

Handbuch Immobilien-Projektentwicklung

mit 217 Abbildungen

3. Auflage

Prof. Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS CRE (Hrsg.)
Geschäftsführer der IRE|BS Immobilienakademie GmbH
ECE Stiftungsprofessur für Immobilienwirtschaft am IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft,
Universität Regensburg

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel (Hrsg.)
Geschäftsführender Gesellschafter, BEOS GmbH, Berlin
Honorarprofessur für Immobilienentwicklung am IRE|BS Institut für Immobilienwirtschaft,
Universität Regensburg

unter Mitarbeit von
Alexander Orthmann
Helmut Schleich

 Rudolf Müller

5 Projektentwickler und Investoren – welche Produkte für welche Kunden?

Ramon Sotelo

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	
2	Wichtige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft	
3	Ebenen der Finanzierung	
4	Determinanten der Zusammenhänge zwischen Finanzierung und Anlage	
4.1	Immobilienfinanzierung	
4.1.1	Rollen von Finanzinstitutionen	
4.1.2	Immobilienfinanzierung in Abhängigkeit von der Nutzung	
4.1.3	Immobilienfinanzierung bei öffentlichem und Managementimmobilien	
4.2	Die Wertentwicklungspotenziale von Immobilien	
5	Zusammenhänge zwischen der Immobilienfinanzierung und der Finanzierung	
6	Inhaltsverzeichnis	
7	Zusammenhänge zwischen der Immobilienfinanzierung und der Finanzierung	
8	Definitionen	
9	Übersicht	
10	Übersicht	
11	Übersicht	
12	Übersicht	
13	Übersicht	
14	Übersicht	
15	Übersicht	
16	Übersicht	
17	Übersicht	
18	Übersicht	
19	Übersicht	
20	Übersicht	
21	Übersicht	
22	Übersicht	
23	Übersicht	
24	Übersicht	
25	Übersicht	
26	Übersicht	
27	Übersicht	
28	Übersicht	
29	Übersicht	
30	Übersicht	
31	Übersicht	
32	Übersicht	
33	Übersicht	
34	Übersicht	
35	Übersicht	
36	Übersicht	
37	Übersicht	
38	Übersicht	
39	Übersicht	
40	Übersicht	
41	Übersicht	
42	Übersicht	
43	Übersicht	
44	Übersicht	
45	Übersicht	
46	Übersicht	
47	Übersicht	
48	Übersicht	
49	Übersicht	
50	Übersicht	
51	Übersicht	
52	Übersicht	
53	Übersicht	
54	Übersicht	
55	Übersicht	
56	Übersicht	
57	Übersicht	
58	Übersicht	
59	Übersicht	
60	Übersicht	
61	Übersicht	
62	Übersicht	
63	Übersicht	
64	Übersicht	
65	Übersicht	
66	Übersicht	
67	Übersicht	
68	Übersicht	
69	Übersicht	
70	Übersicht	
71	Übersicht	
72	Übersicht	
73	Übersicht	
74	Übersicht	
75	Übersicht	
76	Übersicht	
77	Übersicht	
78	Übersicht	
79	Übersicht	
80	Übersicht	
81	Übersicht	
82	Übersicht	
83	Übersicht	
84	Übersicht	
85	Übersicht	
86	Übersicht	
87	Übersicht	
88	Übersicht	
89	Übersicht	
90	Übersicht	
91	Übersicht	
92	Übersicht	
93	Übersicht	
94	Übersicht	
95	Übersicht	
96	Übersicht	
97	Übersicht	
98	Übersicht	
99	Übersicht	
100	Übersicht	

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	678
2	Notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft	679
3	Ebenen der Finanzierung	681
4	Determinanten der Zusammenhänge zwischen Immobilienprodukten und Anlegern	684
4.1	Immobilienrisiken	685
4.1.1	Risiken von Grundstücken	685
4.1.2	Immobilienrisiken in Abhängigkeit von der Nutzung	685
4.1.3	Immobilienrisiken bei Betreiber- und Managementimmobilien	687
4.2	Das Wertentwicklungspotenzial von Immobilien	688
5	Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und der Finanzierung	689
6	Literaturverzeichnis	695
6.1	Zitierte Literatur	695
6.2	Weiterführende Literatur	696

1 Einleitung

Definitionen 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 Financiers 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 Financier Kunde ist. In Abgrenzung zur Immobilie als Produkt sei ein Immobilienanlageprodukt gegeben, wenn Aufgaben im Zusammenhang mit der Immobilieninvestition, wie das Immobilien- oder das Portfoliomanagement, 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.

