

2 Besonderheiten von Immobilien und deren Märkten

Nico B. Rottke

Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	84
2	Volkswirtschaftliche Besonderheiten von Immobilienmärkten	86
3	Materielle Besonderheiten von Immobilien	91
4	Finanzwirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien	94
5	Fazit	98
6	Literaturverzeichnis	99

1 Einleitung

Eine Vielzahl an Besonderheiten von Immobilienmärkten und -produkten führt dazu, dass diese nicht einfach mit den generellen Methoden der Betriebs- und Volkswirtschaftslehre behandelt werden können, sondern justiert betrachtet werden müssen. Dies resultiert in der Notwendigkeit und dient als Argument einer separaten Behandlung im Rahmen der Immobilienwirtschaftslehre als eigenständige Disziplin.

Maßgebliche Eigenschaften ...

Aus der Vogelperspektive scheinen vor allem fünf Eigenschaften von Immobilien und deren Märkten maßgebliches Differenzierungsmerkmal für erfolg- oder unerfolgreiche Engagements in der Asset-Klasse Immobilien zu sein:

... Cashflow, Lage, Substanz

Der Mietvertrag und der sich daraus ergebende oder nicht ergebende nachhaltige Zahlungsstrom werden häufig als wichtigstes, leider oft auch als einziges Beurteilungskriterium eines guten Immobilieninvestments herangezogen. Dies ist in funktionierenden Märkten oftmals ein problemloser Ansatz, in problembehafteten Märkten oder Zeiten, wenn Angebot und Nachfrage großen Schwankungen unterlegen sind, zählen jedoch vor allem die physischen Charakteristika des Investments, nämlich die nicht veränderbare Lage der Immobilie in ihrer mittel- und unmittelbaren Umgebung und deren Veränderung sowie die Substanz der Immobilie selbst (z. B. Asbestverseuchungen, fehlende Wärmedämmungen, Instandhaltungsstau, hohe Betriebskosten usw.).

Ist der Mietvertrag in die Kategorie der finanzwirtschaftlichen Besonderheiten einzuordnen, zählen die Charakteristika von Substanz und Lage zu der materiellen respektive volkswirtschaftlichen Dimension.

... lokale Wert- schöpfung, Immobilien- zyklen

Neben diesen drei Aspekten – Cashflow, Lage und Substanz –, die eng mit der Immobilie selbst verknüpft sind, komplettieren die exogenen volkswirtschaftlichen Dimensionen der lokalen Wertschöpfung sowie die Schwankungen auf Immobilienmärkten (Immobilienzyklen) das Bild: Sie beeinflussen die Rentabilität des Immobilieninvestments beispielsweise durch ein schwächeres Umfeld z. B. durch eine gesunkene Kaufkraft oder aber durch Marktverwerfungen durch reale Ungleichgewichte von Angebot und Nachfrage oder beispielsweise auch Spekulationen.

Im Folgenden werden diese maßgeblichen Eigenschaften integriert in ein Bündel an Besonderheiten von Immobilien und deren Märkten. Es wird der Übersichtlichkeit halber differenziert in eine volkswirtschaftliche, eine materielle sowie eine finanzwirtschaftliche Dimension¹.

Zu analysieren ist auf der einen Seite und vordererst – gerade aus der volkswirtschaftlichen Perspektive – die Betrachtung der Besonderheiten des Aggregats, die volkswirtschaftlichen Immobilienmärkte, die sich in der Summe stark von anderen Märkten unterscheiden. Auf der anderen Seite bieten die Produkte² von Immobilienunternehmen, die Immobilien und ihre materiellen Eigenschaften selbst, substantielle Differenzierungsmerkmale. Schließlich ist es aufgrund des Charakteristikums eines Gutes mit langfristigem Lebenszyklus und hohen Investitionsvolumina notwendig, die Dienstleistung der Finanzierung näher zu untersuchen: Diese spielt eine so übergeordnete und existenzielle Rolle, dass auch hier die Besonderheiten separat behandelt werden müssen. Abbildung 1 liefert einen Überblick über alle drei wirtschaftlichen Teilbereiche:

