Prof. Dr. Ramon Sotelo

Derzeitige Tätigkeit/Funktionen:
Juniorprofessor

Jahrgang: 1966

Kontaktdaten:
Bauhaus-Universität Weimar
Marienstr. 7a
99423 Weimar

ramon.sotelo@bauing.uni-weimar.de
www.uni-weimar.de/Bauing/ioe

Wichtige berufliche Stationen/Funktionen:

- 93- 93 Bendzko-Immobilien
- 94- 95 Maklergeschäft
- 95- 96 KapHag AG
- 97- 01 GF Flächenmarkt GmbH
- 02- 02 Generalsekretär Haus&Grund
- seit 03 Juniorprofessor Bauhaus-Universität Weimar

Fachliche Interessensschwerpunkte:

- Immobilienanlageprodukte
- Wertermittlung
- Wohnungsmärkte und -Politik
- Stadtplanung und Einzelhandel

Finanzierungstheorie und Immobilien
Möglichkeiten der Übertragung von Theorieansätzen am Beispiel der Vermietung von Flächen

Einleitung

Finanzierungstheorie ist ein Kernbereich der Ökonomie. Ein substantieller Teil der Finanzierungstheorie erschließt sich über den Begriff der Kapitalstrukturregel. Hierunter fallen alle Theorieansätze oder Postulate, die die Finanzstruktur eines Unternehmens zum Gegenstand haben. In diesem Beitrag werden die Determinanten aus der Finanzierungstheorie für die Fragestellung der Vermietung bzw. Selbstnutzung von Flächen für Wohn- und Gewerbeimmobilien hergeleitet.

Finanzierungstheorie

Finanzierung bedeutet in neoklassischer Interpretation ein Zahlungsstrahl, der mit einer Einzahlung beginnt und der Auszahlungen folgen. Investition ist die umgekehrte Betrachtung des Zahlungsstrahls. Institutionenökonomisch ist unter einer Finanzierung eine Institution zu verstehen, die Mitbestimmungs- und Informationsrechte sowie Zahlungsansprüche regelnd, für den Finanzierten oder den Finanzier Einkommensunsicherheiten reduziert.

Schemenhaft dargestellt können horizontale und vertikale Finanzierungsregeln unterschieden werden. Während bei horizontalen Finanzierungsregeln Zusammenhänge zwischen der Aktiv- und der Passivseite der Bilanz hergestellt werden, konzentrieren sich vertikale Finanzierungsregeln allein auf die Passivseite einer Bilanz. Die Entwicklung begann mit der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, gemäß der Fristenkongruenz zwischen den Aktiva und Passiva herrschen soll, über das Leverage-Theorem, einer vertikalen Finanzierungsregel, nach der aufgrund bestimmter Verhaltensannahmen eine Optimierung des Eigenkapitalanteils möglich ist, hin zur erneut vertikalen Irrelevanzthese der Finanzierungsstruktur nach Modigliani/Miller. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne der Erhöhung des Gehaltes der Aussage mittels Reduktion der Annahmen, Modigliani/Miller, Stiglitz, Miller und Fama, als auch im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie – Jensen/Meckling, Meyers – sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern – Meyers/Majluf.

Parallel und zunächst völlig unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostentheorie, die in Retrospektive zur Neuen Institutionökonomik gezählt wird. Als Ursprung der Transaktionskostenökonomie gilt der Aufsatz von Coase „The Nature of the Firm" aus dem Jahr 1937: Hier wird erstmals die die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage nach der optimalen Transaktion als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens oder über den Markt gestellt.

Nach Williamson sind die Faktorspezifität, Unsicherheit und Häufigkeit der Transaktion die wesentlichen Determinanten für eine Transaktionsform. Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen Faktor anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, so dass bei einer Markttransaktion aufgrund versenkter Kosten ungewollte Abhängigkeiten entstehen. Obgleich eine Transaktion über den Markt zunächst günstiger erscheint, führen die mit hoher Komplexität verbundenen versunkenen Kosten zu hohen Transaktionskosten, so dass unternehmensinterne Lösungen bevorzugt werden. Die Transaktionsform steht schließlich in funktionaler Abhängigkeit von der Komplexität der Transaktion.

Williamson überträgt in seinem Aufsatz „Corporate Finance and Corporate Governance" die 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.

Aktiva	Passiva
Spezifische Aktiva	Eigenkapital
Unspezifische Aktiva	Fremdkapital

Abbildung 1: Horizontale Finanzierungsregel nach Williamson

Mit seinem Postulat, wonach spezifische Aktiva mit Eigenkapital und unspezifische mit Fremdkapital zu finanzieren sind, begründet Williamson eine neue horizontale Finanzierungsregel. Diese Finanzierungsregel ermöglicht, zwischen Fremdkapital und Nicht-Fremdkapitalfinanzierungen zu unterscheiden, reicht jedoch nicht aus, um unterschiedlichen Mezzaninefinanzierung bzw. Anlageprodukte zu diskriminieren. Hierzu bedarf es zusätzlich der von Schulte/Sotelo 2004 eingeführten Kategorie des Handlungsspielraums der Agenten, bzw. der Geschäftsbesorger.