Übersicht Weil der Zusammenhang zwischen Produkten und Investoren dem zwischen Immobilien und ihrer Finanzierung entspricht, werden zunächst unter Abschnitt 2 notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft behandelt, um in einem weiteren Teil, Abschnitt 3, die Unterscheidung zwischen der Finanzierung der Nutzung und derjenigen der Erträge einzuführen. Dem folgend werden unter Abschnitt 4 die Determinanten der Zusammenhänge zwischen Immobilien und Anlegern – als da sind Immobilienrisiken einschließlich Verwaltungsintensität (Abschnitt 4.1), reales Wertentwicklungspotenzial (Abschnitt 4.2) – behandelt, sodass in einem letzten Teil (Abschnitt 5) die Relation zwischen Immobilien und ihrer jeweils optimalen Finanzierung, also die zwischen Produkten und Investoren, hergeleitet werden kann.

2 Notwendige Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft

Eine Finanzierung kann als eine Zahlungsreihe verstanden werden, die mit einer Einzahlung beginnt, auf die hin Auszahlungen folgen. 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. Schließlich kann eine Finanzierung auch als eine Herrschaftsform zwischen dem Anleger und dem Finanzierten betrachtet werden, bei der die Regeln der Finanzierung den Rahmen möglicher Handlungen, die der Finanzierte im Auftrag des Anlegers vornehmen kann, definiert [5].

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 [6]. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen sowohl im Sinne der Erhöhung des Gehaltes der Aussage mittels Reduktion der Annahmen (Modigliani/Miller [7], Stiglitz [8], Miller [9] und Fama [10]) als auch im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie (Jensen/Meckling [11], Meyers [12]), sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern (Meyers/Majluf [13]).

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 „The Nature of the Firm“ von Coase auf das Jahr 1937 datiert werden kann. Die ursprüngliche und die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage ist jene nach der optimalen Transaktion als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens oder über den Markt [14].

Nach Williamson sind wesentliche Determinanten für die Transaktion die Faktorspezifität, Unsicherheit und Häufigkeit der Transaktion [15]. Die Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen Faktor anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, sodass bei einer Markttransaktion gerade auch im Zusammenhang mit der Annahme oppor-

Finanzierungs-begriffe

Kapitalstruktur-theorien

Transaktions-kosten-ökonomie

Faktorspezifität

tunistischen 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 verschiedenen hohen Transaktionskosten, sodass die Transaktionsform funktionell von der Faktorspezifität in Abhängigkeit gebracht werden kann.

Anwendungs- beispiel

Mit Williamsons Aufsatz „Corporate Finance and Corporate Governance“ erfolgt die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die Finanzierung mit Eigen- und Fremdkapital als Institution identifiziert wird. 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, sodass die Finanzierung spezifischer Aktiva mit Eigenkapital schließlich geringere Transaktionskosten aufweisen [16].

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 in Konkurs gehen, so hätte die finanzierende Bank eine Maschine, mit der kaum ein Dritter etwas anfangen könnte. Nicht das Risiko gemessen als Streuung des Cashflows des Unternehmens ist für die Fremdkapitalquote nach Williamson determinierend, sondern die Spezifität der Aktiva. Das Beispiel der Bauindustrie im Verhältnis zur Pharmaindustrie ist einschlägig. Es gibt – wenn überhaupt – nur wenige 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 als sinnvoll, empirisch relevant und theoretisch konsistent angenommen und entsprechend angewendet. Mit Williamson kann die Verwendung von Eigen- und Fremdkapital unterschieden werden. Die Erfassung von Mezzanineformen zwischen Eigen- und Fremdkapital bedarf hingegen der Begrifflichkeit des Handlungsspielraums einer Finanzierung [5]. 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 Financiers.

3 Ebenen der Finanzierung

In der Literatur [17] 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. Immobilienfinanzierungen, 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 Naturalien übergeben. Dies lässt sich recht gut anhand eines Zahlungsstrahls erläutern.