Materielle, finanz- u. volks- wirtschaftliche Besonderheiten

volkswirtschaftliche Besonderheiten von Immobilienmärkten	finanzwirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien
<ul style="list-style-type: none"> • Granularität und Atomisierung • räumliche, typologische und funktionale Teilmärkte • lokale Wertschöpfung • Transparenz • Nutzen- und Sicherheitsfunktion/Substituierbarkeit • Beleihungsfunktion • Kopplungseffekte zur Volks- und Finanzwirtschaft • Spekulation • zyklische Verläufe • Anpassungselastizitäten • geringe Transaktionsdichte 	<ul style="list-style-type: none"> • Transaktionskosten • private Natur von Transaktions- und Mietverhandlungen • Höhe des Kapitaleinsatzes • Kapitalbindungsdauer • Fristenkongruenz • Fristen- und Losgrößentransformation • Liquidität und Fungibilität • Bewertungseffekte • Risikostruktur • Mietzahlungsströme als Beurteilungsmaßstab • „It's the voids, not the solids“: Austauschbarkeit des Business-Modells
materielle Besonderheiten von Immobilien	
<ul style="list-style-type: none"> • Standortgebundenheit/Lage • Heterogenität • Drittverwendungsfähigkeit • Entwicklungsdauer • Lebenszykluskosten/Substanz • Wertbeständigkeit/Inflationsabsicherung • technische Charakteristika 	

Abb. 1: Wirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien und deren Märkten

- 1 Eine ausführliche Betrachtung mit Fokus auf die betriebswirtschaftlichen Aspekte wird in Immobilienwirtschaftslehre, Band I – Management, Beitrag A1, vorgenommen. Die rechtlichen Besonderheiten von Immobilien werden in Immobilienwirtschaftslehre, Band III – Recht, ausführlich behandelt.
- 2 Zu den Produkten von Immobilienunternehmen zählen ebenfalls zugehörige Dienstleistungen.

2 Volkswirtschaftliche Besonderheiten von Immobilienmärkten

Neben den materiellen und finanzwirtschaftlichen Besonderheiten von Immobilien spielen vor allem die Besonderheiten von Immobilienmärkten eine gewichtige Rolle (siehe in Abgrenzung ausführlich den betriebswirtschaftlichen Kontext in Immobilienwirtschaftslehre, Band I – Management, Beitrag A1).

Granularität und Atomisierung

Der Immobilienmarkt zeichnet sich weder auf Anbieter- noch auf Nachfrageseite durch Konzentration aus, sondern ist nahezu vollständig in der Breite atomisiert und granular: Einem über die Bundesrepublik verteilten Gebäudebestand und dessen Nutzern steht eine unüberschaubare Menge an Eigentümern gegenüber, die – bezogen auf den Gesamtbestand – vor allem abseits der großen Ballungsräume kaum bis gar keine Marktmachtstellung innehaben.

Räumliche, typologische und funktionale Teilmärkte

Zudem existiert der eine Immobilienmarkt nicht: Auf nahezu jedem einzelnen Immobilienmarkt können alle Nutzentypen (Typologien) wie Wohnen, Büro, Einzelhandel, Hotel, Logistik, Freizeitimmobilien usw. angetroffen werden, die jeweils uneingeschränkt anderen Gesetzmäßigkeiten folgen und nicht zu einem Markt aggregiert werden können.

