Immobilienaktiengesellschaften – Mythos und Möglichkeiten

Ramon Sotelo, Berlin

Der Markt für Immobilienaktiengesellschaften scheint zu boomen. Ist diese Entwicklung nachhaltig? Immobilienaktiengesellschaften eignen sich nur in besonderen Fällen für eine Refinanzierung von Beständen und Projektentwicklungsaktivitäten.

1 Einleitung

In den letzten Jahren hat das Thema Immobilienaktiengesellschaften an Aktualität gewonnen. Zugleich ist in jüngster Zeit die Marktkapitalisierung einiger Immobilienaktiengesellschaften geradezu explodiert.

Der Aufsatz soll einige Gründe für diese Entwicklung aufzeigen und sodann die Nachhaltigkeit derselben betrachten. Dabei stellt sich heraus, daß die Aktiengesellschaft als Finanzierungsform für Immobilienbestände und/oder Immobilienaktivitäten nur in bestimmten Bereichen Zukunft haben kann. Wenn auch die Aktiengesellschaft als Finanzierungsinstrument derzeit allgemein überbewertet wird, so existieren doch Nischen, in denen die Immobilienaktiengesellschaft ihre komparativen Vorteile auszuspielen vermag.

2 Gründe für das Aufkommen des Themas

Es gibt eine Vielzahl von Gründen, aus denen heraus das Thema »Immobilienaktiengesellschaften« an Bedeutung gewonnen hat.

Erstens hat es eine stärkere Sensibilisierung hinsichtlich der optimalen Bewirtschaftung von Immobilien im Unternehmensbesitz sowie im öffentlichen Besitz gegeben. Diese Entwicklung kann sicherlich teilweise unter den Begriffen Corporate Real Estate Management (CREM) sowie Public Real Estate Management (PREM) subsumiert werden. Doch die Bewußtseinsänderung ist wohl nicht nur durch den sich in diesem Bereich zu verzeichnenden wissenschaftlichen Fortschritt sowie die Übernahme der aus dem Angelsächsischen stammenden Begriffsapparate bedingt, sondern primär durch die sich verschärfenden wirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

So hat sich in Deutschland gerade seit und wegen der Wiedervereinigung der Druck auf die öffentlichen Haushalte verstärkt, während zeitgleich – und doch davon unabhängig – aufgrund der Globalisierung der Kapital- und Gütermärkte und der damit einhergehenden zunehmenden Ausrichtung der Unternehmenspolitik nach dem Shareholder-Value-Prinzip die Notwendigkeit bei den Unternehmen merklich gestiegen ist, die Allokation des eingesetzten Kapitals zu optimieren.

Der beschriebene wirtschaftliche Druck auf die öffentlichen Haushalte hat bei der Fragestellung der effizienten und effektiven Bewirtschaftung nicht Halt gemacht. Zudem haben die öffentlichen Entitäten die Privatisierung der öffentlichen Wohnungsbestände auch deswegen vorangetrieben, weil die ursprüngliche Zielsetzung – die Versorgung breiter Bevölkerungsschichten mit bezahlbarem Wohnraum – an Bedeutung verloren hat und es auch unabhängig hiervon keine ordnungspolitisch plausiblen Gründe für einen staatlichen Wohnungssektor mehr gibt.

Gerade die privaten Nicht-Immobilienunternehmen haben erkannt, daß Immobilienbestände in der Bilanz der Aktiengesellschaft des Mutterunternehmens oder aber in der Konzernbilanz immer dann problematisch werden, wenn die Verkehrswerte der Bestände den Aktionären genannt werden, eine Information, die jenen heute immer weniger vorenthalten werden kann. Unabhängig von der Unmöglichkeit für ein Unternehmen, wie beispielsweise Thyssen, mit den Wohnungsbeständen jene Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften, die sich von der Kapitalmarktseite her für die Aktiengesellschaft als Eigenkapitalkosten ergibt, unterliegen die Unternehmen zusätzlich dem ebenso vom Shareholder-Value-Prinzip mitgeprägten Trend, sich auf ihr jeweiliges Kerngeschäft zu konzentrieren. Unternehmen sollen für den Anleger in ihrer unternehmerischen Ausrichtung klar identifizierbar sein; diversifizieren kann der Aktionär selber.

