Karl-Werner Schulte

Immobilien-ökonomie

Band IV

Volkswirtschaftliche Grundlagen

Oldenbourg

2.3 Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen

Ramon Sotelo

2.3.1 Der Markt für Immobilienanlageprodukte im Überblick 68
2.3.1.1 Offene Immobilienfonds 70
2.3.1.2 Geschlossene Immobilienfonds 71
2.3.1.3 Immobilienaktiengesellschaften 71
2.3.1.4 REITs 72
2.3.2 Immobilienanlageprodukte als Finanzierungsformen 73
2.3.2.1 Notwendige Finanzierungstheorie: Williamson und seine Weiterentwicklung 73
2.3.2.2 Weiterentwicklung Williamsonscher Finanzierungstheorie 74
2.3.3 Zusammenhänge von Nutzung und Finanzierung 76
2.3.3.1 Immobilienrisiken 76
2.3.3.2 Wertentwicklungspotential von Immobilien 78
2.3.3.3 Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und der Finanzierung 79
2.3.4 Zusammenfassung 86
Literaturverzeichnis zu Kapitel 2.3 88

2.3 Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen

Ramon Sotelo

2.3.1 Der Markt für Immobilienanlageprodukte im Überblick

Bei der Kapitalallokation können Vermögensbesitzer Investitionen in Aktien, Renten und Immobilien vornehmen. Die Kombination eines Portfolios aus diesen drei Gattungen wird einerseits zur Bildung eines optimalen Portfolios zur Vernichtung unsystematischer Risiken (Ansatz nach Markowitz) abgeleitet, ergibt sich jedoch auch aufgrund jener originären Eigenschaften von Immobilien wie der Fähigkeit, Inflationsänderungsrisiken zu vernichten, Wachstumsprozesse abbilden zu können sowie ihrer fiskalischen Behandlung. Immobilienanlageprodukte lassen sich als Vehikel definieren, bei deren Verwendung Anleger eine immobilientypische Performance bezüglich Risiko und Ertrag, gegebenenfalls Wertentwicklung, steuerliche Behandlung und die Eigenschaft, Inflationsänderungsrisiken zu vernichten, erhalten. International lässt sich beobachten, dass der Markt für Immobilienanlagen überproportional zum Immobilienmarkt wächst und sich zugleich eine Standardisierung aber auch eine Ausdifferenzierung von Anlageprodukten ergibt (vgl. Abbildung 16).

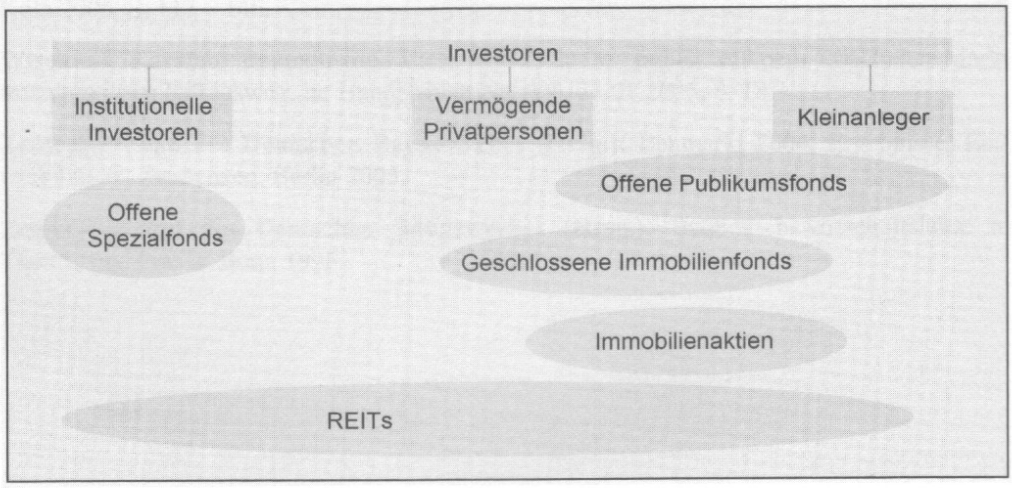


Abbildung 16: Systematik der Immobilienanlageprodukte

Der Trend zu indirekten Immobilienanlagevehikeln zeigt sich in Deutschland an den Zahlen von Tabelle 9, doch ist dieser, wie Tabelle 10 zeigt auch international sichtbar.

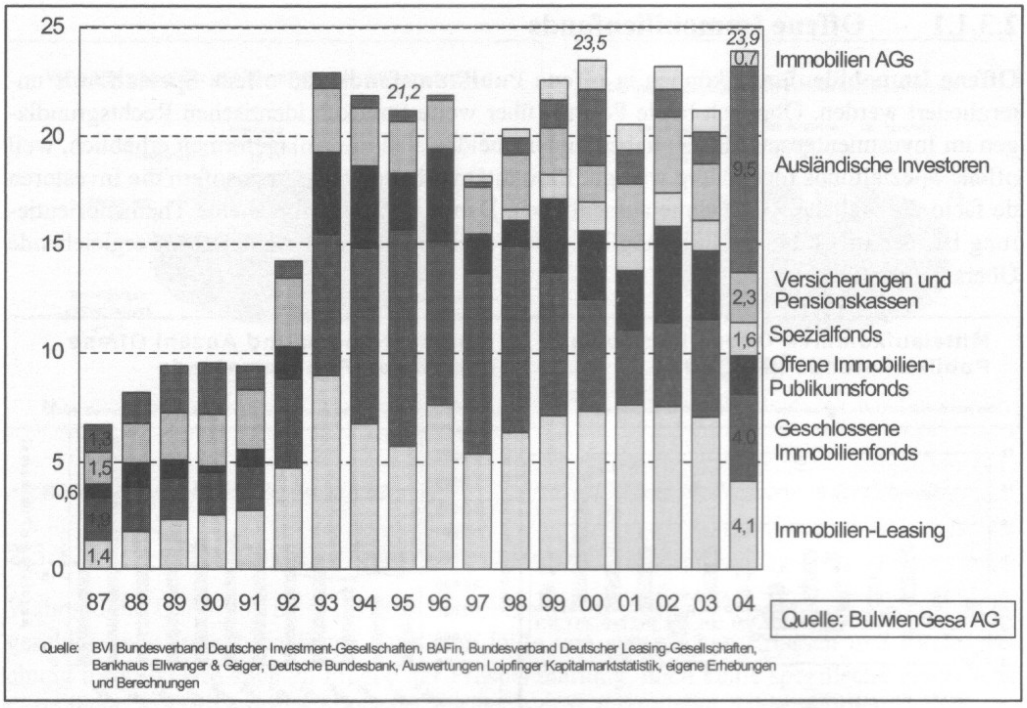


Tabelle 9: Immobilien-Neuanlagen institutioneller Investoren 1987 bis 2004 in Mrd. Euro in Deutschland