Nicht alleine die vorgenannte typologische Differenzierung, sondern auch die räumliche Kleinteiligkeit erschwert die Beurteilung: Nicht nur zwischen verschiedenen Regionen oder Städten (räumliche Teilmärkte), sondern beispielsweise selbst in einem Ballungsraum wie dem Rhein-Main-Gebiet oder gar auf Stadtebene wie z. B. Frankfurt a. M. kann man nicht von dem einen Immobilienbüromarkt sprechen. So unterteilt das Unternehmen Jones Lang LaSalle den Frankfurter Büromarkt in 14 Teilmärkte und weitere sonstige Lagen [1]. Auch hier kann noch weiter differenziert werden nach Größe (z. B. Großstädte, Mittelstädte und Kleinstädte), Lagequalität (z. B. für Einzelhandel Toplage, A2/B-Lage, Randlage, grüne Wiese) oder Zyklusstand (Erholungsphase, Boomphase, Abschwungphase, Rezessionsphase).

Eine dritte Differenzierung betrachtet die verschiedenen Funktionen von Immobilien(investment)arten im Sinne eines Standes der Immobilie im Lebenszyklus (z. B. unbebaute Grundstücke, Projektentwicklung, Bestand), im Sinne möglicher Halteformen (direkter Erwerb oder indirekte Beteiligung, Anteilskauf von Unternehmen) respektive im finanzwirtschaftlichen Sinne: funktionierender Markt/Immobilie vs. notleidende Immobilien(-kredite) (Non Performing oder Subperforming Loans) oder aber problembehaftete Immobilien(-kredite) (Distressed Assets) (siehe Abbildung 2).

Lokale Wertschöpfung

Bezüglich der räumlichen Teilmärkte sticht die schon vorgenannte Abhängigkeit von der lokalen Wertschöpfung hervor: Eine Immobilie ist in einem Teilmarkt immer abhängig von ihrer direkten Umgebung beispielsweise in Form von Änderungen der Wirtschaftsleistung durch fehlende Industrievielfalt oder auch positiven respektive negativen Filtering-Prozessen und den damit verbundenen Änderungen der Wertschöpfung: Bewegt sich ein Markt in ein schlechteres Segment, z. B. aufgrund langen, hohen Leerstandes relevanter Gebäudebereiche beispielsweise aufgrund nicht mehr standardgemäßer Gebäude oder aufgrund externer Negativfaktoren wie der Ansiedlung von potenziell gesundheitsschädlichen Nutzen, eines hohen Anteils an Bevölkerung