Die meisten der zu einer Veräußerung anstehenden Immobilien aus öffentlichem und industriellem Besitz, d. h. aus der Hand von Nicht-Immobilienunternehmen, befinden sich in Kapitalgesellschaften. Dies hat zur Konsequenz, daß ein Verkauf der Immobilien aus den Bilanzen heraus steuerlich nachteilig ist, da die Buchwerte der Immobilien (je länger sie sich in der Bilanz befinden) die Verkehrswerte unterschreiten. Ein Verkauf von Gesellschaftsanteilen kann hingegen i. d. R. steuerneutral abgewickelt werden.

In den Leitungsebenen der öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften besteht zudem die Hoffnung, daß bei einer Privatisierung der Gesellschaft durch ein going public bestimmte Privilegien der Mitarbeiter und insbesondere der führenden Mitarbeiter über einen längeren Zeitraum hinweg aufrecht erhalten werden können, als es bei einem freihändigen Verkauf

an meistbietende Investoren der Fall wäre. Auch den Vertretern des öffentlichen Eigentums ist aus politischen Gründen eine geräuschlose und damit »sozialverträgliche« Privatisierung genehm.

Mitunter haben also sowohl öffentliche, als auch private Verkäufer von solchen Immobilienbeständen, welche sich bereits in Kapitalgesellschaften befinden, mehr Interesse an der Veräußerung der Gesellschaftsanteile der Immobiliengesellschaften als an einer Einzelvermarktung der Immobilien. Dieses Interesse stößt nun in eine Zeit recht ordentlicher bis überhöhter Bewertungen von Aktien an den Sekundärmärkten, so daß in der Kombination die Immobilienaktiengesellschaft zum Thema wird.

Zudem verlieren in Deutschland die Immobilienaktiengesellschaften aufgrund des sukzessiven Abbaus steuerlicher Privilegien beim Immobilienerwerb und -besitz in der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung ihre komparativen steuerlichen Nachteile gegenüber dem direkten Erwerb von Immobilien.

Als Anlagemedium weisen Immobilienaktiengesellschaften darüber hinaus diverse Vorteile auf. Zum einen kann der Anleger mit sehr kleinen Anteilen am jeweiligen Markt auch kurzfristig partizipieren. Zum anderen sollten die Vorstände der AGs aufgrund der täglichen Bewertung der Anteile den nötigen Druck im Wettbewerb zur Optimierung der Performance erhalten. Auch können institutionelle Anleger mit Hilfe des Anlagemediums Immobilienaktiengesellschaft schnell und mit geringen Informations- und Transaktionskosten in einzelne Märkte investieren und, sofern der jeweilige Markt tief und breit genug ist, auch deinvestieren.

In den USA beobachten wir eine fulminante Entwicklung sogenannter REITs (Real Estate Investment Trust), einer Immobilienkapitalgesellschaft mit steuerlichen Präferenzen. Bei der Beurteilung der Relevanz der Entwicklung der REITs für den deutschen Markt darf jedoch nicht vergessen werden, daß es in den USA keine offenen Fonds gibt und die REITs als Produkte teilweise diese Funktion für den Anleger übernehmen.

3 Die Aktiengesellschaft als Rechtsinstitut und Finanzierungsinstrument

Die Aktiengesellschaft (AG) und die Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) sind die Rechtsformen der reinen Kapitalgesellschaft. Die Umwandlung einer GmbH in eine AG ist gesellschafts- und steuerrechtlich recht unproblematisch, wobei letzteres von besonderem Interesse ist.

Aktiengesellschaften können einerseits als Rechtsinstitut und andererseits als Finanzierungsinstrument begriffen werden. Beide Betrachtungsweisen stehen nicht im Widerspruch zueinander, sondern ergänzen sich. Zum Wesen der Aktiengesellschaft als Finanzierungsinstrument zählt die Emission neuer bzw. junger Aktien zur Finanzierung der jeweiligen Aktiva.