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

**Finanzmittel-
übergabe:
zweite Ebene**

**Naturalien-
übergabe:
erste Ebene**

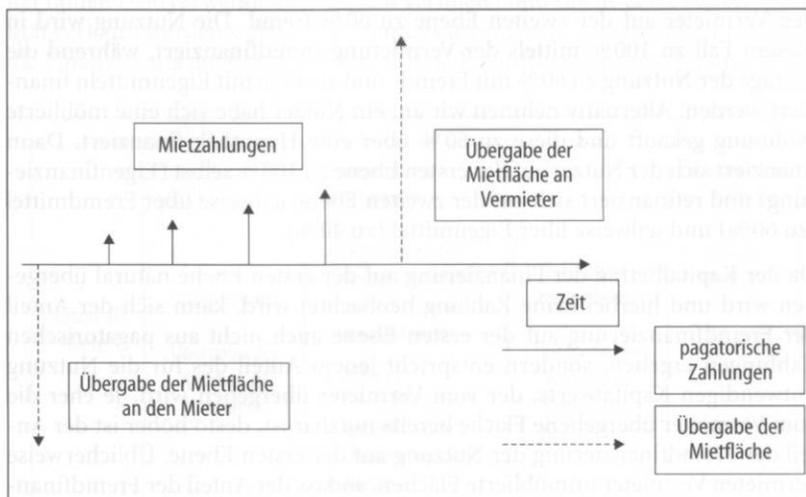


Abb. 1: Vermietung als Finanzierung: Zahlungsstrahl aus Sicht des Vermieters

„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) determiniert.

Anmietung/ Selbstnutzung

Wenn – wie im Falle einer Vermietung – dem Nutzer die Fläche als Naturalien 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 usw. –, ist das Begreifen des Mietvertrages als Kreditvertrag nicht trivial und hat bislang in nur völlig unzureichender Weise Eingang in die immobilienwirtschaftliche Literatur gefunden.

Fremd-/Eigen- finanzierung

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 %).

Anteil Fremd- finanzierung

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, sodass 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. 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 solche verstanden werden.

Leasing stellt insoweit etwas Besonderes dar, als diese Objektfinanzierung bezogen auf die beiden Finanzierungsebenen eine Mezzaninefinanzierung ist. So beinhaltet Leasing einerseits Aspekte der ersten Ebene, insoweit die Übergabe des Kapitalbetrages in Form der Fläche an den Nutzer natural erfolgt, 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.

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 und nur dann,

Erbbaurechte

Option
Kaufvertrag

Leasing

Wohndarlehne
Leasingvertrag

**Vermieten/
verkaufen**



Abb. 2: Ebenen der Immobilienfinanzierung

wenn dieses aufgrund der hohen Spezifität der Fläche nicht möglich ist, eine Eigenfinanzierung, also die Eigentumbildung durch den Nutzer, sein 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.

4 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. Als Determinanten der Zusammenhänge werden Risiken sowie die Verwaltungsintensität und Wertentwicklungspotenziale der Immobilien identifiziert.

Immobilien-performance

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 angesichts der Frage, ob es sich um Betreiber- und/oder Managementimmobilien handelt, begreifen. Finanzierungsvehikel, die Betreiber- und Managementimmobilien refinanzieren, bedürfen regelmäßig eines leicht erhöhten Handlungsspielraums.

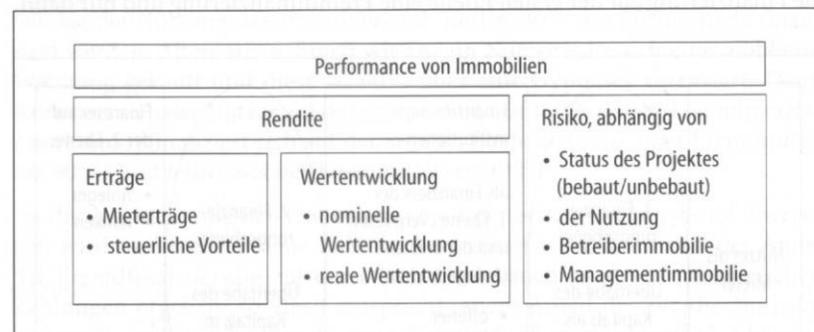


Abb. 3: Bausteine der Performance von Immobilien

4.1 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.