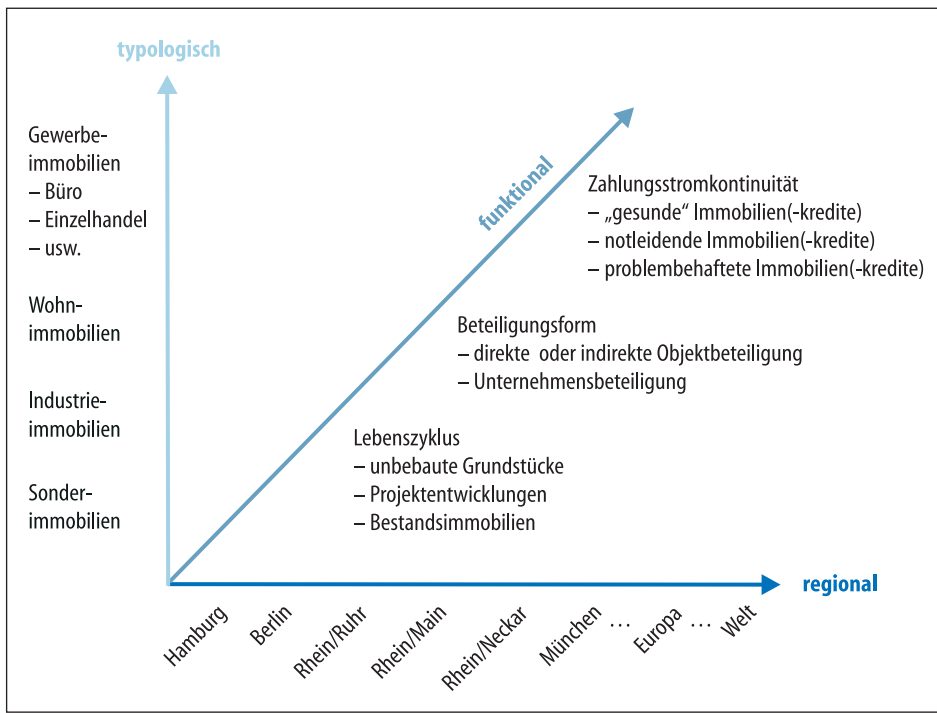


Abb. 2: Regionale, typologische und funktionale Teilmärkte

mit Migrationshintergrund oder beispielsweise durch eine sog. Ghettoisierung von bestimmten Bevölkerungsgruppen und damit ein Missverhältnis von Durchmischungsstufen zwischen der ansässigen und zugezogenen Bevölkerung, dann ist die zu untersuchende Immobilie der Änderung der lokalen Wertschöpfung aufgrund der Standortabhängigkeit ausgesetzt und hat kaum respektive keine Möglichkeit, diese externen Faktoren zu beeinflussen.

Aufgrund der schon erwähnten privaten Natur von Immobilientransaktionen zeichnen sich Immobilienmärkte häufig durch eine – vor allem im Vergleich zu beispielsweise den Aktienmärkten – recht geringe Transparenz, vor allem bezüglich Investment- und Mietpreisen, aus. Darüber hinaus kommt es häufig für den gleichen Markt zu unterschiedlichen Einschätzungen von führenden Maklerhäusern bezüglich deren Entwicklung, da beispielsweise Teilmärkte unterschiedlich definiert werden oder Stadtgrenzen in Bezug auf zugehörige Teilmärkte anders abgegrenzt werden. Auch werden Immobilienflächen in ihrer Dimension nicht immer mit dem gleichen Maßstab berechnet: So werden in Deutschland beispielsweise für Büroflächen entweder die DIN-Norm 277 (Ermittlung von Grundflächen und Rauminhalten von Bauwerken oder Teilen von Bauwerken im Hochbau) oder die nicht deckungsgleiche Flächenrichtlinie MF-G (Richtlinie zur Berechnung der Mietfläche für gewerblichen Raum) der gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung genutzt.

Transparenz

Nutzen- und Sicherheitsfunktion/Substituierbarkeit/Beleihungsfunktion

Immobilien haben neben ihrer Funktion als Kapitalanlage hauptsächlich eine Nutzenfunktion im Sinne beispielsweise des privaten Nutzens als Wohnimmobilie (Konsumgut) oder als Büro- oder Produktionsimmobilie für den Produktionsprozess (Investitionsgut). Schon Graaskamp (1977) hat betont, dass die produktiven Elemente der Immobilie von ihren „Hohlräumen“ und nicht den sie umgebenden „Feststoffen“ abhängen („It's the voids – not the solids“-Argument; siehe auch Abschnitt 4 [2]).

Dies begründet eine der zentralen Eigenschaften von Immobilien: Diese weisen einen differierenden, in Teilen sehr hohen Grad an fehlender Substituierbarkeit aus: Können Einzelhandels- und Büroimmobilien noch substituiert werden, da man vom heimischen Arbeitsplatz arbeiten und viele Güter bereits online einkaufen kann³, so ist doch die Funktion „Wohnen“ mit der gestifteten Sicherheits- und Schutzfunktion nicht substituierbar: Jeder einzelne Mensch benötigt den Schutz und die damit einhergehende Sicherheit einer Immobilie. Dies macht gerade die Wohnimmobilie zu einem Gut hoher Sicherheit auch im Finanzwesen, da ihre Nutzung alternativlos ist. Diese Eigenschaft erfüllen neben den Wohnimmobilien in dieser Form nur noch Staaten, wobei die Finanzkrise von 2008 und die in der Folge auftretenden Staatenkrisen (aufgrund von Refinanzierungsproblemen durch verschlechterte Staatenratings) gezeigt haben, dass dieses Argument nicht mehr uneingeschränkt und immer gilt. In summa werden jedoch die beiden vorgenannten Güter weiterhin aufgrund der vorbezeichneten Eigenschaften und des absoluten Maßes an Werthaltigkeit in großem Umfang weltweit als Kreditsicherheit eingesetzt, da es letztlich sie sind, die die Anforderungen an eine wertstabile Beleihungsfunktion am besten erfüllen. Daher erstaunt es nicht, festzustellen, dass 55 % aller in Deutschland vergebenen Kredite mit Immobilien besichert sind [3].

