Dr. Ramon Sotelo

Projektentwickler und Investoren – welche Produkte für welche Kunden?

Inhaltsverzeichnis

1. Einleitung
2.1 Notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft
2.2 Ebenen der Finanzierung
3 Determinanten der Zusammenhänge zwischen Immobilienprodukten und Anlegern
3.1 Immobilienrisiken
3.1.1 Risiken von Grundstücken
3.1.2 Immobilienrisiken in Abhängigkeit von der Nutzung
3.1.3 Immobilienrisiken bei Betreiber- und Managementimmobilien
3.2 Das Wertentwicklungspotential von Immobilien
4. Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und der Finanzierung

1. Einleitung

In den folgenden Überlegungen wird unter dem Begriff Projektentwicklung in Anlehnung an Diederichs [1] eine Kombination von Standort, Projektidee (Nutzung) und Finanzierung (Kapital) verstanden. Investoren sind hiernach die Finanziers und die Immobilienprojekte bzw. -objekte die zu finanzierenden Produkte. Die Identifikation von Immobilienprojekten bzw. -objekten als Produkt offenbart die Betrachtung aus der Sicht eines Projektentwicklers, für den der Investor als Finanzier Kunde ist. In Abgrenzung zur Immobilie als Produkt kann ein Immobilienanlageprodukt als Anlageform in Immobilien definiert werden: Ein Immobilienanlageprodukt ist gegeben, wenn Aufgaben bei der Investition in Immobilien und deren Verwaltung oder Management als Dienstleistung delegiert werden. So ist beispielsweise ein Bürogebäude aus der Sicht des Projektentwicklers ein Produkt für einen offenen Immobilienfonds, dagegen der Anteil am offenen Immobilienfonds ein Anlageprodukt für den Anleger.

Weil der Zusammenhang zwischen Produkten und Investoren dem zwischen Immobilien und ihrer Finanzierung entspricht, werden zunächst unter Punkt 2.1 notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft behandelt, um in einem weiteren Teil (Punkt 2.2) die Unterscheidung zwischen der Finanzierung der Nutzung und der der Erträge einzuführen. Dem Folgend werden unter Punkt 3 die Determinanten der Zusammenhänge zwischen Immobilien und Anlageprodukten – als da sind Immobilienrisiken (Punkt 3.1) und reales Wertentwicklungspotential (Punkt 3.2) – behandelt, so dass in einem letzten Teil (Punkt 4) die Relation zwischen Immobilien und ihrer jeweils optimalen Finanzierung, also die zwischen Produkten und Investoren hergeleitet werden können.

2.1 Notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft

Eine Finanzierung kann als eine Zahlungsreihe verstanden werden, die mit einer Einzahlung beginnt auf die hin Auszahlungen erfolgen. Eine Investition ist demnach eine Zahlungsreihe, die mit einer Auszahlung beginnt, der Einzahlungen folgen [2]. Mit dieser Betrachtung wird die Grundlage der klassischen und neoklassischen Finanzierungstheorie gelegt. Darüber hinaus kann eine Finanzierung auch als (standardisiertes) Rechtsinstitut begriffen werden, welches Zahlungsansprüche, Informations- und Mitbestimmungsrechte regelt [3]. Hieraus erwächst die neoinstitutionalistische Sichtweise. Bedeutsam für eine Fremdfinanzierung ist die Absicherung des Kreditgebers [4]. Ein Kreditvertrag ist eine standardisierte Finanzierungsform bei der i. d. R. eine feste Verzinsung vereinbart wird und die Ansprüche des Kreditgebers häufig gesichert werden. Stellt der Finanzier bei der Kreditentscheidung primär auf die Bonität des Kreditnehmers ab, so wird von einer Subjektfinanzierung gesprochen, steht hingegen das zu finanzierende Objekt im Vordergrund und wird die Finanzierung über das zu finanzierende Objekt gesichert, so handelt es sich um eine Objektfinanzierung.

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 nicht mit der der Thematik gebührenden Breite behandelt werden kann. Skizzenhaft dargestellt ging die Entwicklung von der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, gemäß der Fristenkongruenz zwischen den 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 [5]. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne der Erhö-

hung des Gehaltes der Aussage mittels Reduktion der Annahmen, Modigliani/Miller [6], Stiglitz [7], Miller [8] und Fama [9], als auch im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie – Jensen/Meckling [10], Meyers [11] – sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern – Meyers/Majluf [12].

Parallel und zunächst unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostentheorie. 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 ursprüngliche und die 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 [13].

Nach Williamson sind wesentliche Determinanten für die Transaktion die Faktorspezifität, Unsicherheit und Häufigkeit der Transaktion [14]. 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 aufgrund der Antizipation dieser Situation durch den Anbieter zu hohen Transaktionskosten führt. Unterschiedliche Transaktionsformen reagieren auf die Faktorspezifität mit verschieden hohen Transaktionskosten, so dass die Transaktionsform funktionell von der Faktorspezifität in Abhängigkeit gebracht werden kann.

Mit Williamsons Aufsatz “Corporate Finance and Corporate Governance” erfolgt die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die unterschiedlichen Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital als Transaktionsform bzw. als Herrschaftsform identifiziert werden. Williamson postuliert, dass spezifische Anlagegüter mit Eigenkapital und unspezifische mit Fremdkapital zu finanzieren sind, weil die Transaktionskosten von Fremdkapital zwar grundsätzlich geringer sind, mit steigender Spezifität der finanzierten Aktiva jedoch prohibitiv hoch werden, so dass die Finanzierung spezifischer Aktiva mit Eigenkapital schließlich geringere Transaktionskosten aufweise [15].

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 Konkurs gehen, 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. Das Beispiel der Bauindustrie im Verhältnis zur Pharmaindustrie ist einschlägig. Es gibt – wenn überhaupt – nur wenig Branchen, die mit derartig stark ausgeprägten Zyklen und damit auch Risiken in Form von Streuung der Erträge umgehen müssen wie die Bauwirtschaft und trotzdem kann die Bauwirtschaft 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.

Ohne die Diskussion zur optimalen Finanzierungsstruktur von Unternehmen im einzelnen wiedergeben zu können, wird für den weiteren Fortgang das Finanzierungspostulat von Williamson [15] als sinnvoll, empirisch relevant und theoretisch konsistent angenommen und entsprechend angewendet. Die Dominanz der Irrelevanzthese von Modigliani/Miller in der betriebswirtschaftlichen Literatur ist sicherlich ein wesentlicher Grund für die bisherige Vernachlässigung der Zusammenhänge von Immobilien als Produkte und ihren Anlegern als Finanziers.