Risikobegriffe

4.1.1 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 Grundstücks: 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.

**Options-
charakter**

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.

**Bebaut/
unbebaut**

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

**Konsumtive/
produktive
Nachfrage**

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

Preiselastizität

Nutzung (Tätigkeit)	konsumtiv/ produktiv	Flächen
Wohnen	konsumtiv	Wohnungen, Seniorenstifte, Residenzen, Hotels
Arbeiten	produktiv	Büros, Fabriken, Lager, Businesshotels
Freizeit	konsumtiv	Themenparks, Ferienwohnungen, Ferienhotels, Sportanlagen, Kliniken
Einkaufen	konsumtiv	Läden, Einkaufszentren, Fachmärkte usw.

Abb. 4: Konsumtive und produktive Nutzungen

Raumkosten im Verhältnis zu den Personalkosten und den auf der Fläche erzielten Umsätzen eine zu vernachlässigende Größe darstellen (Beispiel: $20 \text{ m}^2 \cdot 10 \text{ Euro/m}^2 = 2.400 \text{ Euro/p. a.}$; $20 \text{ m}^2 \cdot 40 \text{ Euro/m}^2 = 9.600 \text{ Euro/p. a.}$ im Verhältnis zu z. B. 75.000 Euro Personalkosten p. a.) [18].

Volatilität

Weil das Flächenangebot in jedem Fall kurzfristig, aufgrund der mit der Projektentwicklung und der Projektrealisierung verbundenen zeitlichen Verzögerungen 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.

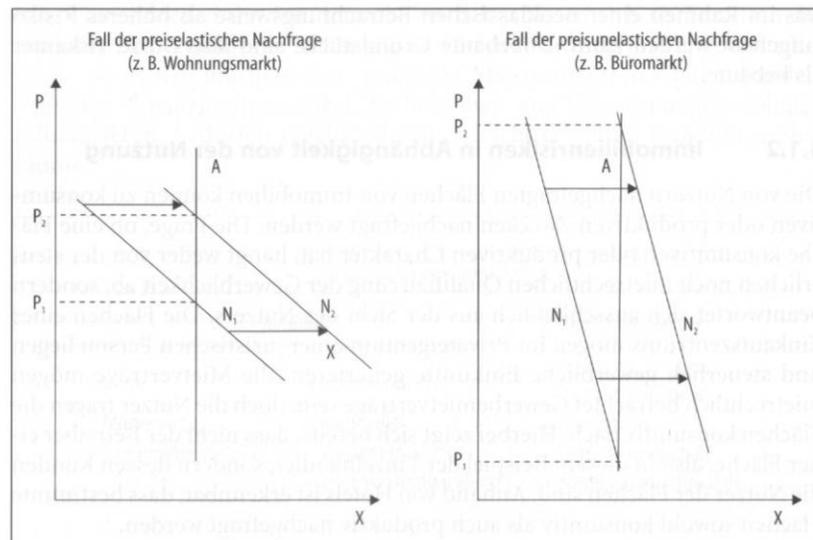


Abb. 5: Risiko in Abhängigkeit von der Preiselastizität der Nachfrage

Leerstand

Abbildung 5 verdeutlicht, dass eine preisunelastische Nachfrage zu hohen Preisschwankungen führen kann. Aus der relativ preisunelastischen Nachfrage nach Büroflächen erklären sich die hohen Preisschwankungen im Büroflä-

chenmarkt 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 Absorption der vorhandenen Flächenbestände. Als Ergebnis kann festgehalten werden, dass Immobilien, deren Nutzung konsumtiv ist, risikoärmer sind als jene, deren Nutzung produktiv ist.

4.1.3 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 wie 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.

Eine Managementimmobilie 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.

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. Gleichermäßen führt der für verwaltungsintensive Immobiliennutzungen notwendige höhere Handlungsspielraum zu vermehrten Risiken der Anleger.