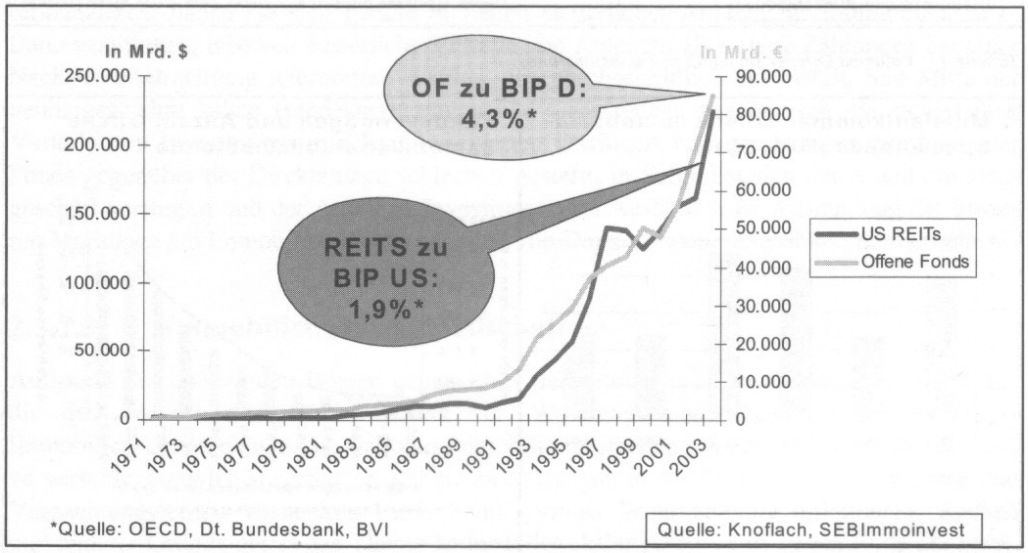


Tabelle 10: Vergleich der historischen Volumina deutscher Fonds und US REITs

2.3.1.1 Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds können in **offene Publikumsfonds** und offene **Spezialfonds** untergliedert werden. Obgleich beide Formen über weite Strecken identischen Rechtsgrundlagen im Investmentgesetz (InvG) haben, unterscheiden sich die Anlageformen erheblich, weil offene Spezialfonds regelmäßig weniger Liquidität vorhalten müssen, insofern die Investoren de facto die tägliche Rücknahme ausschließen. Damit ist Spezialfonds eine Themenorientierung bei der Investitionspolitik möglich. Die Tabellen 11 bis 14 stellen eine vergleichende Übersicht dar.