Immobiliennutzungen unter finanzierungstheoretische Betrachtung

In der Immobilienwirtschaft ist die Nutzungsmöglichkeit einer Fläche das gehandelte Gut. Zum Verständnis der güterwirtschaftlich relevanten Aspekte verwenden wir die Kategorien von Angebot und Nachfrage, von Preiselastizität und Gleichgewichtspreis sowie alle weiteren Instrumente der komparativ-statischen mikroökonomischen Analyse einschließlich des von Ratcliff entwickelten und von Eekhoff in Deutschland verbreiteten Instrumentariums des Filtering-Ansatzes.

Da die Nutzungsmöglichkeit der Fläche das gehandelte Gut ist, muss die Immobilie bzw. ein Teil von ihr regelmäßig in den Besitz des Nutzers gelangen, damit dieser in den Genuss der Nutzung gelangen kann. In diesem Moment der zeitweiligen Überlassung einer Fläche zur Nutzung befindet sich ein Element von Finanzierung. Gegenstand der Finanzierung ist dabei der natural überlassenen Kapitalbetrag in Form der Fläche, das Volumen der Finanzierung also der Marktwert der überlassenen Fläche. Unterschiedliche Formen der Überlassung können in Analogie zur Finanzierung mit Fremd- und Eigenkapital interpretiert werden, die zeitweilige Überlassung des Kapitals in Form der Vermietung als eine Fremd- die dauerhafte Überlassung des Kapitals in Form der selbstgenutzten Fläche als eine Eigenkapitalfinanzierung.

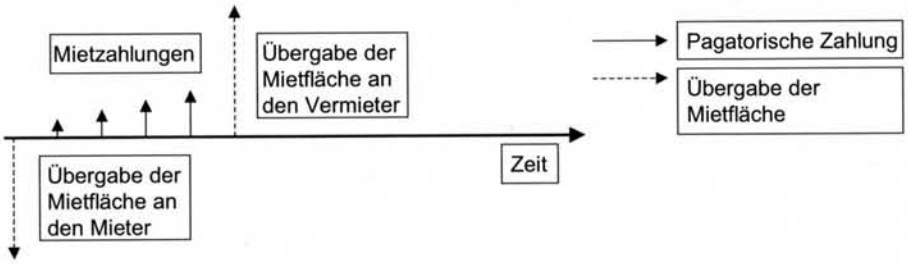

Abbildung 2: Vermietung als Finanzierung

Überträgt man das Finanzierungspostulat von Williamson auf die Frage der Überlassung von Flächen für ihre Nutzung, so zeigt sich, dass auch bei Wohnungsmärkten insbesondere drittverwendungsfähige, kleine preiswerte Wohnungen vermietet, also auf der Ebene der Nutzung fremdfinanziert werden, während spezifische Wohnformen, z. B. Bauernhöfe, Schlösser,

luxuriöse Villen meist auf der Ebene der Nutzung mit Eigenkapital finanziert werden. Es zeigt sich auch, dass Bundesländer mit einem höheren Pro-Kopf-Einkommen und einer städtischeren Struktur (z. B. Hamburg mit 83%) eine höhere Mietquote, also eine geringere Eigentumsquote haben, ein funktionaler Zusammenhang, der sich auch im europäischen Vergleich zeigt. Interessanterweise wird dieser Zusammenhang wohl von Private-Equity-Gesellschaften, die in Deutschland große Wohnungsportfolios erworben haben und diese auch in substantiellem Maße in Form der Mieterprivatisierung veräußern wollen, nicht hinreichend gesehen, während umgekehrt ein Trend zum Verkauf bei anschließender Rückanmietung von drittverwendungsfähigen Immobilien von Industrieunternehmen erkannt wird.