**Definition
Betreiber-
immobilie**

**Definition
Management-
immobilie**

Betreibermärkte

Verhaltensrisiko

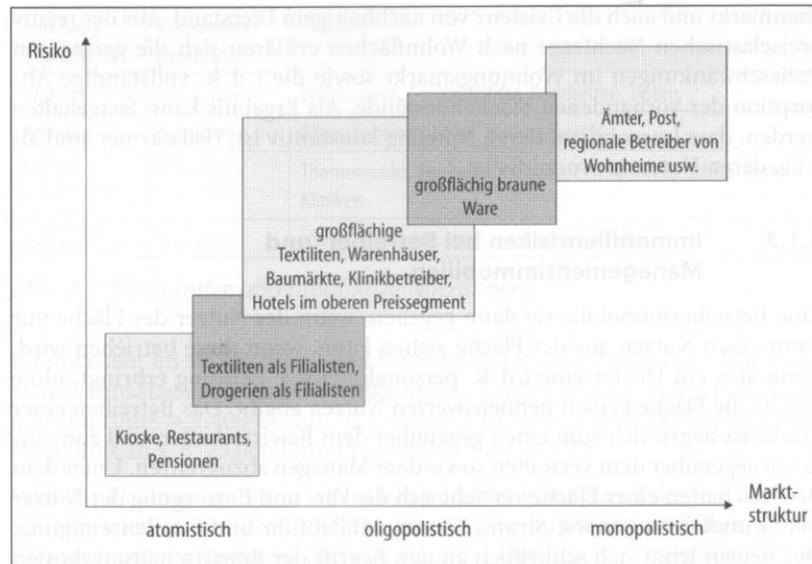


Abb. 6: Immobilienrisiken und Betreiberimmobilien

4.2 Das Wertentwicklungspotenzial von Immobilien

Real/monetär

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.

Inflationsrisiken/Kapitalerhaltung

Beim monetär bedingten Wertsteigerungspotenzial lassen sich zwei Faktoren differenzieren. Unterstellt man eine 100%ige 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. Zum Zweiten kommt es 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. Empirisch zeigt sich, dass hohe langfristige Zinsen als Ausdruck von Inflationsbefürchtungen der Vermögensbesitzer mit niedrigen Liegenschaftszinsen einhergehen.

Nicht duplizierbare Lagen

Zum Verständnis der realen Wertsteigerung von Immobilien gehen wir davon aus, dass bestimmte Flächen nicht bzw. nur bedingt substituierbar sind, eine real (i. d. R. einkommensbedingt) steigende Nachfrage somit zu entsprechenden Mietsteigerungen und damit – konstante Anfangsrenditen unterstellt – folglich zu steigenden Immobilienwerten führt. Angenommen, der Einzelhandel findet in einer Stadt in der Fußgängerzone – z. B. zwischen zwei Warenhäusern als Anker – statt, dann werden Einkommenserhöhungen der auf diese Flächen bezogenen Nachfrager bei konstanter Konsumquote

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 (Ferienhäuser 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 Werten. In der Praxis werden alle Flächen bis zu einem bestimmten Grad von den Nutzern substituierbar sein. So ist eine 100%ige Nichtduplizierbarkeit nie völlig gegeben, doch zeigen die Beispiele, dass die Frage der beschränkten Duplizierbarkeit von Flächen von großer Bedeutung ist. Zusammengefasst: Flächen einer hohen Duplizierbarkeit verfügen über wenig reales Wertentwicklungspotenzial und nicht duplizierbare Flächen weisen ein hohes reales Wertentwicklungspotenzial auf.

5 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 ihrer 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,
- der Möglichkeit, auf eine Sekundärmarktbeurteilung von Anteilen zurückzugreifen, sowie
- der Möglichkeit der Anleger, auf Sekundärmärkten die Anteile zu veräußern oder dem Emittenten die Anteile zurückzugeben.

Anlegerpräferenzen

Anlageform-eigenschaften

Diese unterschiedlichen Ausgestaltungen der Kontroll-, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten für den Anleger sind unabhängig von individuellen Präferenzen. Mit steigender Verwaltungsintensität steigt auch der notwendige Handlungsspielraum des finanzierenden Vehikels, was auch die Risiken für den Anleger erhöht. Es besteht ein Zusammenhang zwischen den Risiken und Wertentwicklungspotenzialen der Immobilieninvestition und der optimalen Anlageform.

Anlagepräferenzen/-formen

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 Abbildung 7 bis Abbildung 11 dargestellt. Abbildung 7 zeigt, inwieweit einzelne Anlageformen für die Erfüllung der verschiedenen Anlegerpräferenzen geeignet sind.