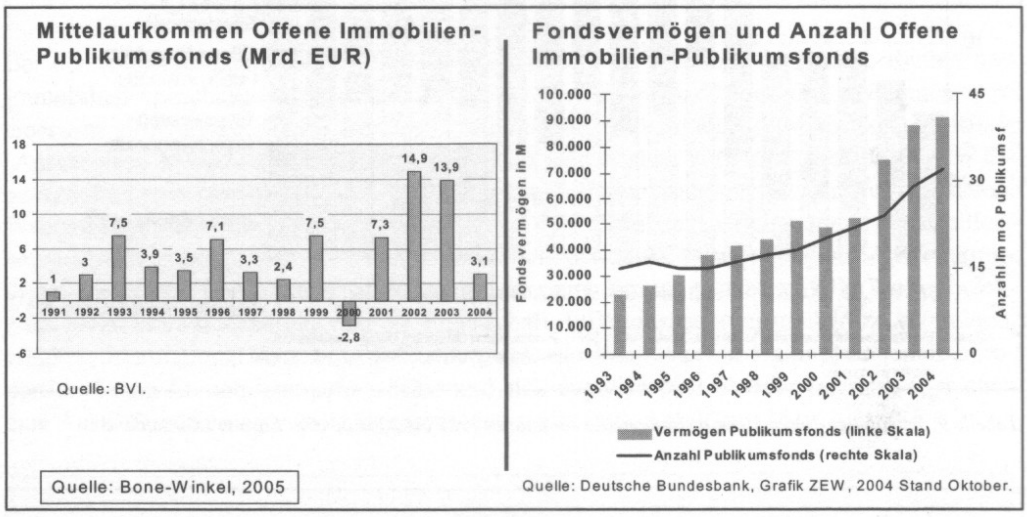


Tabelle 11: Volumen Offener Immobilien-Publikumsfonds

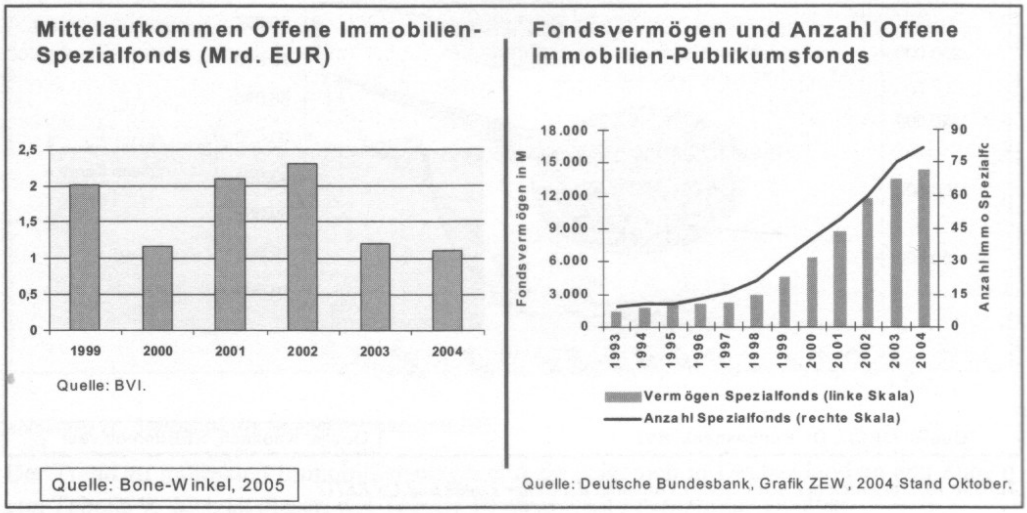


Tabelle 12: Volumen Offener Immobilien-Spezialfonds

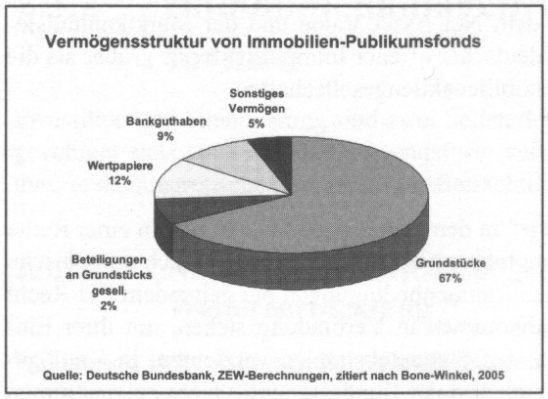


Abbildung 17: Portfolio von Publikumsfonds

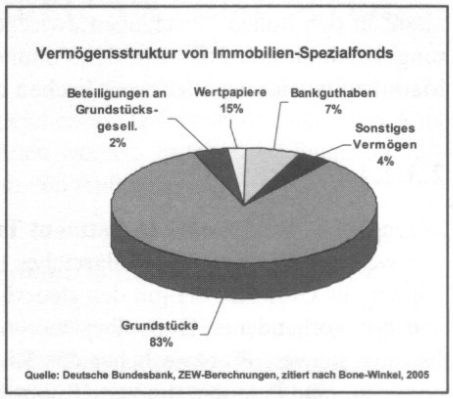


Abbildung 18: Portfolio von Spezialfonds

2.3.1.2 Geschlossene Immobilienfonds

Während die Definition eines offenen Immobilienfonds legalistisch erfolgen kann, gibt es zu geschlossenen Immobilienfonds zwar eine Fülle von steuerlichen Erlassen und Rechtsprechung insbesondere auch zu Fragen der Prospekthaftung, doch keine spezifische gesetzliche Grundlage. Statistiken zum Volumen geschlossener Fonds sind daher deutlich ungenauer. Das insgesamt immense Volumen geschlossener Immobilienfonds ist hingegen unstrittig. Weil geschlossene Immobilienfonds besonders gut geeignet sind, sichere Zahlungsströme zu refinanzieren, haben sie sich gerade in Zeiten steuerlicher Anreize für Immobilien- bzw. Bauinvestitionen, insoweit steuerliche Vorteile von Anlegern als sichere Zahlungen bei einer Nachsteuerbetrachtung interpretiert werden, überdurchschnittlich entwickelt. Seit Mitte der neunziger Jahre haben Bundesregierungen und Gesetzgeber systematisch die steuerlichen Vorteile von Immobilien- und Bauinvestitionen verringert und das Vehikel geschlossener Fonds gegenüber der Direktanlage schlechter gestellt. In Folge hat sich der Anteil am Neugeschäft verringert und der Anteil an Investitionen im Ausland unter Ausnutzung der besseren Marktlage am Immobilienmarkt aber auch von Doppelbesteuerungsabkommen erhöht.

2.3.1.3 Immobilienaktiengesellschaften

Aufgrund der boomenden Börsen gegen Ende der neunziger Jahre, öffentlicher Haushalte, die den Wunsch nach Privatisierung von Wohnungsbaugesellschaften hatten, Nicht-Immobilien-Unternehmen, die sich von Immobilienbeständen trennen wollten, sich sukzessive verschlechternden steuerlichen Rahmenbedingungen in der Einkunftsart Vermietung und Verpachtung, einem monetären Umfeld mit geringer Wahrnehmung inflationärer Risiken und anderer Gründe geriet das Thema **Immobilienaktiengesellschaft** gegen Ende der neunziger Jahr in Deutschland in Mode. Dieser Erscheinung folgte hingegen kein Markterfolg. Der zwischenzeitliche Niedergang der deutschen Immobilienaktiengesellschaft kann auch als Folge der Körperschaftssteuerreform von 1999 und der damit verbundenen Einführung des Halbeinkünfteverfahrens (mit dem Anrechnungsverfahren waren alle deutschen Körperschaften bezogen auf die Körperschaftsteuer „transparent") mit der Absage des IPO der Bayeri-

schen Immobilien AG im November 2001 datiert werden. Ökonomisch bestand eine Problematik in den hohen Abschlägen zwischen dem Net Asset Value und der Marktkapitalisierung. Noch im Jahr 2004 war das Volumen deutscher offener Immobilienfonds größer als die Marktkapitalisierung aller europäischen Immobilienaktiengesellschaften.

2.3.1.4 REITs

Wenngleich „**Real Estate Investment Trusts**" in den Vereinigten Staaten und in einer Reihe von weiteren Ländern ein erfolgreiches Immobilienanlageprodukt sind, tun sich europäische Länder aus Gründen, die mit den steuerlichen Rahmenbedingungen bei geltendem EU-Recht und den vorhandenen Doppelbesteuerungsabkommen in Verbindung stehen, mit ihrer Einführung schwer. Frankreich hat das Risiko, auf Steuersubstrat zu verzichten, in Kauf genommen, eine Position, die von Großbritannien und der Bundesrepublik nicht eingenommen wird. Da REITs erstens in der Lage sind, die Liquidität von institutionellen Anlegern und Kleinanlegern zu bündeln, es zweitens bei Portfolioumschichtungen durch die Anleger nicht zu einer Änderung der Liquidität der REITs selbst kommt, somit REITs drittens auch in der Lage sind, themenorientiert Investitionen vorzunehmen und viertens auch eine Trennung von portfolio- und immobilienbezogenen Dienstleistungen gegeben ist, kann davon ausgegangen werden, dass REITs auch in Zukunft weltweit weiter erfolgreich sein werden; ob auch in Deutschland, dies bleibt abzuwarten.

Die Abbildung 19 zeigt die Immobilienanlageprodukte im internationalen Vergleich.

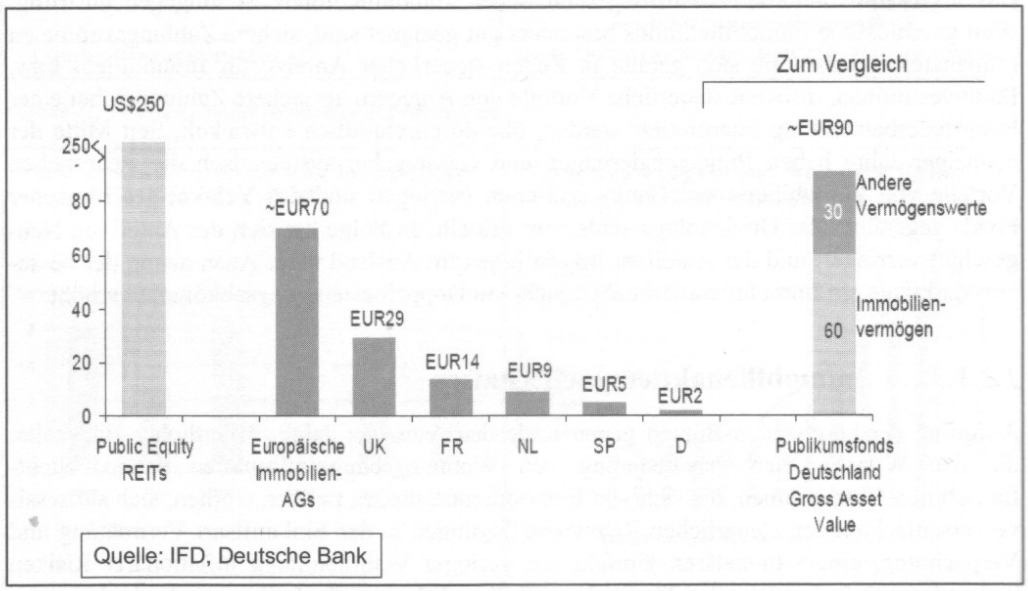


Abbildung 19: Internationaler Vergleich von Immobilienanlageprodukten

2.3.2 Immobilienanlageprodukte als Finanzierungsformen

Investition und Finanzierung sind zwei Seiten der gleichen Medaille und so kann jedes Anlagevehikel stets auch als Finanzierungsform verstanden werden. Folglich ist Finanzierungstheorie die theoretische Grundlage zur Betrachtungen von Anlagevehikeln.