Kopplungseffekte zur Volks- und Finanzwirtschaft

Kopplungseffekte des Immobilienmarktes zu vor- und nachgelagerten Märkten bezüglich der Volkswirtschaft sowie der Finanzwirtschaft erschweren zudem dessen Einschätzung. Der Immobilienmarkt wird beispielsweise maßgeblich durch den Arbeitsmarkt, den Bau- und auch den Bodenmarkt oder den Finanzierungs- und Refinanzierungsmarkt beeinflusst oder weist – zeitlich versetzt – Rückkopplungseffekte zu diesen Märkten auf und kann diese so ebenfalls selbst beeinflussen. Abbildung 3 verdeutlicht die komplexen Beziehungen.

Spekulation

Da eine Immobilie sowohl Konsum- als auch Investitionsgut sein kann, können Preisspekulationen Instabilitäten auf den Immobilienmärkten verursachen: Wenn Immobilienpreise allein aufgrund der Tatsache eines vorigen Preisanstieges und nicht aufgrund von Änderungen der Angebots- und Nachfragebeziehungen steigen, wenn also Preise allein Funktion von vorigen Preisen werden und ein Preisanstieg einen weiteren Preisanstieg auslöst aufgrund der damit verbundenen Erwartungshaltung weiter steigender Preise, dann bilden sich Zyklen oder, im Extremfall, spekulative Blasen [4].

³ Dies ist vor allem bei bestimmten Artikeln wie Lebensmitteln eine Frage der (immer geringer werdenden) Transaktionskosten. So kostet beispielsweise (Stand: 19. Januar 2011) das Zusetzen eines Kastens Mineralwasser über die Homepage des Unternehmens Amazon immer noch etwa 25 % des Warenwertes bei überhöhtem Einstandspreis im Vergleich zum Kauf im Supermarkt (siehe www.amazon.de/Lebensmittel).

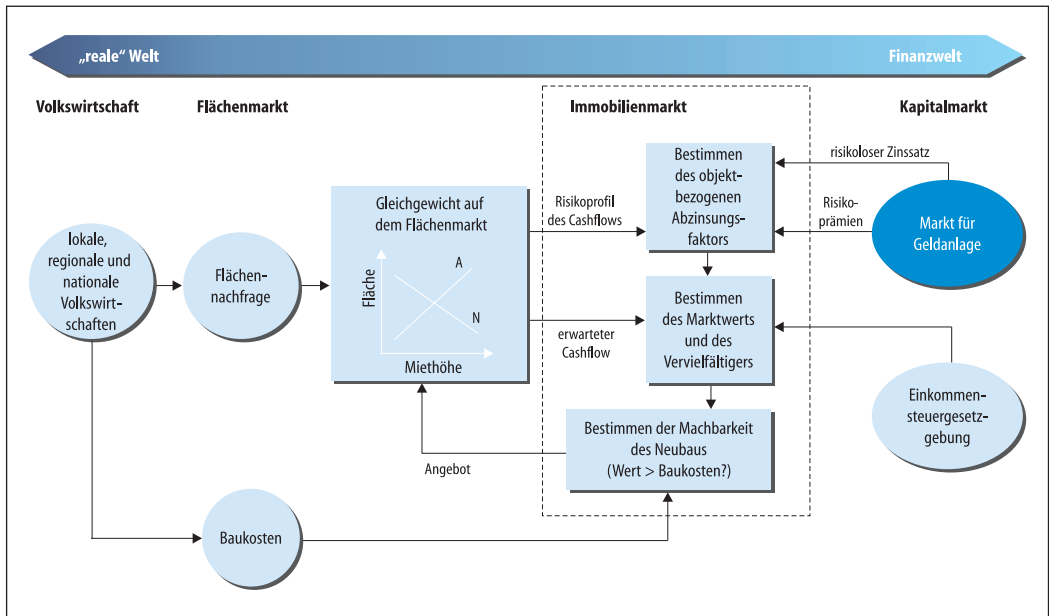


Abb. 3: Beziehungen des Immobilienmarktes zu vor- und nachgelagerten Märkten [5]