Die Eigenkapitalkosten einer am Sekundärmarkt Börse notierten Aktiengesellschaft ergeben sich kapitalmarkttheoretisch aus der Formel:

$$e_u = f_m + \beta \times (e_m - f_m)$$

mit

e_u Eigenkapitalkosten des Unternehmens u

f_m Fremdkapitalkosten des Marktes

e_m durchschnittliche Eigenkapitalkosten des Marktes und

β Beta als Regressionskoeffizient

Inhaltlich bedeutet die Formel, daß es eine durchschnittliche Verzinsung von Eigenkapital e_m sowie eine Verzinsung von Fremdkapital f_m gibt, und daß die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens zusätzlich allein von der Frage bestimmt werden, welches Beta es hat, d. h. wie sich das Einzelrisiko zum Marktrisiko verhält.

In der aktuellen Diskussion ist insbesondere zu beachten, daß die öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften bislang zwar durchweg die Rechtsform von Kapitalgesellschaften innehatten, sie hingegen nicht die Aktiengesellschaft als Finanzierungsform gewählt hatten. Wenngleich sich nicht die Rechtsform bei einem going public einer Wohnungsbau-AG ändert, ist doch die Finanzierung einer Wohnungsbau-AG über die Börse etwas fundamental Verschiedenes zur bisherigen Finanzierung der Wohnungsbestände. Solange die Wohnungsbau-AG im öffentlichen Eigentum steht, ist die Aktiengesellschaft nur eine Rechts-, nicht aber eine Finanzierungsform. Erst im Moment der Plazierung und damit der Streuung der Aktien und der Etablierung eines liquiden und funktionsfähigen Sekundärmarktes wird die Aktiengesellschaft auch zur Finanzierungsform und erst dann muß sie sich auch als Finanzierungsform am Markt behaupten.

Dieser Aspekt ist bei solchen Immobilienbeständen anders, welche sich im Betriebsvermögen von Nicht-Immobiliengesellschaften befinden. Hier ist die Aktiengesellschaft von Anfang an eine Finanzierungsform. Die Herauslösung des Immobilienvermögens dient gerade auch der Umfinanzierung dahingehend, daß die Immobilienbestände zumindest nicht mehr von der Muttergesellschaft als Aktiengesellschaft mitfinanziert werden.

3.1 Net Asset Value und Marktkapitalisierung bei Bestandsunternehmen

Empirisch zeigt sich, daß bei Immobilienaktiengesellschaften als Bestandsunternehmen die Summe der Werte der Aktiva (Net Asset Value) in der Regel wesentlich höher ist als die Marktkapitalisierung der Immobilienaktiengesellschaft. Die Tabelle zeigt die Zahlen per 20. 4. 1999.

Das empirische Phänomen, daß die Börse die Marktkapitalisierung von Immobilienaktiengesellschaften geringer ansetzt als die Summe der Verkehrswerte, ist eine Folge der Be-

Gesellschaft	Zu/Abschläge zum Net Asset Value
WCM	+ 39 %
IVG	– 6 %
Harpen	– 7 %
Hamborner	– 26 %
Bau-Verein zu Hamburg	– 34 %
GBH	– 37 %
Quelle: WestLB / PANMUR	

wertung der Passiva durch die Börse, wie sie in der zuvor genannten Formel [$e_u = f_m + \beta \times (e_m - f_m)$] über die Eigenkapitalkosten von Unternehmen zum Ausdruck kommt.

Wenngleich der Zusammenhang der Eigenkapitalkosten eines Unternehmens im Verhältnis zu den durchschnittlichen Kapitalkosten in Abhängigkeit von Beta in der Betriebswirtschaftslehre ein Gemeinplatz ist, bedarf es offensichtlich bezüglich der Immobilienaktiengesellschaften noch besonderer Überzeugungsarbeit. Im folgenden soll untersucht werden, aus welchen unterschiedlichen Gründen heraus die Marktkapitalisierung geringer ausfällt als die Summe der Verkehrswerte.