2.3.2.1 Notwendige Finanzierungstheorie: Williamson und seine Weiterentwicklung

Williamson sieht als wesentliche Determinanten für die Transaktion die Faktorspezifität, die Unsicherheit und die Häufigkeit der Transaktion (vgl. Williamson, 1990, S. 59 ff.). Der Begriff der Spezifität eines Faktors wird mit dem der Drittverwendungsfähigkeit erklärt. Drittverwendungsfähige Aktiva sind unspezifisch, nicht-drittverwendungsfähige Aktiva spezifisch. Im Aufsatz "Corporate Finance and **Corporate Governance**" (vgl. Williamson, 1988) überträgt Williamson transaktionskostenökonomische Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur. Dabei werden unterschiedliche Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Fremdkapital und Nicht-Fremdkapital als Transaktionsform bzw. als Herrschaftsform identifiziert. Weil ein Finanzier bei der Beleihung eines spezifischen Aktivas im Falle einer Leistungsstörung das beliehene Aktivum nicht sinnvoll verwerten kann (es ist ja nicht drittverwendungsfähig), sind spezifische Aktiva grundsätzlich nicht mit Fremd-, sondern mit Eigenkapital zu finanzieren.

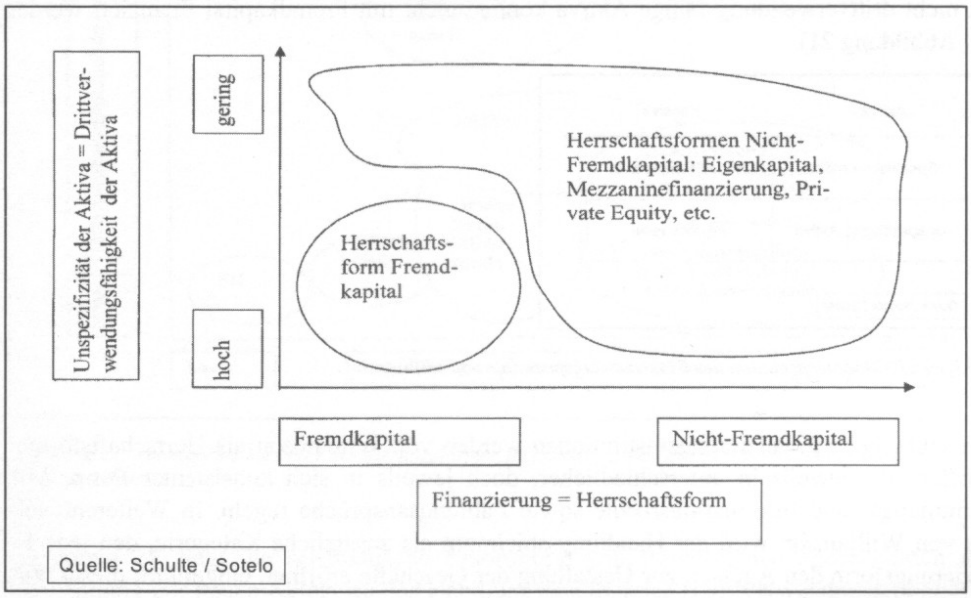


Abbildung 20: Finanzierung nach Williamson

Der Vergleich der Kapitalstruktur in der Bau- und Pharmaindustrie ist einschlägig: Es gibt – wenn überhaupt – nur wenige Branchen, die derartig stark ausgeprägte Zyklen und damit

auch Risiken in Form von Streuung der Erträge aufweisen wie die **Bauwirtschaft** und trotzdem kann sie aufgrund der hohen Drittverwendungsfähigkeit ihrer 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.

Überträgt man das Williamsonsche Finanzierungspostulat auf Immobilienanlageprodukte – was in Abbildung 20 erfolgt – so zeigt, sich, dass die Aufteilung in Eigen- und Fremdkapital zur Unterscheidung von einzelnen Anlageprodukten noch zu undifferenziert ist, als Anlageprodukte zwar nicht dem Fremdkapital zugeordnet werden können, somit zwar eher Eigenkapitalcharakter aufweisen, im Ergebnis aber als Mezzaninefinanzierungen begriffen werden können.

Die Zuordnung von Finanzierungen erfolgt hier ausschließlich nach dem Kriterium der Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva.

2.3.2.2 Weiterentwicklung Williamsonscher Finanzierungstheorie

Williamson postuliert den Zusammenhang zwischen der **Drittverwendungsfähigkeit** der zu finanzierenden Aktiva und der Frage, ob diese mit Fremdkapital finanziert werden können. Es kann ergänzt werden, dass Eigenkapital weiter differenzierbar ist und somit alle Arten von Mezzaninefinanzierungen aber auch die hier zu behandelnden Immobilienanlagevehikel eine Alternative zum Fremdkapital sind. Das Finanzierungspostulat von Williamson lautet präzise: Drittverwendungsfähige Aktiva können und sollen mit Fremdkapital finanziert werden, nicht drittverwendungsfähige Aktiva können nicht mit Fremdkapital finanziert werden (vgl. Abbildung 21).

Aktiva	Passiva
Spezifische Aktiva	Nicht-Fremdkapital
Unspezifische Aktiva	Fremdkapital

Quelle: Schulte / Sotelo

Abbildung 21: Neuinterpretation des Finanzierungspostulats von Williamson

Unterschiedliche Finanzierungsinstitutionen werden von Williamson als Herrschaftsformen begriffen, die jeweils in unterschiedlicher, doch jeweils in sich konsistenter Form, Mitbestimmungs- und Informationsrechte sowie Zahlungsansprüche regeln. In Weiterentwicklung von Williamson wird der Handlungsspielraum als zusätzliche Kategorie, den jede Finanzierungsform den Agenten zur Gestaltung der Geschäfte eröffnet, eingeführt; dieser wird als Drittverwendungsmöglichkeit der Passiva bezeichnet.

Die Kategorie der Drittverwendungsmöglichkeit von Passiva beschreibt den Spielraum, den die jeweiligen Agenten (Vertreter des Anlagevehikels) gegenüber dem Prinzipalen (Anleger)

bei der Geschäftsbesorgung haben. Eine hohe Drittverwendungsmöglichkeit der Passiva führt unter den Annahmen der beschränkten Rationalität (bounded rationali-ty) und des opportunistischen Verhaltens (moral hazard), welche die Neue Institutionenökonomik voraussetzt, zu erhöhten **Transaktionskosten**. Zugleich verlangt die mit bestimmten Aktiva verbundene Geschäftsbesorgung nach unter-schiedlichen Spielräumen. So wird die Geschäftsbesorgung eines Projektentwicklers einen wesentlich höheren Handlungsspielraum als die eines Bestandsverwalters benötigen.

Das neue Finanzierungspostulat als Weiterentwicklung des Williamsonschen Ansatzes lautet daher wie folgt:

1. Eine Finanzierungsinstitution ist optimal gestaltet, wenn der Handlungsspielraum der Agenten möglichst genau den geschäftlichen Erfordernissen entspricht. Ist der Handlungsspielraum höher als nötig, steigen die Finanzierungskosten unnötig, ist der Handlungsspielraum geringer als nötig, kann der Geschäftsbesorger nicht optimal agieren.

2. Werden verschiedene Geschäfte getätigt, die jeweils eines unterschiedlichen Gestaltungsspielraumes bedürfen, dann sind die unterschiedlichen Aktivitäten getrennt zu finanzieren, weil nicht genutzte aber vorhandene Gestaltungsspielräume zu höheren Verzinsungsforderungen der Anleger führen.