Durch verschiedene Zeitverschiebungen, beispielsweise Absorptions-Lag, Entscheider-Lag oder Konstruktions-Lag (siehe ausführlich Beitrag B3), entstehen auf Immobilienmärkten endogene zyklische Verläufe, da das starre Angebot nicht umgehend auf eine sich verändernde Nachfrage mit Projektentwicklung reagieren kann. Die Veränderung der Nachfrage kann nicht nur graduell, sondern beispielsweise über exogene Schocks auch in vergleichsweise kurzen Zeiträumen (z. B. Konjunkturdellen) oder gar über Nacht als „Black Swan“ (z. B. Terrorattacken vom 11. September 2001) erfolgen, was zu einer hohen Volatilität auf den Immobilienmärkten führen kann – bis hin zu einer Situation des Marktversagens.

Zyklische Verläufe

Die oben skizzierten endogenen zyklischen Verläufe beispielsweise des Miet- oder Investmentmarktes werden durch die fehlenden Anpassungselastizitäten des Immobilienmarktes verursacht: Da das Angebot nicht umgehend mit dem Zurverfügungstellen von Flächen reagieren kann, kommt es alternativ zu einer Reaktion über Preise, bis ein Ausgleich des Bestandes erreicht ist. Je nachdem wie das Gesamtsystem reagiert, können die fehlenden Anpassungselastizitäten, beispielsweise über ein zu hohes Maß an Projektentwicklungstätigkeit, ggf. auch zu einer neuen Zyklenbildung durch unter den Ausgangswert fallende Miet- oder Investmentpreise beitragen.

Anpassungselastizitäten

Immobilienzyklen sind ein sehr facettenreiches Phänomen, das aus verschiedensten Perspektiven und anhand zahlreicher Variablen beobachtet werden kann. Abbildung 4 verdeutlicht, dass es den einen Immobilienzyklus nicht gibt, sondern dass differenziert werden muss nach Finanz- und Kapitalmarktzyklen, Verhaltens- und nicht finanziellen Zyklen, Immobilieninvestmentmarktzyklen, geografischen, angebots- und nachfrage- sowie marktindikator-