3.1.1 Problem der fehlenden Risiken bei Bestandshaltern

Wohnungsbestände verfügen über recht geringe Risiken. Der Grund hierfür liegt auf der Angebotsseite darin, daß die Kostenstruktur des Anbieters in einem hohen Maße Fixkostencharakter hat und es, sind die Bestände einmal erstellt, somit praktisch keine Kostenrisiken gibt. Auf der Nachfrageseite sind die Risiken sehr gering, weil die Nachfrage nach Wohnungen sehr preiselastisch ist und Wohnungen jeweils zu dem markträumenden Preis vermietet werden können. Zum einen sind die Mietschwankungen daher recht moderat und zum anderen kann es praktisch nicht zu einem strukturellen Leerstand – wie beipsielsweise im Büromarkt – kommen. Wenn es keine Risiken gibt, dann kann auch keine hohe Rendite erwirtschaftet werden. Zwar werden Immobilienaktiengesellschaften, sofern sie Bestandshalter von Wohnungen sind, ein geringeres Beta aufweisen, doch zeigt sich, daß dieses nicht ausreicht, um die Renditeanforderungen des Kapitalmarktes zu erfüllen.

3.1.2 Problem der vermögensmarktinduzierten Verkehrswerte bei Bestandshaltern

Immobilien übernehmen, sobald es zu einem inflationären Prozeß kommt, eine Wertaufbewahrungsfunktion insofern, als in solchen Zeiten die Vermögensbesitzer nicht mehr bereit sind, Forderungen in nominellen Werten zu halten, weil sie dann Unsicherheit über den realen Wert der Rückzahlungen haben. Vielmehr investieren die Vermögensbesitzer nunmehr in »reale Forderungen«, also z. B. in Mietzahlungsansprüche und akzeptieren für die Sicherheit vor Inflationsänderungen eine Prämie in Form einer geringeren Rendite. Aus diesem Grund fallen die Anfangsrenditen von Ertragsobjekten immer dann, wenn die langfristigen Zinsen im inflationären Umfeld steigen und es erklärt auch, daß der Dollar in DM bewertet dem Immobilienpreiszyklus in Deutschland vorwegläuft.

Die Verkehrswerte von Immobilien steigen also in einem inflationären Umfeld deutlich aufgrund des Sinkens der Anfangs- wie auch der Gesamtrenditen. Hier stellt sich wiederum die Frage, inwieweit sich die Renditeanforderungen der Börse bei Immobilienaktien entsprechend anpassen, zumal sich das Beta im inflationären Prozeß noch eher erhöhen wird. Es ist sicherlich kein Zufall, daß die aktuelle Diskussion über Immobilienaktiengesellschaften in einer äußerst stabilen geldpolitischen Landschaft stattfindet; zu Zeiten der letzten höheren Preissteigerungsraten zu Beginn der neunziger Jahre wurde auf Hauptversammlungen führender Immobilienaktiengesellschaften noch die Zerschlagung der Gesellschaft im Sinne des Shareholder-Value zynisch diskutiert.

3.2 Die Immobilienaktiengesellschaft als Nicht-Bestandsunternehmen

Die bisherigen Überlegungen beziehen sich auf Immobilienaktiengesellschaften als Bestandshalter, genauer, als Wohnungsbestandshalter. Zwar dreht sich die aktuelle Diskussion aus den dargelegten Gründen auch im wesentlichen um Wohnungsbestandshalter, doch sind auch andere Aktivitäten in einer Immobilienaktiengesellschaft grundsätzlich denkbar. Betrachtet man die Wertschöpfungskette im Immobilienbereich, so erkennt man als weitere Aktivitäten einerseits die Projektentwicklung und andererseits unterschiedliche immobilienbezogene Dienstleistungen.

3.2.1 Die Immobilienaktiengesellschaft zur Finanzierung von Projektentwicklung

Unter Projektentwicklung wollen wir hier die Kombination eines Grundstücks mit einer Nutzung und einer Finanzierung verstehen und davon ausgehen, daß bei dieser Kombination substantielle Projektentwicklungsrisiken eingegangen werden, die Tätigkeit also nicht als reine Dienstleitung angeboten wird.

Bei der Projektentwicklung scheint es sich auf den ersten Blick um eine Aktivität zu handeln, die sich für die Refinanzierung mittels einer Aktiengesellschaft eignet. So ist häufig viel haftendes Kapital notwendig und zugleich versprechen die teilweise sehr hohen Risiken eine angemessene Verzinsung des Kapitals. Woran liegt es also, daß die meisten Projektentwickler nicht die Finanzierungsform der AG gewählt haben?