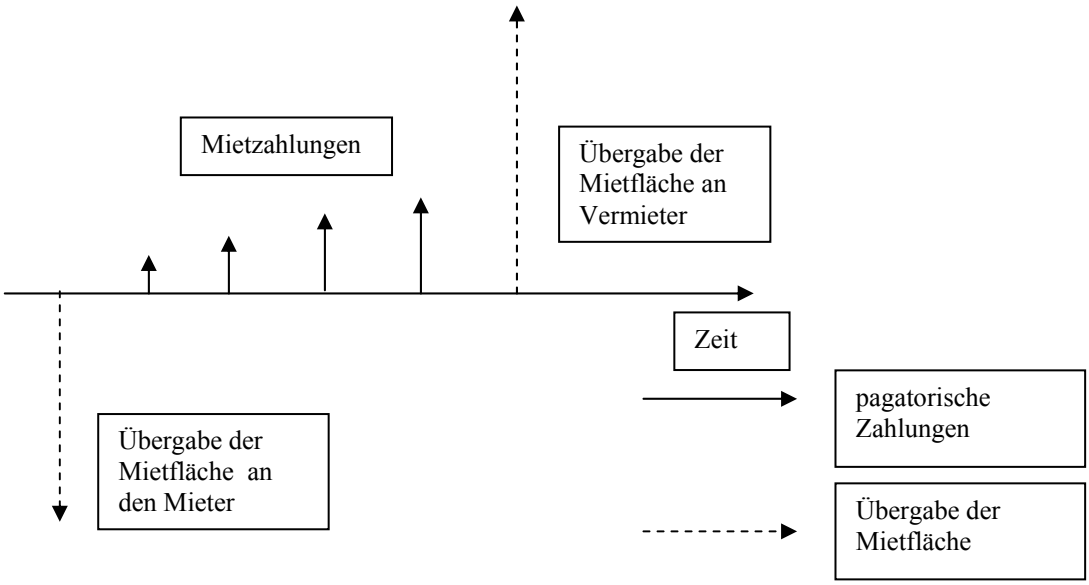
2.2 Ebenen der Finanzierung

In der Literatur [16] wird unter der Thematik Immobilienfinanzierung regelmäßig die Finanzierung in Form der Überlassung eines finanziellen Kapitalbetrages behandelt. Bei Mietobjekten, wird diese Finanzierung i. d. R. auf der Grundlage der vorhandenen Erträge dargestellt. Selbstverständlich kommt es zu diesen Erträgen nur, wenn und weil Nachfrager einer Fläche aus der Nutzung der Fläche einen Nutzen ziehen, für den sie bereit und in der Lage sind eine Zahlung zu leisten (Aspekt der Nachfrage) und andererseits unterschiedliche Nutzer bezogen auf verschiedene Flächen – zwischen denen sie substituieren können – miteinander im Wettbewerb stehen (Aspekt des Angebots). So kann ein Mietshaus unterschiedlich finanziert werden. Eine traditionelle Finanzierung wäre der Einsatz von Fremdmitteln neben den notwendigen Eigenmitteln. Fremdmittel sind beispielsweise ein mit einer Grundschuld abgesichertes Darlehen. Andere Finanzierungsformen sind offene oder geschlossene Fonds. Immobilienfi-

nanzierungen, bei denen ein finanzieller Kapitalbetrag übergeben wird, können als Finanzierungen der zweiten Ebene bzw. als Finanzierungen der Erträge definiert werden.

Der Finanzierung auf der zweiten Ebene ist eine Finanzierung auf der ersten Ebene, die auch als Finanzierung der Nutzung bezeichnet werden kann, vorgelagert. Bei dieser Finanzierung wird nicht ein monetär definierter Kapitalbetrag, sondern eine Fläche oder ein Grundstück als Naturalia übergeben. Dies lässt sich recht gut anhand eines Zahlungsstrahls erläutern.

Abbildung 1: Vermietung als Finanzierung: Zahlungsstrahl aus Sicht des Vermieters



Der Auszahlung des Kapitalbetrages bei der Vermietung einer Fläche als Finanzierung aus Sicht des Vermieters entspricht die Übergabe der Mietsache an den Mieter. Dieser Auszahlung aus Sicht des Vermieters folgen Einzahlungen in Form von Mietzahlungen. Am Ende der finanziellen Beziehung folgt die Rückzahlung in Form der Rückgabe der Mietsache an den Vermieter. Alle "Zahlungen" auf dem Zahlungsstrahl haben dabei realen Charakter. Während die jeweilige Übergabe nicht einmal eine pagatorische Zahlung ist, sondern der Übergabe von Naturalia entspricht, stellen die Mieten zwar pagatorische Zahlungen dar, sind aber nicht in ihrer monetären Höhe vorab festgelegt, sondern werden als reale Größe güterwirtschaftlich (Angebot und Nachfrage) monetär determiniert.

Wenn – wie im Falle einer Vermietung – dem Nutzer die Fläche als Naturalia quasi kreditär überlassen wird, so handelt es sich um eine Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene bzw. um eine Fremdfinanzierung der Nutzung und wenn – wie im Falle des selbstgenutzten Eigentums

– der Nutzer Eigentümer ist und die Fläche nicht von Dritten überlassen bekommt, so handelt es sich um eine Eigenfinanzierung auf der ersten Ebene bzw. um eine Eigenfinanzierung der Nutzung. Mietverträge können also als Kreditverträge begriffen werden, bei denen der Vermieter der Kreditgeber, der Mieter der Kreditnehmer, die Fläche die Kreditsache und die Miete die Annuität des Kredites sind. Obgleich die kreditwirtschaftlichen Aspekte der Vermietung aus Alltagserfahrungen hinlänglich bekannt sind – der Mieter wird vor Vertragsabschluß einer Bonitätsprüfung unterzogen und muss Sicherheiten leisten, die Annuitäten, d. h. die Mieten werden zur besseren Beobachtung der Zahlungswilligkeit und -fähigkeit monatlich und nicht jährlich überwiesen etc. – ist das Begreifen des Mietvertrages als Kreditvertrag nicht trivial und hat bislang in nur völlig unzureichender Weise Eingang in die immobilienwirtschaftliche Literatur gefunden.

Ein Beispiel mag nochmals den Unterschied zwischen der Finanzierung auf der ersten und zweiten Ebene verdeutlichen: Ein Mieter bewohnt eine möblierte Wohnung, die einer Privatperson (Vermieter) gehört, welche sich die möblierte Wohnung gekauft und sie zu 60 % mit einer Hypothek und zu 40 % aus eigenen Mitteln finanziert hat. Dann finanziert der Vermieter die Nutzung des Mieters auf der ersten Ebene zu 100 % fremd und die Bank (re)-finanziert den Vermieter auf der zweiten Ebene zu 60 % fremd. Die Nutzung wird in diesem Fall zu 100 % mittels der Vermietung fremdfinanziert, während die Erträge der Nutzung zu 60 % mit Fremd- und zu 40 % mit Eigenmitteln finanziert werden. Alternativ nehmen wir an, ein Nutzer habe sich eine möblierte Wohnung gekauft und diese zu 60 % über eine Hypothek finanziert. Dann finanziert sich der Nutzer auf der ersten Ebene zu 100 % selbst (Eigenfinanzierung) und refinanziert sich auf der zweiten Ebene teilweise über Fremdmittel (zu 60 %) und teilweise über Eigenmittel (zu 40 %).