Anlegerpräferenzen	offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	REIT
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. 25.000 €)	sehr gering
Risikostreuung	ja	i. d. R. nein	ja
steuerliche Behandlung	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	Einkünfte aus Kapitalvermögen

Abb. 7: Anlegerpräferenzen und Immobilienanlageformen

Immobilien-Anlageprodukte

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. 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. Abbildung 8 zeigt den Umfang und die Ausgestaltung dieser Rechte und Möglichkeiten bei den einzelnen Anlageformen.

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.

Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte	offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	Deutscher REIT
direkte Einflussmöglichkeit auf die Verwaltung/ Geschäftsbesorgung	keine	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 der Immobilie	sehr hoch über Beobachtung von Rücknahmepreisen	keine direkte, nur indirekt über Abrechnungen	kurz- und mittelfristig keine, langfristig (ca. fünf Jahre) entspricht Marktwert REIT dem NAV der Immobilien
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
Einfluss auf Verwaltung durch Kapitalrücknahme	ja, wegen börsentäglicher Rücknahmeverpflichtung für Kleinanleger	keiner, i. d. R. kann Gesellschaftsvertrag nicht vor Ablauf von 20 Jahren gekündigt werden	gewisser Einfluss bei Kapitalerhöhungsverlangen des REIT

Abb. 8: Kontroll-, Sanktions- und Beobachtungsrechte bei Immobilienanlageformen

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 Wertentwicklungspotenzialen gemacht werden, so sollen diese auch nur als Tendenzaussagen verstanden werden.

Abbildung 9 verbindet unterschiedliche Immobilientypen mit korrespondierenden Eigenschaften. Die Eigenschaften ergeben sich aus den beschriebenen Risiken sowie 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.

Abbildung 9 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 Abbildung 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 lang laufender Mietvertrag (20 bis 30 Jahre) mit einem Mieter hoher Bonität. In einer nicht duplizierbaren Lage mit Wertentwicklungspotenzial wäre solch eine Vermietungssituation eher kontraproduktiv, da das Wertentwicklungspotenzial nicht über die Mieten realisierbar wäre.

Immobilientypen

Immobilientyp	optimale Vermietung	optimal vermietet ja/nein	Eigenschaften	
			Wertentwicklungspotenzial	Risiko
Einkaufen 1a-Lage	mittelfristige Verträge	ja	hoch	gering
		nein, d. h. langfristige Verträge	mittel	gering
Einkaufen 1b-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	hoch
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 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 = nicht duplizierbare Lage dL = duplizierbare Lage

Abb. 9: Eigenschaften von typologisierten Immobilien

Abbildung 10 stellt den Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilien und den notwendigen Kontroll- und Beobachtungsrechten der korrespondierenden Anlageform her.

Immobilientyp/ Anlageform

Abbildung 11 zeigt den Zusammenhang zwischen den jeweiligen Immobilientypen und den relativen Vorteilen der verschiedenen Anlage-/Finanzierungsformen auf. Dabei wird in Abbildung 11 jeweils die in Abbildung 9 aufgezeigte optimale Vermietung angenommen.

Anlagepolitik öffener Immobilienfonds

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

Eigenschaften	offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	Deutsche REITs
Eignung zur Abbildung von Wertentwicklung der Immobilie	ja, aufgrund täglicher Bewertung des Rücknahmepreises beste Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotenzial	nein, aufgrund fehlender Beobachtungsmöglichkeit von Performance keine Eignung zur Finanzierung von Immobilien mit Wertentwicklungspotenzial	bedingt, kurzfristig keine Abbildung von NAV, langfristig wird Performance der Immobilienwerte abgebildet
Eignung zur Übernahme von Risiken	nein, aufgrund Rücknahmeverpflichtung und damit verbundenem Risiko des Bankens-Runs 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, wegen festem Stammkapital Möglichkeit der Risikübernahme, daher speziell auch geeignet, verwaltungsintensive Immobilien zu finanzieren