Zum einen kann argumentiert werden, müssen sich Projektentwickler sehr dem Marktzyklus anpassen, um überlebensfähig zu bleiben. So gibt es im Immobilienzyklus Zeiten, in denen sich aufgrund der makroökonomischen Situation neue Projekte einfach nicht lohnen. In dieser Situation muß der Projektentwickler die Flexibilität haben, die Fixkosten (Personal und Kapitalkosten) drastisch zu reduzieren. Während es möglich ist, Personal abzubauen, ist es bei der Rechtsform der AG und gerade dann, wenn es sich um eine börsennotierte Publikums-AG handelt recht aufwendig, das Kapital schnell zurückzuführen und bei Bedarf wieder zu beschaffen.

Der Kapitalbedarf von Projektentwicklern ist eben projektbezogen und damit zu erratisch um über eine AG dargestellt zu werden. Zu Recht kann jedoch argumentiert werden, daß das Problem des erratischen Kapitalbedarfs mittels einer Internationalisierungsstrategie gelöst werden kann. Wenn ein Projektentwickler international agiert, kann das Eigenkapital jeweils in Projekten jener Märkte gebunden werden, dessen Zyklen dieses zulassen.

Das eigentliche Problem liegt auf einer anderen Ebene: Das Know-How einer Projektentwicklungsgesellschaft befindet sich ausschließlich bei den handelnden Personen. Der Aktionär finanziert damit ein Aktivum, über dessen Verbleib im Unternehmen weder er noch das Unternehmen entscheiden können.

Bis zu einem bestimmten Grad hat jedes Unternehmen dieses Problem, bei der Projektentwicklung zeigt es sich jedoch in Reinform. Wenn ein guter Manager beispielsweise BMW verläßt, so mag der Weggang bezogen auf das, das Unternehmen verlassende Know-How ärgerlich sein, doch verbleibt das Know-How im wesentlichen trotzdem im Unternehmen, weil es in Produktionsstraßen, Patenten und ständigem Marktkontakt zu langfristigen Lieferanten- und Absatzmärkten verankert ist. Eben all dieses gibt es beim reinen Projektentwickler nicht. Zwar sammeln die handelnden Personen mit jedem Projekt mehr Erfahrung, doch wird diese Erfahrung nicht bzw. nur in einem sehr geringen Maße in Form von Verträgen, Produktionsanlagen und Vertriebs- bzw. Lieferantenbeziehungen und damit auch systematischer Marktbeobachtung an das Unternehmen gebunden.

3.2.2 Immobiliendienstleistungsunternehmen

Sofern bestimmte Immobiliendienstleistungen transaktionskostenökonomisch betrachtet extern von den Bestandshaltern eingekauft werden können, spricht grundsätzlich nichts gegen eine Refinanzierung der Dienstleister mittels einer AG. Dieser Markt ist bereits traditionell weit entwickelt, nur werden beispielsweise Bauunternehmen bislang nicht als Immobilienaktiengesellschaften, die immobilienbezogene Dienstleistungen erbringen, wahrgenommen, obgleich sie als solche fungieren.

3.3 Finanzierungsmöglichkeiten für Immobilienaktiengesellschaften

Wenngleich sich die reine Projektentwicklung sowie die reine Bestandshaltung nicht für eine Refinanzierung mittels einer Immobilienaktiengesellschaft eignen, könnte möglicherweise die Kombination der Aktivitäten sinnvoll mittels einer AG finanziert werden.

3.3.1 Das Drei-Säulen-Konzept von Dr. Seebauer & Partner

Das Drei-Säulen-Konzept von Dr. Seebauer und Partner sieht vor, mittels einer Kombination von Beständen, Projektentwicklung und Dienstleistung einerseits der Problematik der zu geringen Risiken bei Bestandshaltung durch die Beimischung der Projektentwicklung Herr zu werden und zugleich der Problematik des erratischen Kapital- und besonders Managementsbedarfes durch den Aufbau und die Entwicklung des eigenen Bestandes sowie mittels Angebot von Dienstleistungen zumindest zu entschärfen.

Dem pragmatischen Ansatz kann nicht wirksam entgegnet werden, daß Unternehmen nicht diversifizieren müssen, sondern sich auf ihre Kernkompetenz beschränken sollen, da der Aktionär schließlich selber diversifizieren könne, weil die Kombination der Aktivitäten nicht aus Gründen der Diversifikation, sondern zur Erreichung von Synergien gebildet wird.