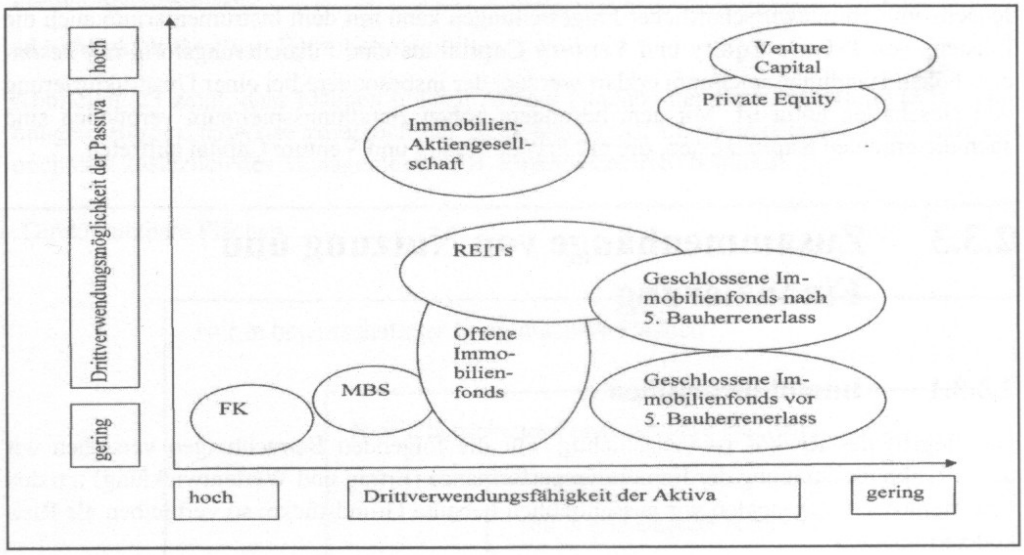


Abbildung 22: Anlageprodukte und Finanzierungsformen im Spannungsfeld der Drittverwendungsfähigkeit von Aktiva und Passiva

Abbildung 22 zeigt die schematische Einordnung von Immobilienanlageprodukten unter Verwendung der neuen Kategorie des Handlungsspielraumes (Drittverwendungsmöglichkeit der Passiva).

Mit diesem Analyseinstrumentarium liegt auch ein Erklärungsmuster für die Probleme der Immobilienaktiengesellschaften in Form nachhaltiger Discounts der Marktkapitalisierung

vom **Net-Asset-Value** vor: Das Investitionsvehikel Aktiengesellschaft bietet bezogen auf die notwendigen Spielräume für das Halten von Immobilienbeständen einen deutlich zu hohen Mittelverwendungsspielraum für die Anleger, die diesen – aufgrund der damit verbundenen Risiken – mit erhöhten Renditeanforderungen beantworten, welche wiederum nicht mit Immobilienbeständen erwirtschaftet werden können.

Ähnlich kann ein Teil des Erfolges der offenen Immobilienfonds erklärt werden: Weil das InvG eine Fülle von risikovermeidenden, -vernichtenden und -verlagernden Regelungen enthält, ist die Drittverwendungsmöglichkeit der Passiva bei offenen Immobilienfonds sehr gering. Damit sind die Anleger – auch in Verbindung mit der täglichen Rückgabemöglichkeit – bereit, eine vergleichsweise geringe Rendite zu akzeptieren. Zugleich ergibt sich aus dem Ansatz eine Richtschnur für Fragen der Gestaltung eines möglichen Deutschen REITs: Geschäftliche Aktivitäten, wie vermehrte Projektentwicklung, etc. sollten nicht nur aus ordnungspolitisch-fiskalischen, sondern auch aus finanzierungstechnischen Gründen deutlich, glaubhaft und nach-vollziehbar beschränkt werden.

Der 5. Bauherrenerlass, geschlossene Fonds betreffend, ist nunmehr auch als Maßnahme interpretierbar, die den vom einzelnen Anleger delegierten Handlungsspielraum und so auch die Finanzierungskosten erhöht, was volkswirtschaftlich eine Vermögensvernichtung darstellt.

Jenseits immobilienwirtschaftlicher Fragestellungen kann mit dem Instrumentarium auch die Existenz von **Private Equity** und **Venture Capital** als eine Finanzierungsform mit besonders hohen Handlungsspielraum erklärt werden, der insbesondere bei einer Umstrukturierung von Geschäften nötig ist. Mit dem besonders hohen Handlungsspielraum verbunden sind auch die erhöhten Kapitalkosten, die mit Private Equity und Venture Capital auftreten.

2.3.3 Zusammenhänge von Nutzung und Finanzierung

2.3.3.1 Immobilienrisiken

Der Begriff des Risikos ist vielschichtig. Für die folgenden Betrachtungen verstehen wir unter Risiko die Streuung der Immobilienperformance (Ertrag und Wertentwicklung) um den Erwartungswert. Betrachten wir ausschließlich bebaute Grundstücke, so verbleiben als Risikodeterminanten

a) die Art der Nutzung (konsumtiv versus produktionsorientiert)

b) bei Betreiberimmobilien die Marktstruktur der notwendigen Betreibermärkte

c) die Kategorie Managementimmobilie

ad a) Konsumtive versus produktionsorientierte Nutzung

Die Frage, ob die Nutzung einer Fläche konsumtiven oder produktiven Charakter hat, hängt weder von der steuerlichen noch mietrechtlichen Qualifizierung der Gewerblichkeit ab, son-

ı beantwortet sich ausschließlich aus der Sicht des Nutzers. Die von Nutzern nachgefrag- Flächen von Immobilien können zu konsumtiven oder produktiven Zwecken nachgefragt den (vgl. Tabelle 13)

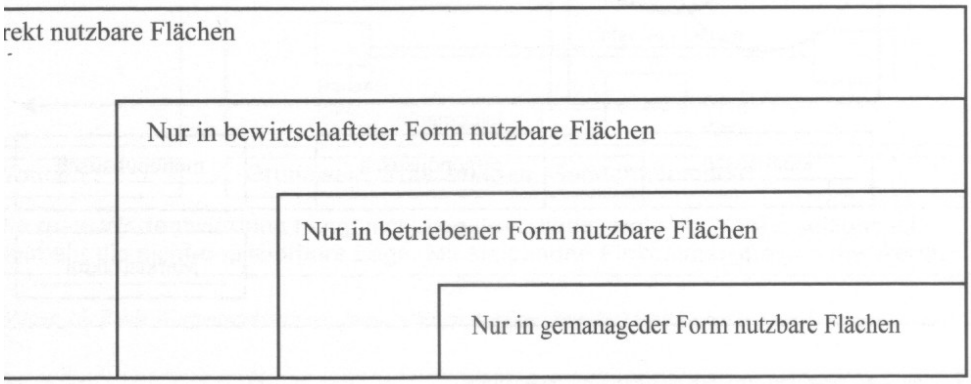
tzung tigkeit)	konsumtiv / produktiv	Flächen
hnen	konsumtiv	Wohnungen, Seniorenstifte, Residenzen, Hotels
beiten	produktiv	Büro, Fabriken, Lager, Business-Hotel
izeit	konsumtiv	Themenpark, Ferienwohnung, Ferienhotel, Sportanlagen, Kliniken
kaufen	konsumtiv	Läden, Einkaufszentren, Fachmärkte, etc.

elle 13: Konsumtive und produktive Nutzungen

ıand von Hotels ist erkennbar, dass bestimmte Flächen sowohl konsumtiv als auch pro- tiv nachgefragt werden. Weil die Konsumnachfrage regelmäßig preiselastischer als die hfrage nach Vorleistungen ist, reagieren die Preise konsumtiver Flächen weniger stark Nachfrageänderungen. Somit sind konsumtive Immobilien entsprechend risikoärmer als duktionsorientierte.

