vorbehalten sind; so finden sich Investitionen in 1a-Lagen ebenso wie solche in riskanten Immobilientypen wie Einkaufszentren.

Pauschale Subventionen im Sozialen Wohnungsbau stellen sichere Einnahmen dar, die eine Finanzierung über Geschlossene Fonds attraktiv erscheinen läßt. Der Geschlossene Fonds eignet sich als Finanzierungsinstrument immer dann, wenn eine hohe Einnahmesicherheit unter Berücksichtigung steuerlicher Effekte und Subventionen zu erwarten ist. Hieraus begründet sich auch die Entwicklung des Marktvolumens Geschlossener Immobilienfonds seit Einführung des Fördergebietsgesetzes im Zuge der deutschen Wiedervereinigung.

Tabelle 5: Immobilientypen und ihre optimale Anlageform

Immobilientyp	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Einkaufen 1a-Lage	geeignet, da Risiken gering und Wertentwicklung	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung	nur für AG mit geringer Risikoneigung geeignet
Einkaufen B-Lage	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung	geeignet, da keine Wertentwicklung und geringe Risiken	nur bedingt geeignet, da keine Wertentwicklung
EKZ ndL	nur bedingt geeignet, da Risiken	nicht geeignet, da Wertentwicklung und mittlere Risiken	geeignet, da Wertentwicklung und mittlere Risiken
EKZ dL	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung, und hohe Risiken	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung und hohe Risiken	geeignet, da hohe Risiken
Büro ndL	geeignet, da geringe Risiken, und Wertentwicklung	nicht geeignet, da Wertentwicklung	nur für AG mit geringer Risikoneigung geeignet
Büro dL	nur bedingt geeignet, da keine Wertentwicklung	geeignet, da geringe Risiken und keine Wertentwicklung	nur für AG mit geringer Risikoneigung geeignet
Wohnen ndL	nur bedingt geeignet, da mittlere Risiken	nicht geeignet, da Wertentwicklung hoch und mittlere Risiken	geeignet, da hohes Wertsteigerungspotential und mittlere Risiken
Wohnen dL	nur bedingt geeignet, da kein Wertentwicklungspotential	geeignet, insbesondere bei Förderung, da geringe Risiken und kein Wertentwicklungspotential	nur für AG mit geringer Risikoneigung geeignet
Spezial ndL	geeignet, da geringe Risiken und mittlere Wertentwicklung	nur bedingt geeignet, da mittlere Wertentwicklung	nur für AG mit geringer Risikoneigung geeignet
Spezial dL	nicht geeignet, da kein Wertsteigerungspotential und mittleres Risiko	nur bedingt geeignet, da mittleres Risiko	geeignet, da mittlere Risiken

Risikoscheue Anlagepolitik der Offenen Immobilienfonds

Offene Fonds können Risiken ebenso nur beschränkt eingehen, weil Risiken immer auch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Anlegern und Geschäftsbesorgern implizieren. Diese könnten dazu führen, daß unsichere Anleger vom Rücknahmerecht der Anteile vermehrt Gebrauch machen, was in letzter Konsequenz einem Banken-Run entspricht. Aus diesem Grund schreibt auch das Kreditwesengesetz den Offenen Fonds eine risikoscheue Anlagepolitik vor.

- Da Offene Fonds Wertentwicklung sehr gut abbilden können, investieren sie vornehmlich in 1a-Lagen.

- Typische Anlagegüter für Offene Fonds sind Büroimmobilien in sehr guten innerstädtischen Lagen.

Das Aktienrecht bietet Immobiliengesellschaften die notwendigen Rahmenbedingungen, um risikoreiche Investitionen zu finanzieren. Diesbezüglich hat diese Anlageform relative Vorteile. Auch haben Aktiengesellschaften bei entsprechender Informationspolitik die Möglichkeit Wertentwicklung abzubilden.

▶ In Deutschland finden sich häufig Wohnungsbaugesellschaften in der Rechtsform der Aktiengesellschaft, die kein besonders risikoreiches Portfolio aufweisen.

▶ Da dies eine suboptimale Finanzierung darstellt, ist in diesen Fällen die Summe der Verkehrswerte oft höher als die Marktkapitalisierung der Gesellschaft. ■

Innenstadtanalyse Leipzig

Die Staatliche Studienakademie Leipzig, Studienrichtung Immobilienwirtschaft hat in Zusammenarbeit mit Angermann Immobilien Consultants Leipzigs erste detaillierte Innenstadtanalyse erstellt. Die Studenten der Studienrichtung Immobilienwirtschaft erfaßten jedes einzelne Grundstück innerhalb des Innenstadtrings nach den Kriterien Größe, Baustruktur, Geschossigkeit, Nutzungsart (Handels/Gastronomie-, Büro- und Wohnfläche) sowie Vermietungszustand.

Die Studie ist zu einem Preis von 45 DM bei der BA Sachsen, Staatliche Studienakademie Leipzig, Schönauer Str. 113a, 04207 Leipzig, Tel.: 03 41/4 27 43-0, Fax 03 41/4 27 43-3 31 zu beziehen.