Trotzdem verbleibt die Problematik, daß bereits Delegationskosten entstehen, wenn unter einem Dach unterschiedliche Aktivitäten vereinigt werden. Die damit verbundene geringere Transparenz des Unternehmens beantwortet der Anleger mit Risikozuschlägen und damit mit höheren Kapitalkosten.

Auch ist für den Anleger die Risikoabgrenzung schwierig. Wenn beispielsweise ein Unternehmen sowohl Bestände hält als auch Projektentwicklung betreibt, so mag das Unternehmen davon ausgehen, daß es für das jeweils gebundene Kapital die entsprechend des Risikomaßes anstehende Eigenkapitalverzinsung aufbringen muß. Tatsächlich haftet das im Bestand gebundene Eigenkapital bei den Projektentwicklungsaktivitäten mit, ein Umstand der bei getrennten Unternehmen nicht gegeben wäre. Auch diese Mithaftung über unterschiedliche Geschäftsbereiche hinweg sowie die damit verbundene problematische Abgrenzung von gebundenem Kapital wird von Anlegern nicht honoriert, so daß sich insgesamt die Frage stellt, ob die Synergien, auf die das Drei-Säulen-Konzept aufbaut, diese Nachteile überhaupt kompensieren können.

Darüber hinaus verbleibt das Problem, daß das Know-How der Projektentwicklung zu wenig im Unternehmen gebunden ist und es erscheint fraglich, ob man Projektentwickler wirtschaftlich sinnvoll in Zeiten eines entsprechenden Immobilienzyklusses mit Aufgaben aus dem Bestand oder der Immobiliendienstleistung beschäftigen kann.

Das Drei-Säulen-Konzept versucht eine Ausgewogenheit zwischen Risiko und Chance sowie Ertrag und Substanz zu erreichen und greift dabei insoweit noch zu kurz, als transaktionskostenökonomische Zusammenhänge zwischen den drei Aktivitätsfeldern nicht einbezogen werden.

3.3.2 Möglichkeiten für Immobilienaktiengesellschaften

Damit eine Immobiliengesellschaft sinnvoll die Finanzierungsform der Aktiengesellschaft wählen kann, müssen erstens hinreichend riskante Aktivitäten entfaltet werden. Zweitens muß das Know-How weitgehend unabhängig von den Mitarbeitern im Unternehmen gehalten werden können und drittens müssen Aktivitäten so kombiniert werden, daß eine Separierung bereits an transaktionskostenöknomischen Gründen scheitert.

Man findet diese Kombination insbesondere bei Betreiber- und Managementimmobilien. Zur Klarstellung dieser Begriffe: Eine Betreiberimmobilie sei gegeben, wenn die Fläche nur bei Betreibung einen Nutzen erbringt. So bringt eine Einzelhandelsfläche nur einen Nutzen, wenn auch ein Einzelhändler hier etwas verkauft, d. h. die Fläche betreibt. Und ein Wohnstift erbringt nur Nutzen, wenn den Bewohnern eine Versorgung angeboten wird. Eine Managementimmobilie sei gegeben, wenn unterschiedliche Betreiber koordiniert werden müssen, weil ihre jeweiligen Aktivitäten externe Effekte auf die anderen Betreiber haben, eine Situation, die wir typischerweise in einem Einkaufszentrum vorfinden.

Betreiberimmobilien sind in der Regel recht riskant, weil man als Immobilieneigentümer häufig mit Betreibern aus oligopolistischen Betreibermärkten umgehen können muß. Managementimmobilien, die definitionsgemäß auch immer Betreiberimmobilien sind, bergen darüber hinaus weitere Risiken, die sich u. a. aus den Verhaltensrisiken beim Management der Betreiber ergeben.

Projektentwickler von Betreiber- und Mangementimmobilien sind i. d. R. dann besonders erfolgreich, wenn sie selber die Immobilien betreiben bzw. managen, weil sie nur dann

die Marktnähe haben, die notwendig ist, um marktgerecht Immobilien zu entwickeln. Die vertikale Integration innerhalb der Wertschöpfungskette zwischen Projektentwicklung und Bestandshaltern sowie Betreibern bzw. Management scheint also gerade bei bestimmten Mangement- und Betreiberimmobilien transaktionskostenökonomisch geboten zu sein. Zugleich wird hiermit das Know-how unabhängig von den handelnden Personen im Unternehmen gehalten.