) Marktstruktur von Betreiberimmobilien

ildung 23 zeigt, dass Flächen je nach Art der Nutzung der Bewirtschaftung (z.B. Wohgen, Büros), teilweise zusätzlich der Betreibung (z.B. Läden und Hotels) und teilweise hmals zusätzlich des Managements (z.B. Einkaufszentren) bedürfen.



ldung 23: Nutzung von Flächen

besondere beim Markt für Betreiberleistungen sind häufig oligopolistische Marktstruktu- zu beobachten, die im Ergebnis ein Risiko für den Grundstückseigentümer darstellen. Risiko resultiert aus höheren Preisschwankungen bei oligopolistischen Märkten und den iken opportunistischen Verhaltens bei monopolartigen Situationen, bzw. den erhöhten isen, die mit Monopolen verbunden sind (vgl. Abbildung 24)

) Besondere Risiken von Managementimmobilien

Schließlich weisen Managementimmobilien Risiken auf, da bei der Delegation von Aufgaben von einem Grundstückseigentümer an ein Management die in der Literatur als Prinzipal-Agent-Problematik bezeichnete Situation auftritt, wonach der Prinzipal (hier der Grundstückseigentümer) nicht den Einsatz des Agenten (hier das Management), sondern nur Ergebnisse beobachten kann. Managementimmobilien sind folglich stets riskanter als solche, die ohne ein Management auskommen.

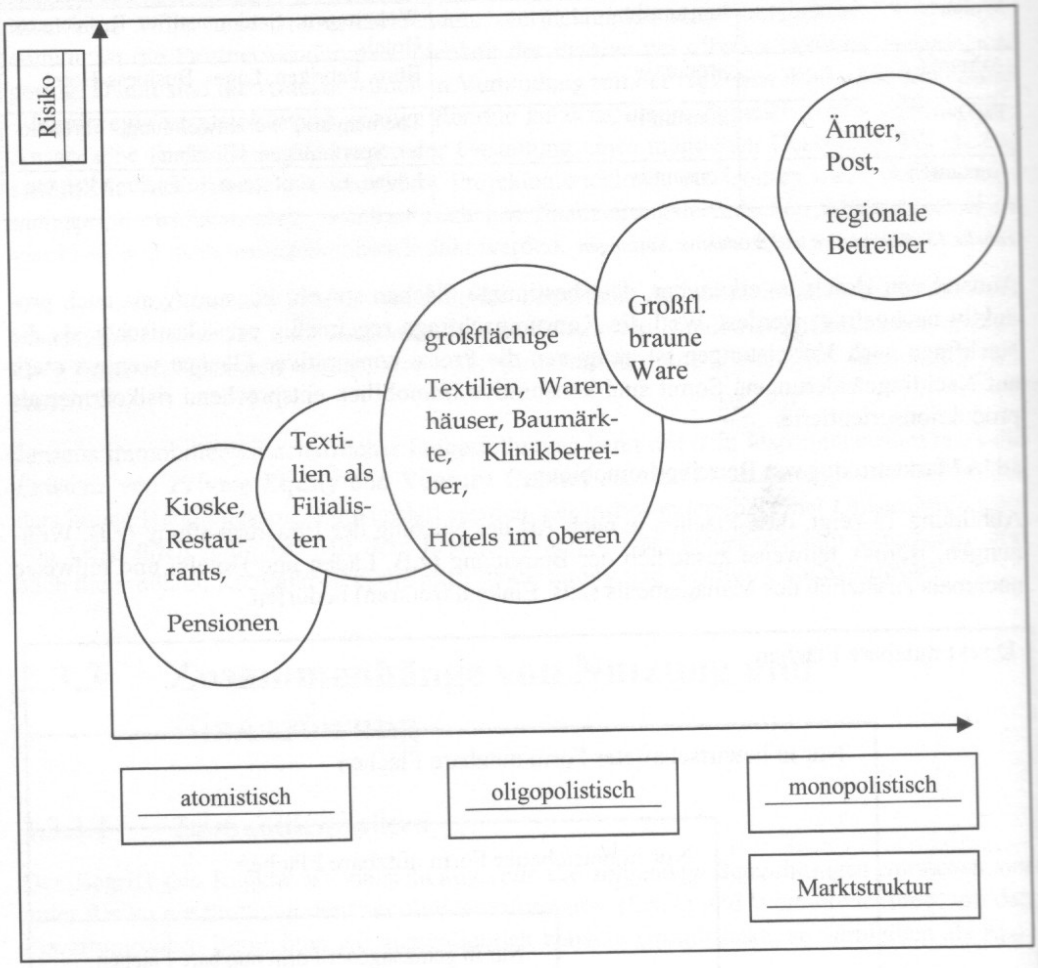


Abbildung 24: Immobilienrisiken und Betreiberimmobilien

2.3.3.2 Wertentwicklungspotential von Immobilien

Immobilienwerte können sich aufgrund monetärer Ereignisse und bei bestimmten räumlichen Strukturen in Abhängigkeit von der wirtschaftlichen Entwicklung verändern. Ersteres nennen wir die monetär, letzteres die real bedingte Wertsteigerung.

Das monetär bedingte Wertsteigerungspotential führt im Ergebnis zur Fähigkeit von Immobilien, Inflationsänderungsrisiken zu eliminieren.

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 – auch 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 (vgl. Abbildung 25).

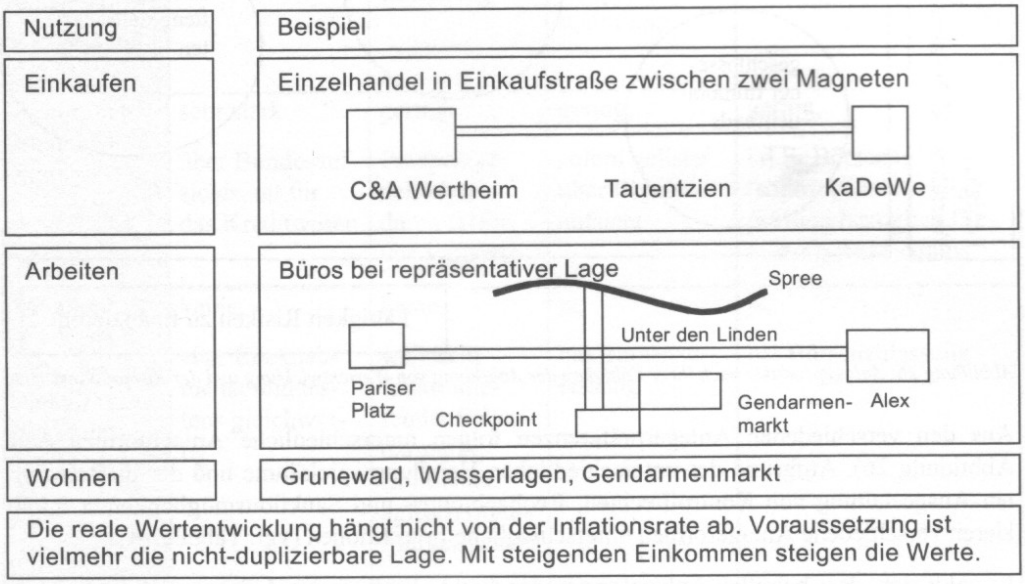


Abbildung 25: Reale Wertentwicklung von Immobilien in Abhängigkeit der Duplizierbarkeit der Lage am Beispiel Berlins