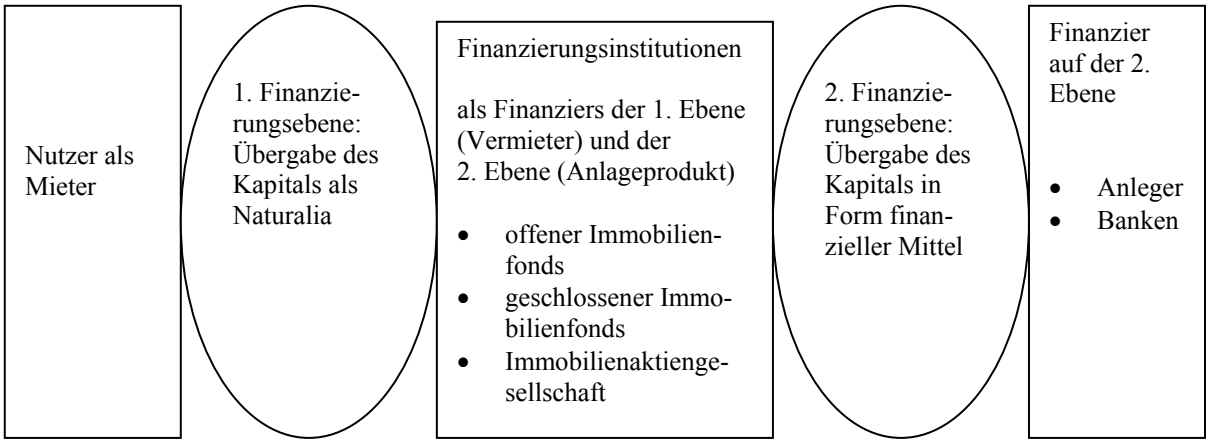
Da der Kapitalbetrag der Finanzierung auf der ersten Ebene natural übergeben wird und hierbei keine Zahlung beobachtet wird, kann sich der Anteil der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene auch nicht aus pagatorischen Zahlungen ergeben, sondern entspricht jenem Anteil des für die Nutzung notwendigen Kapitalwerts, der vom Vermieter übergeben wird. Je eher die vom Vermieter übergebene Fläche bereits nutzbar ist, desto höher ist der Anteil der Fremdfinanzierung der Nutzung auf der ersten Ebene. Üblicherweise vermieten Vermieter unmöblierte Flächen, so dass der Anteil der Fremdfinanzierung der Nutzung bereits aus diesem Umstand heraus stets weit unter 100 % liegt. Doch auch die Frage, ob der Vermieter die Fläche komplett renoviert oder sie dem Mieter ohne geleistete Schönheitsreparaturen etwas preiswerter übergibt, entpuppt sich als Frage des Anteils der Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene. Vermietet der Vermieter die Fläche renoviert, so ist der Anteil der Fremdfinanzierung der

Nutzung höher, als wenn er sie unrenoviert vermietet. Entsprechend des höheren Finanzierungsvolumens und der höheren Risiken, welche die zusätzlichen Finanzierungsmittel verlangen, wird auch die verlangte Verzinsung steigen. Im Ergebnis zeigt sich also, dass bei der Finanzierung auf der ersten Ebene ebenso wie bei der auf der zweiten jede denkbare Kombination aus Eigen- und Fremdmitteln möglich ist.

Die Bestellung eines Erbbaurechts kann dementsprechend als eine Fremdfinanzierung auf der ersten Ebene verstanden werden, die jedoch, wenn es sich beispielsweise um ein unbebautes, für eine Nutzung noch zu bebauendes Grundstück handelt, nur einen geringen Anteil am Gesamtfinanzierungsvolumen auf der ersten Ebene ausmacht. Am Erbbaurecht erkennt man, dass es weitere Finanzierungen auf der ersten Ebene geben kann. Auch die Untervermietung einer Wohnung kann als eine weitere Finanzierungsform auf der ersten Finanzierungsebene begriffen werden. Ebenso gibt es auf der zweiten Ebene weitere Finanzierungsformen. So kann beispielsweise die Refinanzierung einer Hypothekenbank mittels der Emission von Pfandbriefen als eine weitere Finanzierungsform auf der zweiten Ebene verstanden werden.

Leasing stellt insoweit etwas Besonderes dar, als diese Objektfinanzierung bezogen auf die beiden Finanzierungsebenen eine Mezzanine-Finanzierung ist. So beinhaltet Leasing einerseits Aspekte der ersten Ebene, insoweit die Übergabe des Kapitalbetrages in Form der Fläche an den Nutzer natural übergeben wird, zugleich aber auch Aspekte der zweiten Ebene, insoweit beispielsweise die Zahlungen der Leasingraten einen rein monetären Charakter haben, und der Kapitalbetrag des Kredites häufig gar nicht mehr natural, sondern in Form von Finanzmitteln zurückgegeben wird.

Abbildung 2: Ebenen der Immobilienfinanzierung



Komplexe Finanzierungskonstruktionen können mit diesem Schema analysiert werden. Die Vermietung ist als Finanzierung auf der ersten Ebene in der Regel eine Objekt- und keine Subjektfinanzierung. Der Vermieter übergibt zwar den Besitz der Fläche, bleibt aber zu jedem Zeitpunkt Eigentümer derselben. Die Vermietung ist nur bis zu dem Betrag eine Subjektfinanzierung, welcher nötig ist, um den Besitz an der Mietsache zurückzuerhalten und in den ursprünglichen, vertragsgerechten Zustand zurückzuversetzen. Dieser Betrag ist i. d. R. im Verhältnis zum gesamten Finanzierungsvolumen recht gering.

Überträgt man den finanzierungstheoretischen Ansatz von Williamson auf die erste Ebene der Immobilienfinanzierung, so folgt als Postulat, dass Flächen einer hohen Drittverwendungsfähigkeit vermietet und solche einer hohen Spezifität verkauft werden sollen, dass – anders formuliert – wann immer möglich die Finanzierung auf der ersten Ebene eine Fremdfinanzierung sein und nur dann, wenn dieses aufgrund der hohen Spezifizität der Fläche nicht möglich ist, eine Eigenfinanzierung, also die Eigentumsbildung durch den Nutzer erfolgen soll.

Als Anlagegüter sind somit nur solche Objekte geeignet, die auf der ersten Ebene optimal und tatsächlich fremdfinanziert sind, bei denen also mittels des Anlageproduktes die Erträge der Immobilie auf der zweiten Ebene refinanziert werden können.

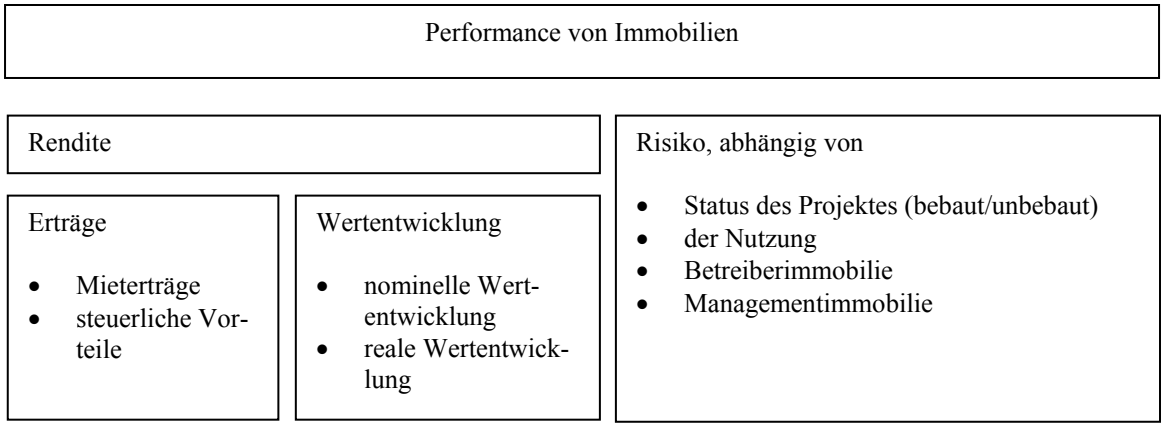
3 Determinanten der Zusammenhänge zwischen Immobilienprodukten und Anlegern

Nachdem sich mit der Übertragung des finanzierungstheoretischen Ansatzes von Williamson auf die erste Ebene der Finanzierung ergibt, dass nur solche Produkte für Anleger überhaupt von Interesse sein können, die auf der ersten Ebene als Finanzierung der Nutzung fremdfinanziert, also vermietet werden, bleibt die Frage, nach welchen Kriterien Ertragsobjekte als Produkte unterschiedlichen Anlegern sowie verschiedenen Anlageprodukten zugeordnet werden können.