Bei bestimmten Betreiber- und Managementimmobilien kann eine Finanzierung über eine Aktiengesellschaft also sinnvoll sein, wenn die Betreibung und die Eigentümerschaft der Immobilie aus transaktionskostenökonomischen Gründen nicht separiert werden sollte und eine angemessene Rendite aufgrund der hohen Risiken zu erwarten ist.

4 Zusammenfassung und Fazit für die Praxis

Aufgrund unterschiedlicher, teilweise voneinander unabhängiger Entwicklungen, insbesondere durch die Absicht öffentlicher Entitäten, Wohnungsbestände zu privatisieren, hat die Thematik Immobilienaktiengesellschaft in Deutschland an Aktualität gewonnen.

Dieser Aufsatz argumentiert, daß Aktiengesellschaften nicht geeignet sind, Wohnungsbestände und Projektentwickler zu finanzieren. Zugleich kann die Immobilienaktiengesellschaft eine sinnvolle Finanzierungsform für Immobilienunternehmen sein, die hinreichende Risiken übernehmen und damit Renditen erwirtschaften können, bei denen das betrieblich notwendige Know-How im Unternehmen gebunden ist und deren Aufspaltung transaktionskostenökonomisch nicht geboten ist.

Die derzeitige euphorische Bewertung einiger Immobilienaktiengesellschaften ist daher ebenso mit Vorsicht zu genießen wie der Versuch einiger Berater und Banken, große Wohnungsbestände an der Börse zu verkaufen. Die Mehrzahl der Immobilienaktiengesellschaften stellen keine nachhaltige Finanzierungsform dar. Diese Unternehmen werden entweder vom eigenen Management sukzessive zerschlagen – was wohl unter dem Begriff »aktives Bestandsmanagement« zu verstehen ist – oder spätestens beim nächsten Anziehen der Inflationsraten von Investoren feindlich übernommen und zerschlagen werden.

Hingegen gibt es einige Unternehmen, die zugleich Projektentwickler, Eigentümer und Manager bzw. Betreiber von Immobilien sind, die sich prima facies sehr gut für ein going public in der Rechts- und Finanzierungsform der Aktiengesellschaft eignen.

Politisch ist bei der Privatisierung der öffentlichen Wohnungsbestände zu fordern, daß keine Rücksicht auf die Absichten der Investoren beim Auswahlverfahren zu nehmen ist, insoweit eine Zerschlagung von Immobilienkapitalgesellschaften nichts anderes als eine marktgerechte Refinanzierung von Immobilien ist.

Dipl.-Kfm. Ramon Sotelo,
Königswinterstr. 8,
10318 Berlin

Grunderwerbsteuerliche Behandlung der Baulandumlegung

Dieter Aderhold, Bonn

Die grunderwerbsteuerliche Behandlung der Umlegung wird unter Berücksichtigung der Rechtsvorschriften und der Rechtsprechung des BFH dargestellt und auf einen sich ergebenden Handlungsbedarf des Gesetzgebers hingewiesen.

1 Einführung

Das Grunderwerbsteuerrecht gehört zur konkurrierenden Gesetzgebung. Bis 1982 gab es Grunderwerbsteuergesetze der Länder und eine Vielzahl von bundes- und landesrechtlichen Befreiungsvorschriften.

So waren z. B. durch Befreiungsvorschriften uneingeschränkt nicht nur die Umlegung selbst sondern auch die Grenzregelung sowie die freiwillige Umlegung (Vermeidung der Umlegung) und die freiwillige Grenzregelung (Vermeidung der Grenzregelung) von der Grunderwerbsteuer ausgenommen.

Mit dem Grunderwerbsteuergesetz vom 17. 12. 1982 (GrEStG 1983) hat der Bundesgesetzgeber die Rechtsetzungsbefugnis im Bereich des Grunderwerbsteuerrechts an sich gezogen und das Grunderwerbsteuerrecht bundeseinheitlich geregelt. Zugleich sind fast alle Befreiungsvorschriften weggefallen.