Abb. 10: Zusammenhang zwischen Immobilieneigenschaften und Anlageform

Immobilientyp	offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	REITs
Einkaufen 1a-Lage	geeignet, da Risiken gering und Wertentwicklung	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung abbildbar	bedingt geeignet, da bedingt verwaltungsintensiv
Einkaufen 1b-Lage	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung	geeignet, da geringe Wertentwicklung und geringe Risiken	bedingt geeignet, da wenig Risiko
EKZ ndL	geeignet, da hohes Wertentwicklungspotenzial	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung abbildbar und verwaltungsintensiv	geeignet, da hohes Wertentwicklungspotenzial und verwaltungsintensiv
EKZ dL	bedingt geeignet, da geringes Wertentwicklungspotenzial und verwaltungsintensiv	bedingt geeignet, da geringes Wertentwicklungspotenzial	geeignet, da verwaltungsintensiv
Büro ndL	geeignet, da hohes Wertentwicklungspotenzial	nicht geeignet, da hohes Wertentwicklungspotenzial und Preisrisiko	bedingt geeignet, da bedingt verwaltungsintensiv
Büro dL	bedingt geeignet, da geringes Wertentwicklungspotenzial	geeignet, da geringe Wertentwicklung und geringe Risiken	bedingt geeignet, da bedingt verwaltungsintensiv
Wohnen dL	nicht geeignet, da geringes Wertentwicklungspotenzial und verwaltungsintensiv	geeignet, insbesondere bei Förderung oder Steuervorteilen, da recht risikoarm	geeignet, da verwaltungsintensiv
Spezial ndL	geeignet, sofern überschaubare Betreiberrisiken wegen Wertentwicklungspotenzial	nicht geeignet, da hohes Wertentwicklungspotenzial und verwaltungsintensiv	geeignet, da Preisrisiken und verwaltungsintensiv
Spezial dL	nicht geeignet, da geringes Wertentwicklungspotenzial, verwaltungsintensiv und Preisrisiken	bedingt geeignet, da mittleres Risiko	geeignet, da Risiken und verwaltungsintensiv

Abb. 11: Immobilientypen und ihre optimale Anlageform

<p>Anlagepolitik geschlossener Immobilienfonds</p>	<p>Anlagegüter für offene Fonds sind Büroimmobilien und Einkaufszentren in sehr guten innerstädtischen Lagen.</p> <p>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 Wertentwicklungspotenzial 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 Immobilieninvestitionen mit hohen steuerlichen Vorteilen versehen werden, so können diese Vorteile teilweise die in Abbildung 11 dargelegten relativen Nachteile der geschlossenen Immobilienfonds kompensieren. Vom Ergebnis investieren geschlossene Immobilienfonds dann gelegentlich in</p>
	<p>Immobilientypen, die strukturell den anderen Anlageformen vorbehalten sein sollten; so finden sich Investitionen in 1a-Lagen ebenso wie solche in riskanten Immobilientypen, wie Einkaufszentren. Subventionen im 2. Förderweg des sozialen Wohnungsbaus stellen sichere Einnahmen dar, die eine Finanzierung über geschlossene Immobilienfonds attraktiv erscheinen lassen. 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.</p>
<p>Anlagepolitik von REITs</p>	<p>Die Entwicklung der REITs in den USA zeigt, dass dieses Vehikel insbesondere geeignet ist, verwaltungsintensive Immobilien wie Einkaufszentren, Hotels und Wohnungen zu refinanzieren. REITs sind darüber hinaus in der Lage, themenorientiert zu investieren, was in den USA ca. 93 % der REITs auch machen. In den USA hat sich mit den Pensionskassen und anderen Kapitalsammelstellen eine Arbeitsteilung herauskristallisiert, nach der die REITs vornehmlich die immobilienbezogenen Dienstleistungen und die Kapitalsammelstellen die portfoliobezogene Dienstleistung erbringen. Wenngleich REITs kurzfristig eine Performance erbringen, die jener von Aktien entspricht, und sich die Kapitalkosten über das Capital Asset Pricing Modell (CAPM) [19] errechnen lassen, bilden REITs langfristig die Performance von Immobilien ab, was Rehkugler [20] gezeigt hat.</p>
<p>Finanzierung ist relevant</p>	<p>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.</p>