Die Performance einer Investition setzt sich aus der Rendite und den Risiken der Investition zusammen. Die Erträge bzw. die Rendite einer Immobilieninvestition resultieren aus den laufenden Erträgen sowie der Wertentwicklung der Immobilie. Bei der Wertentwicklung einer Immobilie kann wiederum zwischen der nominellen, inflationsbedingten und der realen Wertentwicklung unterschieden werden. Immobilienrisiken lassen sich als Funktion des Stadiums

des Projektes, in Abhängigkeit von der Nutzung und von den Fragen, ob es sich um Betreiber und/oder Managementimmobilien handelt, begreifen.

Abbildung 3: Bausteine der Performance von Immobilien



3.1 Immobilienrisiken

Risiko wird in der Literatur in zwei unterschiedlichen Formen begriffen. Während die neoklassische Betrachtungsweise Risiko als Abweichung eines Wertes vom Erwartungswert sieht und mittels der Streuung misst, führt der neoinstitutionalistische Ansatz den Begriff des Verhaltensrisikos ein, der inhaltlich eng mit dem Konzept des opportunistischen Verhaltens, des Moral Hazard verbunden ist.

3.1.1 Risiken von Grundstücken

Ein Grundstück sei das Recht zu einem beliebigen Zeitpunkt eine bestimmte über Art und Maß der baulichen Nutzung festgelegte Fläche zu errichten oder zu verändern. Bereits aus dieser Definition ergibt sich der Optionscharakter des Grundstückes: Der Grundstückseigentümer kann, muss aber nicht die Immobilie errichten; er hat ein Baurecht, aber keine Baupflicht. Zugleich zeigt sich, dass sich die Definition nicht nur auf die Neuerrichtung von Flächen, sondern auch auf die Erneuerung, den Umbau und die Modernisierung von bereits bestehenden Flächen bezieht.

Bei der Bebauung eines Grundstücks ist die den Nutzen stiftende Immobilie der Vermögensgegenstand, der im Verhältnis zu den Schwankungen der Erträge und vor allem der Immobilienpreise mit relativ konstanten (Bau)-Kosten errichtet werden kann. Die Baukosten entsprechen insoweit dem fixen Basispreis der Option. Aufgrund des Hebels der Option Grundstück schwanken die Preise von unbebauten Grundstücken wesentlich stärker als die von bebauten, was im Rahmen einer neoklassischen Betrachtungsweise als höheres Risiko aufgefasst werden kann. Unbebaute Grundstücke sind also i. d. R. riskanter als bebaute.

3.1.2 Immobilienrisiken in Abhängigkeit von der Nutzung

Die von Nutzern nachgefragten Flächen von Immobilien können zu konsumtiven oder produktiven Zwecken nachgefragt werden. Die Frage, ob eine Fläche konsumtiven oder produktiven Charakter hat, hängt weder von der steuerlichen noch mietrechtlichen Qualifizierung der Gewerblichkeit ab, sondern beantwortet sich ausschließlich aus der Sicht des Nutzers. Die Flächen eines Einkaufszentrums mögen im Privateigentum einer juristischen Person liegen und steuerlich gewerbliche Einkünfte generieren, die Mietverträge mögen mietrechtlich betrachtet Gewerbemietverträge sein, doch die Nutzer fragen die Flächen konsumtiv nach. Hierbei zeigt sich bereits, dass nicht der Betreiber einer Fläche, also in diesem Beispiel der Einzelhändler, sondern dessen Kunden die Nutzer der Flächen sind.

Tabelle 1: Konsumtive und produktive Nutzungen

Nutzung (Tätigkeit)	**konsumtiv / produktiv**	**Flächen**
Wohnen	konsumtiv	Wohnungen, Seniorenstifte, Residenzen, Hotels
Arbeiten	produktiv	Büro, Fabriken, Lager, Business-Hotel
Freizeit	konsumtiv	Themenpark, Ferienwohnung, Ferienhotel, Sportanlagen, Kliniken
Einkaufen	konsumtiv	Läden, Einkaufszentren, Fachmärkte, etc.

Anhand von Hotels ist erkennbar, dass bestimmte Flächen sowohl konsumtiv als auch produktiv nachgefragt werden.

Die Unterscheidung zwischen der konsumtiven und produktiven Nutzung ist von Bedeutung, weil die Konsumnachfrage i. d. R. einkommens- und preiselastisch ist, während die produk-

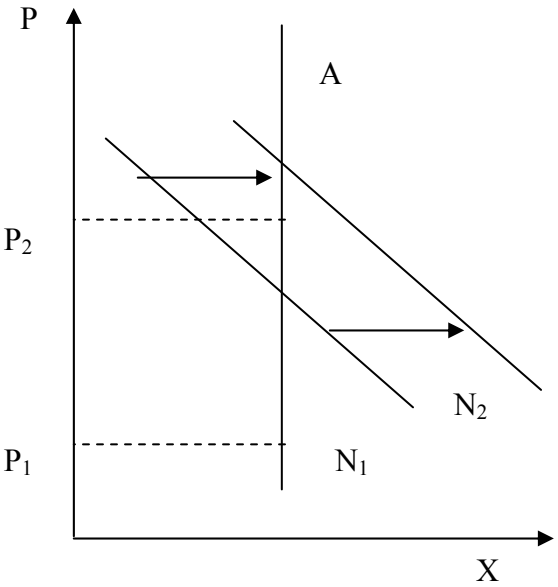
tionsorientierte Nachfrage i. d. R. relativ preisunelastisch ist, was Folgendes Beispiel erläutert: Eine Anwaltskanzlei wird für einen angestellten Mitarbeiter auch dann die benötigte Fläche (z. B. ca. 20 m²) nachfragen, wenn sich der Preis für die Fläche vervierfacht, weil die Raumkosten im Verhältnis zu den Personalkosten und den auf der Fläche erzielten Umsätzen eine zu vernachlässigende Größe darstellten (Beispiel: 20 m² á 20 DM/m² = 4.800 DM/p.a.; 20 m² á 80 DM/m² =19.200 DM/p.a. im Verhältnis zu z. B. 150 TDM Personalkosten p. a.) [17].

Weil das Flächenangebot in jedem Fall kurzfristig, aufgrund des mit der Projektentwicklung und der Projektrealisierung verbundenen Time-Lages auch mittelfristig und aufgrund des Optionscharakters von Grundstücken größtenteils auch langfristig preisunelastisch ist, kommt es je nach Preiselastizität der Nachfrage bei einer Nachfrageänderung (Verschiebung der Nachfragekurve) zu einer mehr oder minder hohen Preisreaktion, im Zeitablauf also zu einer mehr oder minder hohen Volatilität, die – neoklassisch betrachtet – als Risiko aufgefasst werden kann.