Flächen mit einer hohen Duplizierbarkeit verfügen also über kein reales Wertentwicklungspotential und nicht duplizierbare Flächen weisen ein hohes reales Wertentwicklungspotential auf.

2.3.3.3 Zusammenhänge zwischen der Immobiliennutzung und der Finanzierung

Unterschiedliche Anlagevehikel wie geschlossene und offene Immobilienfonds, unregulierte Immobilienaktien und regulierte, d.h. auf passive Bestandshaltung ausgerichtete REITs, weisen jeweils einen unterschiedlich hohen Handlungsspielraum für das Management auf und haben jeweils unterschiedliche relative Vorteile bei der Abbildung von Wertentwicklung und Risiken.

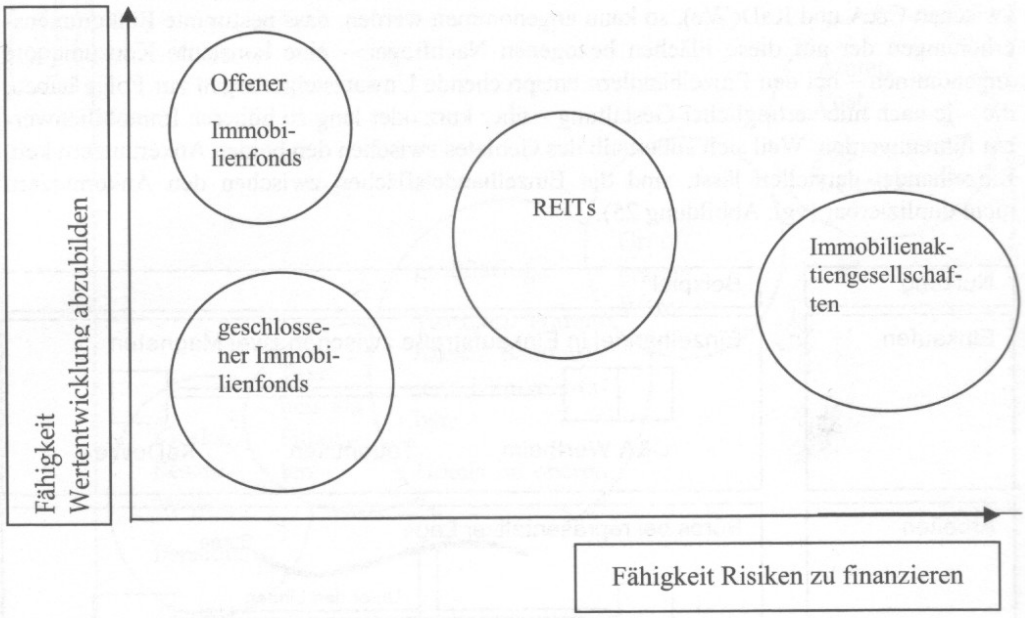


Abbildung 26: Anlageprodukte nach ihrer Fähigkeit der Abbildung von Wertentwicklung und der Risikofinanzierung

Aus den verschiedenen Anlegerpräferenzen folgen unterschiedliche Anlageformen (vgl. Abbildung 26). Aufgrund der unterschiedlichen Handlungsspielräume und der differenzierten Ausgestaltung von Kontrollrechten, Beobachtungs- und Sanktionsmöglichkeiten implizieren verschiedene Anlageformen unterschiedliche Investitionen (vgl. Tabelle 14).

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	Immobilienaktien	REIT (USA)
Handlungsspielraum der Agenten	recht gering, reguliert über InvG, geringe Projektentwicklungsrisiken	üblicherweise sehr gering,	hoch, Alle Möglichkeiten nach AktG	mittel, Beschränkt durch nationale REIT-Regulierung bzw. steuerliche Regulierungen
direkte Einflussmöglichkeit auf die Verwaltung/Geschäftsbesorgung	keiner	sehr gering über Gesellschafterversammlung	gering, für Kleinanleger über Hauptversammlung	gering, für Kleinanleger über Hauptversammlung,
Behördliche Beaufsichtigung	sehr stark über Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	gering, Prospektgenehmigung durch BaFin vor Vertrieb	gering, sofern gelistet über Börsenaufsicht	gering, i.d.R. Börsenaufsicht (sofern gelistet), Überprüfung bezüglich Einhaltung REIT-Status
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	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	gering, Einfluss nur bei Kapitalerhöhungsverlangen der AG

Tabelle 14: 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 Wertentwicklungspotentialen gemacht werden, so sollen diese auch nur als Tendenzaussagen verstanden werden.

Tabelle 15 verbindet unterschiedliche Immobilieninvestitionstypen 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. in Form des selbstgenutzten Eigentums stattfindet. Tabelle 15 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 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 Wertentwicklungspotential wäre solch eine Vermietungssituation eher kontraproduktiv, da das Wertentwicklungspotential nicht über die Mieten realisierbar wäre.

			Eigenschaften	
Immobilientyp	optimale Vermietung	optimal vermietet ja/nein	Wertentwicklungspotential	Risiko
Einkaufen 1a-Lage	mittelfristige Verträge	ja	hoch	gering
		nein d. h. langfristige Verträge	mittel	gering
Einkaufen B-Lage	langfristige Verträge	ja	gering	gering
		nein d. h. keine langfristigen Verträge	gering	hoch
EKZ ndL	kurz- bis mittelfristige Verträge	ja	hoch	mittel
		nein d. h. zu langfristige Verträge	mittel	mittel
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 = non-duplizierbare Lage, dL = duplizierbare Lage

Tabelle 15: Eigenschaften von typologisierten Immobilieninvestitionen

Tabelle 16 stellt den Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilien und den notwendigen Kontroll- und Beobachtungsrechten der korrespondierenden Anlageform her.

Umgang mit Wertentwicklung	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien	REIT (USA)
Beobachtungsmöglichkeit der Wertentwicklung	sehr hoch über Beobachtung von Rücknahmepreisen	keine direkte, nur indirekt über Abrechnungen	keine direkte, da Bewertung der Aktien aufgrund riskanter Tätigkeit (z.B. Projektentwicklung) auf Sekundärmärkten nach CAPM unabhängig vom NAV der Immobilienbestände	keine direkte, Börsenkurs sollte NAV eher widerspiegeln als bei Immobilienaktie, da Bestand und nicht Tätigkeit im Vordergrund steht.