6 Literaturverzeichnis

6.1 Zitierte Literatur

- [1] Diederichs, Grundlagen der Projektentwicklung, in: Schulte (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 1. Aufl., Köln 1996, S. 29.
 - [2] Drukarczyk, Finanzierung, 8. Aufl., Stuttgart 1999, S. 1.
 - [3] Drukarczyk, , a. a. O., S. 1 f.
 - [4] Drukarczyk, Unternehmen und Insolvenz, Wiesbaden 1987, S. 23 f.
 - [5] Sotelo, REITs – Immobilienanlageprodukte als Herrschaftsformen, in: Rottke/Rebitzer (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln 2006, S. 543-560.
 - [6] Modigliani/Miller, The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: AER 1958, S. 261–297.
 - [7] Modigliani/Miller, Corporate income tax and the cost of capital, in: AER 1963, S. 433 ff.
 - [8] Stiglitz, On the irrelevance of corporate financial policy, in: AER 1974, S. 851–866.
 - [9] Miller, Debt and taxes, in: Journal of Finance 1977, S. 261–275.
 - [10] Fama, The effects of a firm's investment and financing decisions on the welfare of its security holders, in: AER 1978, S. 272–284.
 - [11] Jensen/Meckling, Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Journal of Financial Economics 1976, S. 305–360.
 - [12] Meyers, Determinants of corporate borrowing, in: Journal of Financial Economics 1977, S. 147–145.
 - [13] Meyers/Majluf, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: Journal of Financial Economics 1984, S. 187–221.
 - [14] Coase, The nature of the firm, in: Economica 1937, S. 388 ff.
 - [15] Williamson, Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990, S. 59 f.
 - [16] Williamson, Corporate finance and corporate governance, in: The Journal of Finance 1988, S. 567–591.
 - [17] Im deutschsprachigen Raum z. B.: Kühne-Büning/Heuer (Hrsg.), Grundlagen der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, vormals Lehrbuch der Wohnungswirtschaft, 3. Aufl., Frankfurt am Main/Hamburg 1994, S. 399; Schulte/Leopoldsberger/Schaubach/Vaaßen/Walker, Immobilienfinanzierung, in: Schulte (Hrsg.), Immobilienökonomie, München/Wien 1998, S. 449 ff.; Köpfler, Die Wohnungsbaufinanzierung, in: Jenkis (Hrsg.), Kompendium der Wohnungswirtschaft, München/Wien 1991, S. 448 ff.; bzw. im englischsprachigen Raum:
-

z. B. Balchin/Isaac/Rhoden, Housing policy and finance, in: Balchin/Rhoden (Hrsg.), Housing – the essential foundations, London/New York 1989, S. 96 ff.; Jaffe/Sirmans, Fundamentals of real estate investments, 3. Aufl., London u. a. 1995, S. 217 ff.

- [18] Zur Frage der Preiselastizität siehe auch Bone-Winkel/Sotelo, Warum werden Büroflächen (nicht) vermietet? Einige grundlegende Anmerkungen über den Immobilienmarkt am Beispiel der Stadt Berlin, in: GuG 1995, S. 201 f.
- [19] Markowitz, Portfolio selection, in: Journal of Finance 1952, S. 77–91.
- [20] Rehkugler/Morawski/Füss, The Nature of Listed Real Estate Companies – Property or Equity Market?, in: Financial Market and Portfolio Management, Vol. 22, No. 2, 2008.

6.2 Weiterführende Literatur

Becker/Bone-Winkel/Meitner/Schäfer/Sotelo/Väth/Westerheide, Real Estate Investment Trusts (REITs) - Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin/Mannheim 2005.

Berry/McGreal/Sieracki/Sotelo, An assessment of property investment vehicles with particular reference to German funds, in: SPIF 1999, S. 430–443.

Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte in Deutschland, in: Die Bank 1, 1996, S. 675–677.

Cadmus, Das REIT-Gesetz in der Praxis, in: Finanzbetrieb, Heft 10, 2007, S. 618–628.

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

Knauthe, Rechtliche Rahmenbedingungen für die Privatisierung von öffentlichen Wohnungsbaugesellschaften in deutsche REITs, Berlin 2007.

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

Schulte/Sotelo, Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), 2/2004, S. 31–48.

Sotelo/Bone-Winkel/Pfeffer/Schlump/Becker, Bedeutung von nicht-börsen-gehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland, Berlin 2006, S. 130.

Sotelo, Regeln schaffen Werte – Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie, in: Bone-Winkel et. al. (Hrsg.), Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie – Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Köln 2006, S. 41–54.