Abbildung 4: Risiko in Abhängigkeit von der Preiselastizität der Nachfrage

Fall der preiselastischen Nachfrage

Nachfrage (z. B. Wohnungsmarkt)



Fall der preisunlastischen Nachfrage

Nachfrage (z. B. Büromarkt)

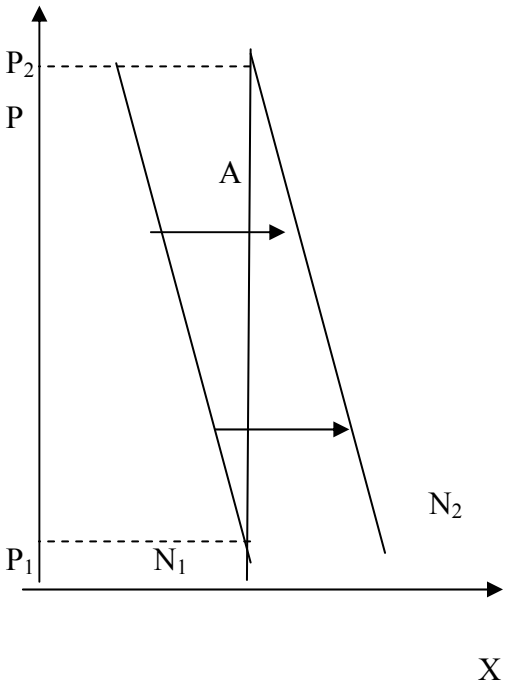


Abbildung 4 verdeutlicht, dass eine preisunelastische Nachfrage zu hohen Preisschwankungen führen kann. Aus der relativ preisunelastischen Nachfrage nach Büroflächen erklären sich die hohen Preisschwankungen im Büroflächenmarkt und auch die Existenz von nachhaltigem Leerstand. Aus der relativ preiselastischen Nachfrage nach Wohnflächen erklären sich die geringeren Preisschwankungen im Wohnungsmarkt sowie die i. d. R. vollständige Absorbtion der vorhandenen Flächenbestände.

Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass Immobilien, deren Nutzung konsumtiv ist, risikoärmer sind als jene, deren Nutzung produktiv ist.

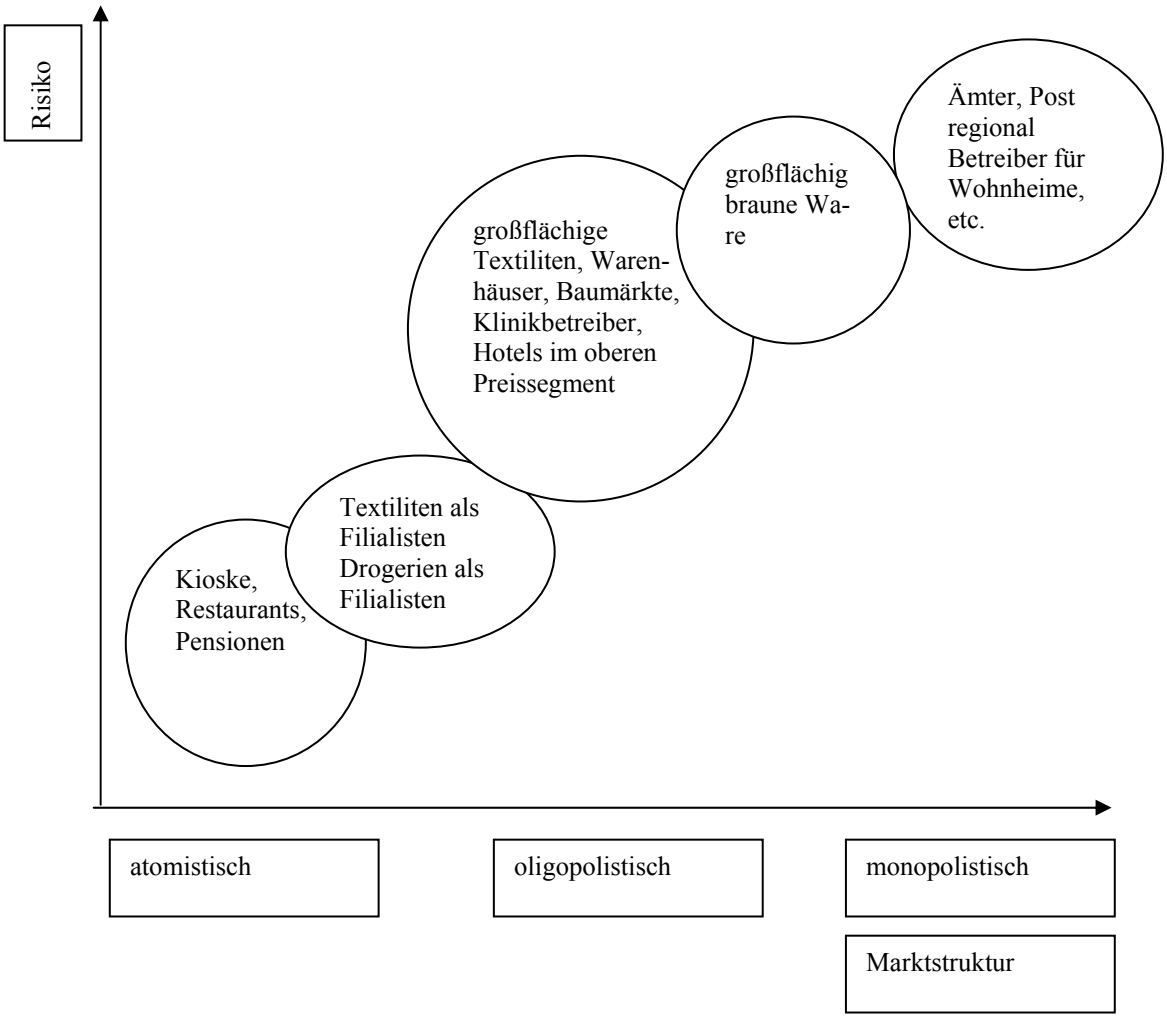
3.1.3 Immobilienrisiken bei Betreiber- und Managementimmobilien

Eine Betreiberimmobilie sei dann gegeben, wenn der Nutzer der Fläche nur dann einen Nutzen aus der Fläche ziehen kann, wenn diese betrieben wird, wenn also ein Dritter eine i. d. R. personalintensive Leistung erbringt, ohne welche die Fläche keinen nennenswerten Nutzen abgibt. Das Betreiben einer Fläche ist begrifflich zum einen gegenüber dem Bewirtschaften und zum anderen gegenüber dem Verwalten sowie dem Managen abzugrenzen. Unter dem Bewirtschaften einer Fläche versteht sich die Ver- und Entsorgung der Nutzer mit Grundleistungen wir Strom, Wasser, Müllabfuhr und Straßenreinigung. Der Begriff lehnt sich schließlich an den Begriff der Bewirtschaftungskosten gemäß § 18 WertV 88 an. Auch den Begriff der Verwaltung kann man in einer ersten Approximation unter Rückgriff auf gesetzliche Regelungen (§ 18 Abs. 2 WertV 88 und § 26 II. BV) und anhand der Rechtsprechung relativ genau umreißen; die sich daraus ergebende Definition ist für die hier vorzunehmende Differenzierung sinnvoll.

Eine Managementimmobilie bzw. Immobilienmanagement sei gegeben, wenn unterschiedliche Betreiber zeitgleich bzw. in einem sachlichen Zusammenhang zur Optimierung des Nutzens für die Nutzer und damit des Ertrages für den Immobilieninvestor koordiniert werden müssen. Jede Managementimmobilie ist damit auch immer eine Betreiberimmobilie, aber nicht jede Betreiber- eine Managementimmobilie. Typische Betreiberimmobilien sind Einzelhandelsflächen, gastronomische Flächen, Freizeitflächen, Hotels, Kliniken und Seniorenwohnheime. Das Einkaufszentrum ist der Prototyp der Managementimmobilie, Messen und Freizeitimmobilien sind im Regelfall auch Managementimmobilien.