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

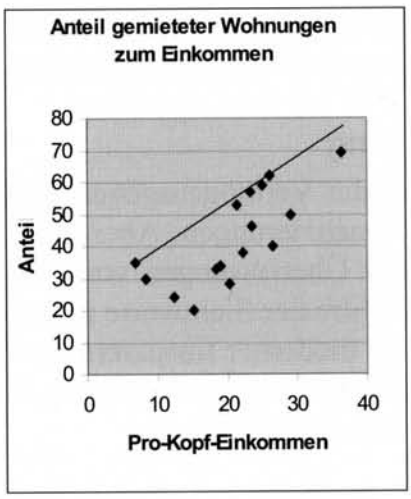

Abbildung 3: Mietquote von Wohnungen in Europa

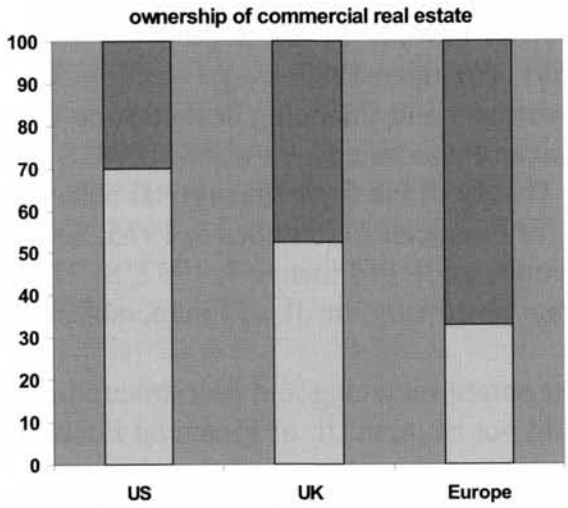

Abbildung 4: Mietquote bei Industrieunternehmen im Vergleich, Quelle USB

An die Politik kann appelliert werden, die Frage der unterschiedlichen Finanzierungsformen dem Markt zu überlassen und nicht bestimmte Formen der Überlassung bevorzugt zu behandeln bzw. zu diskriminieren. Praktisch alle wohnungspolitischen Instrumente unternehmen dieses.

Der finanzierungstheoretische Ansatz kann auch von Wohnungsunternehmen strategisch angewendet werden. Da die nutzbare Fläche stets eine bewirtschaftete und möblierte ist, findet sich eine 100-prozentige Fremdfinanzierung der Nutzung nur bei Hotels. Sobald Mieter ihre Wohnung bei Einzug selbst renovieren bzw. ihre eigenen Möbel einbringen, steigt der Anteil der Eigenfinanzierung des Mieters. Diese Investitionen sind regelmäßig auch spezifischer als

die Wohnung selbst. Wohnungsunternehmen können je nach Wohnlage und Budget für die einzelne Wohnung den Anteil der Eigenfinanzierung durch den Mieter variieren, beispielsweise durch Überlassung einer kompletten Einbauküche (Erhöhung Fremdfinanzierung) oder Vermietung einer unrenovierten Wohnung (Erhöhung der Eigenfinanzierung).

Schließlich eignet sich der Ansatz von Williamson auch zur Beschreibung von Hotelmärkten. Während früher eher die Auffassung bestand, ein Hotel sei eine Immobilien, setzt sich heute die Auffassung durch, ein Hotel bedürfe einer Immobilie. Aufgrund der zunehmenden Drittverwendungsfähigkeit von Hotels, die mit zunehmend tieferen und breiten Betreibermärkten einher geht, kann die Finanzierung des Hotels als Immobilie von der als Betrieb abgekoppelt werden, ein Hotelbetrieb also im Ergebnis eine Hotelimmobilie mieten, bzw. pachten.

Fazit und Zusammenfassung

Immobilien sind keine Güter oder Vermögensgegenstände, Grundstücke sind keine Optionen und Vermietungen ist keine Finanzierungen. Aber wir können so tun, als seien Flächennutzungsmöglichkeiten Güter und Überlassungen von Flächen Finanzierungen. Wir gewinnen damit Einblicke, weil wir mit Hilfe der Sichtweise plötzlich mehr sehen als vorhanden zu sein scheint. Allein die Übertragung moderner finanzierungstheoretischer Ansätze auf immobilienwirtschaftliche Fragen ist, bezogen auf die Erklärung von Marktphänomenen, ihre Begründung und Kritik zielführend und mächtig.

Quellen:

[1] Coase, Ronald H.: The nature of the firm, in: Economica, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386-405, S. 388.
[2] Diederichs: Grundlagen der Projektentwicklung, in: Karl-Werner Schulte (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996, S. 17-80, S. 29
[3] Eekhoff, Johann: Wohnungs- und Bodenmarkt. Tübingen 1987.
[4] 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.
[5] 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.
[6] Markowitz, Harry M. (1952): Portfolio selection, in: Jl. of Finance 7, 1952, S. 77-91.
[7] Meyers, Stewart C.: Determinants of corporate borrowing, in: Jl. of Financial Economics 5, 1977, S. 147-145.
[8] 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.
[10] Miller, Merton H.: Debt and taxes, in.: Jl. of Finance, Vol. XXXII, No. 2, 1977, S. 261-275.
[11] 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.
[12] Modigliani, Franco / Miller, Merton H. (1963): Corporate income tax and the cost of capital, in: American Economic Review, 53, 1963, S. 433ff.
[13] Ratcliff, Richard U.: Urban Land Economics. New York, etc. 1949.
[14] Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramon: Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), 2/2004, S. 31-48.
[15] Sotelo, Ramon: Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik. Köln 2001.
[16] Stiglitz, Joseph E.: On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, 64, 1974, S. 851-866.

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

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