Tabelle 16: Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilie und den notwendigen Kontroll- und Beobachtungsrechten

Tabelle 17 zeigt den Zusammenhang zwischen den jeweiligen Immobilientypen und den relativen Vorteilen der verschiedenen Anlage-/Finanzierungsformen auf. Dabei wird in Tabelle 18 jeweils die in Tabelle 15 aufgezeigte optimale Vermietung angenommen.

Umgang mit Risiken	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilien-aktien	REIT (USA)
Risiken aus Projektentwicklung	nach § 67 InvG beschränkt.	unüblich, da sonst vom Markt als „blind pool" identifiziert und nicht marktfähig.	möglich und üblich.	Quantitativ und qualitativ beschränkt.
Risiken aus preisunelastischer Nachfrage	ja, Risiken können im Portfolio vernichtet werden.	ja, sofern Risiko über Mieter hoher Bonität über längeren Zeitraum vermieden ist.	ja, Risikovermeidung und Risikovermeidung wie zuvor, Risikoübernahme auch möglich.	ja, aber unüblich, REITs sind in USA nicht übermäßig in Büros investiert. Bei lokaler Fokussierung ist Diversifikation nur bedingt möglich.
Risiken aus Betreibermärkten	ungern, Betreiberrisiken werden nur übernommen, wenn bonitätsstarker Betreiber Risiken mit übernimmt.	regelmäßig bei langfristigen Bindungen von Betreibern	ja, Risiken können eingeschätzt und übernommen werden	ja, Risiken können eingeschätzt und übernommen werden. In weiten Bereichen, z.B. Hotels, Kliniken und betreutem Wohnen (einschl. Gefängnissen) eigenes Know How in Tochtergesellschaften
Risiken aus Managementimmobilien	ungern, nur, sofern bonitätsstarke Managementgesellschaft mit ins Risiko genommen wird.	untypisch	ja, Spezialisierung möglich.	ja, Risiken können eingeschätzt und übernommen werden. In weiten Bereichen, z.B. EKZs, eigenes Know How in Tochtergesellschaften

Tabelle 17: Zusammenhang zwischen den Eigenschaften der Immobilie und dem Umgang mit Risiken

Immobilientyp	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien	REIT (USA)
Einkaufen 1a-Lage	geeignet, da Risiken gering und Wertentwicklung	nicht geeignet, da keine Wertentwicklung	nicht geeignet, da Risiken zu gering	geeignet, sofern Kerngeschäft
Einkaufen B-Lage	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung	geeignet, da keine Wertentwicklung und geringe Risiken	nur bedingt geeignet, da zu geringe Risiken	geeignet, sofern Kerngeschäft
EKZ ndL	geeignet, da hohes Wertentwicklungspotential	nicht geeignet, da Wertentwicklung und mittlere Risiken	nicht geeignet, da Wertentwicklung und nur mittlere Risiken	geeignet, da managementintensiv
EKZ dL	nur bedingt geeignet, da keine Wertentwicklung, und hohe Risiken	nur bedingt geeignet, da geringe Wertentwicklung und hohe Risiken	bedingt geeignet, wenn sehr hohe Risiken	Geeignet, da managementintensiv
Büro ndL	geeignet, da geringe Risiken, und Wertentwicklung	nicht geeignet, da Wertentwicklung	nicht geeignet, da unzureichende Risiken	bedingt geeignet, da viel Wertentwicklung und wenig Managementaufwand
Büro dL	nur bedingt geeignet, da keine Wertentwicklung	geeignet, da geringe Risiken und keine Wertentwicklung	nur bedingt geeignet, da unzureichende Risiken	Geeignet
Wohnen dL	nur bedingt geeignet, da kein Wertentwicklungspotential	geeignet, insbesondere bei Förderung, da geringe Risiken und kein Wertentwicklungspotential	nicht geeignet, da unzureichende Risiken	geeignet auch ohne Steuervorteile, da managementintensiv
Spezial ndL	geeignet, sofern überschaubare Betreiberrisiken wegen Wertentwicklung	nur bedingt geeignet, da mittlere Wertentwicklung	bedingt geeignet, wenn aufgrund Betreibermarktes sehr hohes Risiko	geeignet, wenn Kernkompetenz in Betreibermarkt
Spezial dL	nicht geeignet, da kein Wertsteigerungspotential und mittleres Risiko	nur bedingt geeignet, da mittleres Risiko	nur bedingt geeignet, da mittlere Risiken	geeignet, wenn Kernkompetenz in Betreibermarkt

Tabelle 18: Immobilientypen und ihre optimale Anlageform

2.3.4 Zusammenfassung

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.

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 Investmentgesetz (InvG) 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 inner-städtischen 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.

Das Aktienrecht bietet Immobiliengesellschaften einen sehr weiten Handlungsspielraum, der regelmäßig nur im Falle der Projektentwicklung voll ausgeschöpft werden kann. **Immobilienaktiengesellschaften** spielen in Volkswirtschaften, die über offene Immobilienfonds oder REITs verfügen, auch nur eine sehr untergeordnete, wenn überhaupt wahrnehmbare Rolle.

REITs haben in den USA gezeigt, dass sie sich ganz überwiegend regional und insbesondere nach Nutzungsarten differenzieren und fokussieren. REITs investieren insbesondere in managementintensive Immobilien, weil sie mit dem internen Management regelmäßig in der Lage sind, hierfür notwendiges Know How in der Firma (steuerlich bedingt häufig in Töchtern) halten zu können.

Literaturverzeichnis zu Kapitel 2.3

Becker, M./Bone-Winkel, S./Sotelo, R/Väth, A./Westerheide, P.: REITs, in: Staatliche Rahmenbedingungen für neue Assetklassen im internationalen Vergleich - Private Equity und REITs. Endbericht Forschungsauftrag 06/04 des Bundesministeriums der Finanzen, Berlin 2005.

Bone-Winkel, S.: Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, Köln, 1994.

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

Rudolph, B.: Mezzanine Finanzierungen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen, in: Wolfgang Gerke, Theo Siegert (Hrsg.), Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements, Stuttgart 2004.

Schapernack, F./Nack, U./Haub, C.: Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Handbuch Immobilieninvestition, Karl-Werner Schulte, Stephan Bone-Winkel, Matthias Thomas (Hrsg.): Köln 1998, S. 655-687.

Schmidt, R. H.: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie / Reinhard H. Schmidt/Eva Terberger. - 4., akt. Aufl., Nachdr., Wiesbaden 1999.

Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie Bd. 1. Betriebswirtschaftliche Grundlagen. 3. Aufl. München, Wien, 2005.

Schulte, K.- W./ Bone-Winkel, S./Allendorf, G./ Ropeter-Ahlers, S.-E./Sotelo, R.: Immobilieninvestitionen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie, 3. Aufl., München 2004, S. 627-710.

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

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

Sotelo, R.: Projektentwicklung und Investoren – welche Produkte für welche Kunden, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Aufl., Köln 2002, S. 699-720.

Williamson, O./Masten, S. E. (Hrsg.): The Economics of Transaction Costs, diverse Orte 1999.

Williamson, O.: The Mechanisms of Governance, Oxford 1996.