Das besondere Risiko für den Immobilieninvestor bei Betreiberimmobilien ergibt sich aus der jeweiligen Marktstruktur des lokalen Betreibermarktes. Ist der Betreibermarkt monopolistisch oder oligopolistisch strukturiert, so sind die Risiken für den Immobilieninvestor wesentlich höher als bei atomistisch strukturierten Betreibermärkten.

Abbildung 5: Immobilienrisiken und Betreiberimmobilien



Bei traditionell oligopolistischen Betreibermärkten ist der Betreiber häufig auch der Eigentümer der Fläche (z. B. Warenhäuser), was insofern eine Eigenfinanzierung bereits auf der ersten Ebene der Finanzierung darstellt.

Managementimmobilien sind grundsätzlich nochmals riskanter als Betreiberimmobilien, weil der Immobilieninvestor zusätzlich das Verhaltensrisiko, welches sich aus der Delegation der Managementaufgabe ergibt, tragen muss.

3.2 Das Wertentwicklungspotential von Immobilien

Für die Wertentwicklung von Immobilien können grundsätzlich zwei Ursachen unterschieden werden. Zum einen können sich Immobilienwerte aufgrund monetärer Ereignisse und zum anderen können sie sich bei bestimmten räumlichen Strukturen in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung verändern. Ersteres nennen wir die monetär, letzteres die real bedingte Wertsteigerung.

Beim monetär bedingten Wertsteigerungspotential lassen sich drei Faktoren differenzieren. Unterstellt man eine 100-prozentige Anpassung der Mieterträge an die allgemeine Preissteigerungsrate (Inflation), so können Immobilien zum ersten den realen Wert der Erträge und – konstante Anfangsrenditen angenommen – auch der Kapitalwerte erhalten. Unterstellt man ferner, dass die von Vermögensbesitzern geforderte Realrendite bei sicher erwarteter Inflation nur von der Risikoklasse des jeweiligen Assets abhängt, so kommt es bei – aufgrund steigender sicherer Inflationserwartungen – sinkenden Realrenditen zu sehr massiven Höherbewertungen von Immobilien und umgekehrt, bei – aufgrund sinkender sicherer Inflationserwartungen – steigenden Realrenditen zu dramatischen Abwertungen von Immobilien. Zum Dritten kommt es im Zuge von höheren Inflationsrisiken aufgrund der Fähigkeit von Immobilien, Inflationsrisiken zu hedgen im Zuge steigender Inflationsrisiken zu einer Höherbewertung von Immobilien, und umgekehrt, im Zuge sinkender Inflationsrisiken zu einer Abwertung von Immobilien.

Zum Verständnis der realen Wertsteigerung von Immobilien gehen wir davon aus, dass bestimmte Flächen nicht bzw. nur bedingt substituiert werden können, eine real (i. d. R. einkommensbedingt) steigende Nachfrage somit zu entsprechenden Preissteigerungen der Mieten und damit – konstante Anfangsrenditen unterstellt – folglich zu steigenden Immobilienwerten führt. Unterstellt man beispielsweise, dass der Einzelhandel in einer Stadt in der Fußgängerzone – zwischen zwei Warenhäusern als Anker – stattfindet (in Berlin: Tauentzien zwischen C&A und KaDeWe), so kann angenommen werden, dass bestimmte Einkommenserhöhungen der auf diese Flächen bezogenen Nachfrager – eine konstante Konsumquote angenommen – bei den Einzelhändlern entsprechende Umsatzsteigerungen zur Folge haben, die – je nach mietvertraglicher Gestaltung – über kurz oder lang zu höheren Immobilienwerten führen werden. Weil sich außerhalb des Gebietes zwischen den beiden Ankernutzern kein Einzelhandel darstellen lässt, sind die Einzelhandelsflächen zwischen den Ankernutzern nicht duplizierbar. Entsprechende Phänomene finden sich auch bei anderen Nutzungen: Hochwertiges Wohnen am Wasser (in Berlin: bestimmte Seen im Grunewald) oder touristische Nutzungen (Ferien-

häuser in Kampen auf Sylt) sind häufig nicht duplizierbar, ebenso wie Arbeiten (Büronutzung) in einer besonders repräsentativen Lage (in Berlin z. B. Pariser Platz). Bei nicht duplizierbaren Flächen kommt es bei einem Wachstumsprozess stets zu entsprechend steigenden Mieten. In der Praxis werden alle Flächen bis zu einem bestimmten Grade von den Nutzern substituierbar sein. In diesem Maße ist eine 100-prozentige Nicht-Duplizierbarkeit nie völlig gegeben, doch zeigen die Beispiele, dass die Frage der Duplizierbarkeit von Flächen von sehr großer Bedeutung ist. Zusammengefasst: Flächen einer hohen Duplizierbarkeit verfügen über kein reales Wertentwicklungspotential und nicht duplizierbare Flächen weisen ein hohes reales Wertentwicklungspotential auf.

4. Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und der Finanzierung

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 Investition sowie
- der steuerlichen Behandlung der Investition.

Obige Kriterien sind abhängig von den individuellen Präferenzen des jeweiligen Anlegers. Daneben können Anlageformen in Immobilien jedoch auch hinsichtlich Eigenschaften unterschieden werden, denen gegenüber risikoscheue und rational handelnde Anleger homogene Präferenzen haben. Es gibt somit Unterschiede zwischen den Anlageformen bezüglich

- des Grades der Abhängigkeit des Investitionserfolges vom Verhalten der Verwaltung und damit bezüglich des Grades der Delegation von Managementaufgaben an die Verwaltung,
- des Grades des Einflusses der Anleger auf die Verwaltung,
- der Möglichkeit der Anleger, 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 der Anleger, auf Sekundärmärkten die Anteile zu veräußern oder dem Emittenten die Anteile zurückzugeben.

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

Aus den verschiedenen Anlegerpräferenzen folgen unterschiedliche Anlageformen. Aufgrund der differenzierten Ausgestaltung von Kontrollrechten, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten implizieren verschiedene Anlageformen unterschiedliche Investitionen. Dieser Zusammenhang wird von Tabelle 2 bis Tabelle 6 dargestellt. Tabelle 2 zeigt, inwieweit einzelne Anlageformen für die Erfüllung der verschiedenen Anlegerpräferenzen geeignet sind.

Tabelle 2: Anlegerpräferenzen und Immobilienanlageformen

Anleger-präferenzen	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Anlagezeitraum	mittel- bis langfristig	langfristig	kurz-, mittel- oder langfristig
Verfügbarkeit des eingesetzten Kapitals	börsentäglich	praktisch nicht, Sekundärmärkte nur eingeschränkt verfügbar	börsentäglich
Mindestlosgröße	sehr gering	mittel bis hoch (ab ca. 50 TDM)	sehr gering
Risikostreuung	ja	i. d. R. nein	ja
steuerliche Behandlung	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	Einkünfte aus Kapitalvermögen

Der geschlossene Immobilienfonds ist die einzige Anlageform, bei der der Anleger steuerlich Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erhält. Andererseits ist er auch diejenige Anlageform, bei der der beabsichtigte Anlagezeitraum am längsten und die Mindestanlage am größten ist, bei gleichzeitig fehlender Risikostreuung,.

Es zeigt sich, dass nicht alle Anlageformen die jeweiligen möglichen Präferenzen (z. B. Verfügbarkeit des Kapitals bzw. der Fungibilität) gleich gut erfüllen können. Dies beinhaltet, dass ein Anleger mit bestimmten Präferenzen auf einzelne Anlageformen angewiesen ist. Es wurde erwähnt, dass unterschiedliche Anlageformen dem Anleger verschiedene Kontroll-, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten einräumen. Tabelle 3 zeigt den Umfang und die Ausgestaltung dieser Rechte und Möglichkeiten bei den einzelnen Anlageformen.

Tabelle 3: Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte bei Immobilienanlageformen

Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
direkte Einflussmöglichkeit auf die Verwaltung/Geschäftsbesorgung	keiner	sehr gering über Gesellschafterversammlung	gering, für Kleinanleger 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	keine direkte, da Bewertung der Aktien auf Sekundärmärkten nach CAPM unabhängig vom NAV der Immobilienbestände
Möglichkeit der Veräußerung des Anteils an Sekundärmärkten	keine, aber Rücknahme ist mindestens gleichwertig	keine, weil kein funktionierender Sekundärmarkt, Emittenten agieren oft als Market-Maker	ja, bei Börsenzulassung
Einfluss auf Verwaltung durch Kapitalrücknahme	sehr hoch wg. börsentäglicher Rücknahmeverpflichtung	keiner, i. d. R. kann Gesellschaftsvertrag nicht vor Ablauf von 20 Jahren gekündigt werden	gering, Einfluss nur bei Kapitalerhöhungsverlangen der AG

Es zeigt sich, dass bei allen Anlageformen der direkte Einfluss des Anlegers auf die Verwaltung/Geschäftsbesorgung gering ist. So kann als Zwischenergebnis festgehalten werden, dass verschiedene Anlageformen einerseits unterschiedlich gut die Möglichkeit bieten, reale Wertentwicklung zu beobachten, und andererseits Unterschiede in der Möglichkeit der Rücknahme oder Veräußerung der Anteile bestehen.

Zur Darstellung der Zusammenhänge zwischen Immobilien und Anlageformen werden im Folgenden Immobilien zunächst typologisiert. Dabei kann die Darstellung nur schematisch erfolgen. Immobilien sind heterogene Güter; wenn im Folgenden Aussagen zu unterschiedlichen Risiko- und Wertentwicklungspotentialen gemacht werden, so sollen diese auch nur als Tendenzaussagen verstanden werden.

Tabelle 4 verbindet unterschiedliche Immobilieninvestitionstypen mit korrespondierenden Eigenschaften. Die Eigenschaften ergeben sich aus den beschriebenen Risiken sowie ob der Fähigkeit reale Wertentwicklung abzubilden. Auf die Darstellung von Wohnen in nicht-duplizierbarer Lage wurde verzichtet, weil diese Nutzung i. d. R. auf der ersten Finanzierungsebene eigenfinanziert wird.

Tabelle 4: Eigenschaften von typologisierten Immobilieninvestitionen

			Eigenschaften	
Immobilien-typ	optimale Vermietung	optimal vermietet ja/nein	Wertentwick-lungspotential	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 Verträ-ge	mittel	mittel
EKZ dL	mittelfristige Verträge, Anker mit langfristi-gen 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 Verträ-ge	mittel	gering
Büro dL	mittel- bis langfristige Verträge	ja	gering	gering
		nein d. h. zu kurzfristige Verträ-ge	gering	hoch
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

Tabelle 4 bringt zum Ausdruck, dass eine positive Wertentwicklung besonders dann erwartet werden kann, wenn die Lage für die Nutzung nicht duplizierbar ist. Das Risiko ist besonders hoch, wenn die Nachfrage nach der jeweiligen Nutzung nicht preiselastisch, der Markt für Betreiber oligopolistisch strukturiert ist oder unterschiedliche Betreiber koordiniert werden müssen (Managementimmobilie). Die Tabelle zeigt auch, dass gerade bei Nutzungen in dupli-

zierbaren 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 lang laufender 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 5 stellt den Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilien und den notwendigen Kontroll- und Beobachtungsrechten der korrespondierenden Anlageform her.

Tabelle 5: Zusammenhang zwischen Immobilieneigenschaften und Anlageformen.

Eigenschaften	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Eignung zur Abbildung von Wertentwicklung	Ja, aufgrund täglicher Bewertung des Rücknahmepreises besteht beste Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential.	Nein, aufgrund fehlender Beobachtungsmöglichkeit von Performance keine Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential.	Nein, trotz täglicher Börsenbewertung der Aktien nur sehr eingeschränkte Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotential, aufgrund Unabhängigkeit des NAV von der Marktkapitalisierung der AG.
Eignung zur Übernahme von Risiken	Nein, aufgrund Rücknahmeverpflichtung und damit verbundenem Risiko des Banken-Run, nur bedingte Eignung, Marktrisiken einzugehen. KAGG und BAKred grenzen Markt- und Verhaltensrisiken folgerichtig ein. Insgesamt praktisch keine Fähigkeit, höhere Risiken zu übernehmen.	Nein, aufgrund geringen Einflusses auf Geschäftsbesorgung und fehlender Kapitalherabsetzungsmöglichkeit, Fungibilität und behördlicher Aufsicht keine Eignung zur Finanzierung von Risiken.	Ja, 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. Aufgrund hoher Eigenkapitalkosten auch Notwendigkeit, Risiken zu übernehmen.

Tabelle 6 zeigt den Zusammenhang zwischen den jeweiligen Immobilientypen und den relativen Vorteilen der verschiedenen Anlage-/ Finanzierungsformen auf. Dabei wird in Tabelle 6 jeweils die in Tabelle 4 aufgezeigte optimale Vermietung angenommen.

Tabelle 6: Immobilentypen und ihre optimale Anlageform

Immo-bilientyp	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien
Einkaufen 1a-Lage	geeignet, da Risiken gering und Wert-entwicklung	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung	nicht geeignet, da Risiken zu gering
Einkaufen B-Lage	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung	geeignet, da keine Wertentwicklung und geringe Risiken	nur bedingt geeignet, da zu geringe Risiken
EKZ ndL	geeignet, da hohes Wertentwicklungs-potential	nicht geeignet, da Wertentwicklung und mittlere Risiken	nur bedingt geeignet, da Wertentwicklung und nur mittlere Risiken
EKZ dL	nur bedingt 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	nicht geeignet, da unzureichende Risiken
Büro dL	nur bedingt geeignet, da keine Wertentwicklung	geeignet, da geringe Risiken und keine Wertentwicklung	nur bedingt geeignet, da unzureichende Risiken
Wohnen dL	nur bedingt geeignet, da kein Wertentwicklungs-potential	geeignet, insbesondere bei Förderung, da geringe Risiken und kein Wertentwicklungspotential	nicht geeignet, da unzureichende Risiken
Spezial ndL	geeignet, sofern überschaubare Betrei-berrisiken wegen Wertent-wicklung	nur bedingt geeignet, da mittlere Wertentwicklung	nur geeignet, wenn aufgrund Betreiber-marktes sehr hohes Risiko
Spezial dL	nicht geeignet, da kein Wertsteigerungs-potential und mittleres Risiko	nur bedingt geeignet, da mittleres Risiko	geeignet, da mittlere Risiken

Offene Immobilienfonds können nur beschränkt Risiken eingehen, weil Risiken immer auch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Anlegern und Geschäftsbesorgern implizieren, die dazu führen könnte, dass unsichere Anleger vom Rücknahmerecht der Anteile vermehrt Gebrauch machen, was letztlich zu einem Banken-Run führen kann. Aus diesem Grund schreibt auch das Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) den offenen Fonds eine risikoaverse Anlagepolitik vor. Da offene Immobilienfonds Wertentwicklung sehr gut abbilden können, investieren sie vornehmlich in 1a-Lagen. Typische Anlagegüter für offene Fonds sind Büroimmobilien und Einkaufszentren in sehr guten innerstädtischen Lagen.

Geschlossene Immobilienfonds 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 auch nicht geeignet, riskante Immobilien zu finanzieren. Aufgrund der mangelnden Fähigkeit Wertentwicklungen abzubilden, kommen zudem auch nur Grundstücke ohne Wertentwicklungspotential als Anlagegut in Betracht. Daher werden meist nur Immobilien in duplizierbaren Lagen mit

geschlossenen Immobilienfonds finanziert; langfristig vermietete Supermärkte waren die Objekte der geschlossenen Immobilienfonds der ersten Stunde. Geschlossene Immobilienfonds haben gegenüber den anderen Anlageformen den strategischen Vorteil im Rahmen der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung steuerliche Vorteile an die Anleger weitergeben zu können. Wenn, wie im Rahmen des Fördergebietsgesetzes geschehen, Immobilieninvestitionen mit hohen steuerlichen Vorteilen versehen werden, so können diese Vorteile teilweise die in Tabelle 6 dargelegten relativen Nachteile der geschlossenen Immobilienfonds kompensieren. Vom Ergebnis investieren geschlossene Immobilienfonds dann gelegentlich in Immobilientypen, die strukturell den anderen Anlageformen vorbehalten sein sollten; so finden sich Investitionen in 1a-Lagen ebenso wie solche in riskante Immobilientypen wie Einkaufszentren. Subventionen im 2. Förderweg des sozialen Wohnungsbaus stellen sichere Einnahmen dar, die eine Finanzierung über geschlossene Immobilienfonds attraktiv erscheinen lässt. Der geschlossene Immobilienfonds eignet sich als Finanzierungsinstrument immer dann, wenn eine hohe Einnahmensicherheit unter Berücksichtigung steuerlicher Effekte und Subventionen zu erwarten ist. Hieraus begründet sich auch die Entwicklung des Marktvolumens geschlossener Immobilienfonds während der Geltungsdauer des Fördergebietsgesetzes.

Das Aktienrecht bietet Immobiliengesellschaften die notwendigen Rahmenbedingungen, um risikoreiche Investitionen zu finanzieren. Aufgrund der Anforderungen durch den Kapitalmarkt, welche sich formal über das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) [18] abbilden lassen, sind Immobilienaktiengesellschaften wirtschaftlich auch gezwungen, risiko- und damit ertragsreiche Investitionen vorzunehmen. Obgleich die Aktien täglich an der Börse bewertet werden, kann eine Wertentwicklung praktisch nicht abgebildet werden, weil die Bewertung der Aktien nach CAPM erfolgt und damit in der Entwicklung grundsätzlich unabhängig von jener der Verkehrswerte (bzw. den NAVs) der gehaltenen Immobilien ist.

Die Darlegungen haben gezeigt, dass es einen Zusammenhang zwischen Eigenschaften von Immobilien und deren optimaler Finanzierung gibt, und dass umgekehrt somit die Fragestellung nach der Anlageimmobilie für eine bestimmte Anlageform nicht irrelevant ist. Die unterschiedlichen Eigenschaften von Immobilien wurden typologisch aufgeführt. Im Anschluss daran konnten Typen von Immobilien Anlage- bzw. Finanzierungsformen von Immobilien zugeordnet werden.

Literaturverzeichnis

Zitierte Literatur

[1] Diederichs: Grundlagen der Projektentwicklung, in: Karl-Werner Schulte (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996, S. 17-80, S. 29

[2] Drukarczyk, Jochen: Finanzierung, 8. Aufl., Stuttgart 1999, S. 1.

[3] Drukarczyk, Jochen: Finanzierung, a. a. O., S. 1 f.

[4] Drukarczyk, Jochen: Unternehmen und Insolvenz, Wiesbaden 1987, S. 23 f.

[5] Modigliani, Franco / Miller, Merton H.: The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: American Economic Review, 48, 1958, S. 261-297.

[6] Modigliani, Franco / Miller, Merton H. (1963): Corporate income tax and the cost of capital, in: American Economic Review, 53, 1963, S. 433ff.

[7] Stiglitz, Joseph E.: On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, 64, 1974, S. 851-866.

[8] Miller, Merton H.: Debt and taxes, in.: Jl. of Finance, Vol. XXXII, No. 2, 1977, S. 261-275.

[9] Fama, Eugene F.: The effects of a firm´s investment and financing decisions on the welfare of its security holders, in: The American Economic Review, 68, 1978, S. 272-284.

[10] Jensen, Michael C. / Meckling, William H.: Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Jl. of Financial Economics 3, 1976, S. 305-360.

[11] Meyers, Stewart C.: Determinants of corporate borrowing, in: Jl. of Financial Economics 5, 1977, S. 147-145.

[12] Meyers, Stewart C. / Majluf, Nicholas S.: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: Jl. of Financial Economics, 13, 1984, S. 187-221.

[13] Coase, Ronald H.: The nature of the firm, in: Economica, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386-405, S. 388.

[14] Williamson, Oliver E.: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990, S. 59 f.

[15] Williamson, Oliver E. (1988): Corporate finance and corporate governance. in: The Jl. of Finance, Vol. CLIII, No. 3, July 1988, S. 567-591.

[16] Im deutschsprachigem Raum z. B. : Kühne-Büning, Lidwina / Heuer, Jürgen H. B. (Hrsg.) (1994): Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. überarb. und erweit. Aufl., Frankfurt am Main, Hamburg 1994, S. 399, Schulte, Karl-Werner / Leopoldsberger, Gerrit / Schaubach, Peter / Vaaßen, Nicole / Walker, Andreas (1998): Immobilienfianzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, München, Wien 1998, S. 449-505, S. 449 ff., Köpfler, Thilo (1991): Die Wohnungsbaufinanzierung, in: Jenkis, Helmut W. (Hrsg.): Kompendium der Wohnungswirtschaft, München, Wien 1991, S. 448-466, S. 448 ff. bzw. im englischsprachigem Raum z. B. Balchin, Paul / Isaac, David / Rhoden, Maureen (1989): Housing policy and finance. In: Balchin, Paul / Rhoden, Maureen (Hrsg.): Housing – the essential foundations, London, New York 1989, S. 96 ff., Jaffe, Austen / Sirmans, C. F. (1995): Fundamentals of real estate investments, 3. Aufl., London, u. a. 1995, S. 217 ff.

[17] Zur Frage der Preiselastizität siehe auch Bone-Winkel, Stephan / Sotelo, Ramon (1995): Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet? Einige grundlegende Anmerkungen über den Immobilienmarkt am Beispiel der Stadt Berlin, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 4/1995, S. 199-205, S. 201 f.

[18] Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio selection, in: Jl. of Finance 7, 1952, S. 77-91.

Weiterführende Literatur:

Berry, Jim / McGreal, Stanley / Sieracki, Karen / Sotelo, Ramon (Investment Vehicles): 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.

Bone-Winkel, Stephan: Immobilienanlageprodukte in Deutschland, in: Die Bank 11/1996, S. 675-677.

Ellwanger & Geiger (Hrsg.): Europäische Immobilien-Aktie. 2000.

Immobilien-Handbuch: Wirtschaft, Recht, Bewertung, Bernd Falk (Hrsg.), Grundwerk, 3. Aufl., Landsberg 1992, Punkte 11.3-5.

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

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