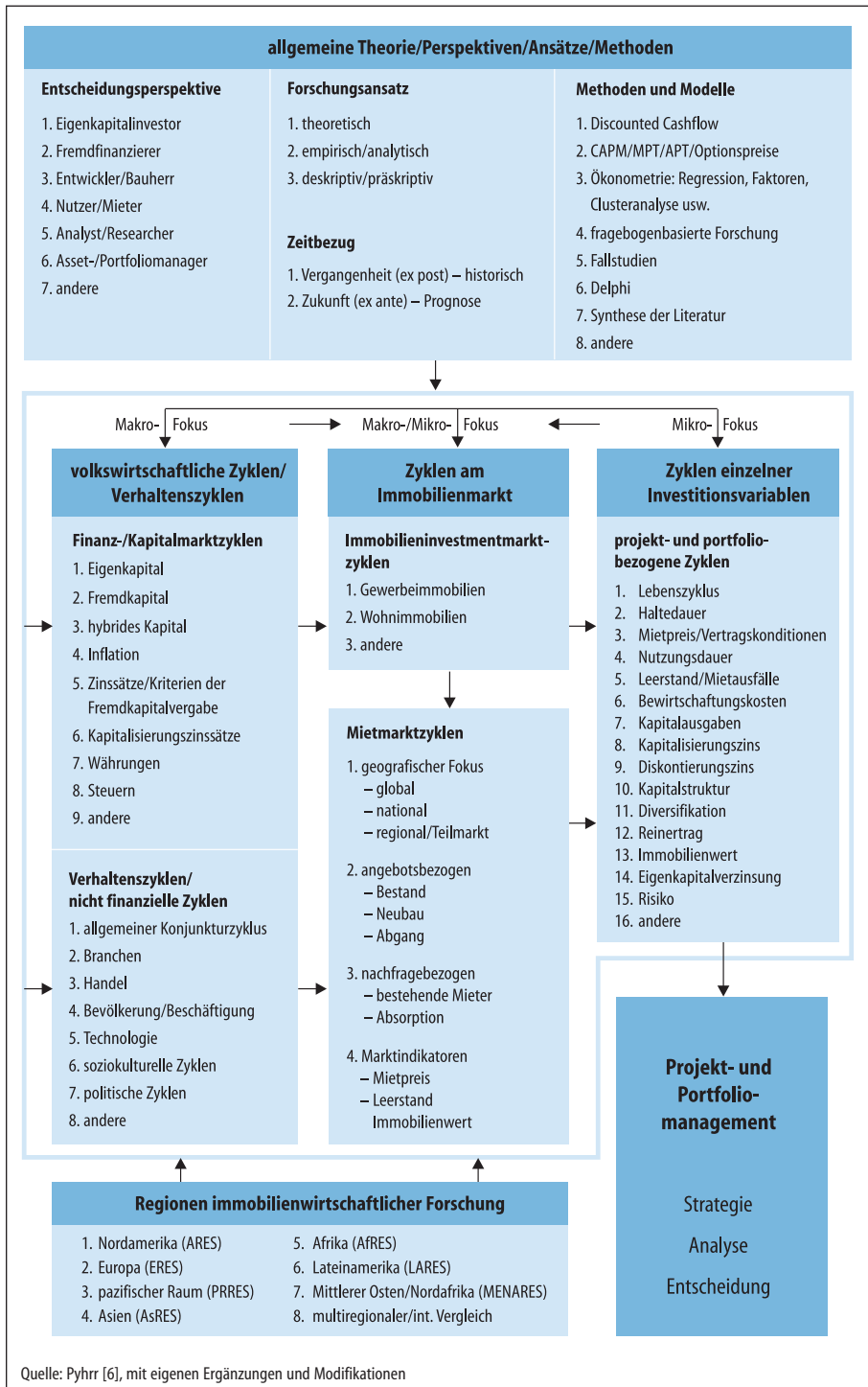


Abb. 4: Forschungsrahmen für Immobilienzyklen

basierten Mietmarktzyklen, aber auch nach projekt- und portfoliobezogenen Zyklen.

Schließlich zeichnet sich der Immobilienmarkt, bedingt durch die hohen Kaufnebenkosten und Investitionsvolumina, durch eine geringe Transaktionsdichte aus. Dies trägt, ähnlich wie bei Immobilienaktien, zu seiner geringen Liquidität bei und hält Investoren, gerade fernab der großen Investmentzentren, davon ab, in Großprojekte zu investieren, da sich ein Desinvestment zu Marktpreisen je nach Marktlage als schwierig bis unmöglich erweisen kann.

Geringe Transaktionsdichte

3 Materielle Besonderheiten von Immobilien

Auch die materiellen Besonderheiten von Immobilien sind vielfältig:

Zu nennen ist vor allen Dingen die Standortgebundenheit im Sinne ihrer Immobilität: Immobilien sind ortsgebunden und i. d. R. unbeweglich. Dies macht jede Immobilie einzigartig. Daher ist die Standortgebundenheit – vor allem in Bezug auf den Immobilienverkehrswert – für die Heterogenität der Immobilie als Wirtschaftsgut verantwortlich, da an einem bestimmten referenzierten Punkt auf der Erde nur genau eine einzige Liegenschaft existieren kann. Diese Einzigartigkeit gilt selbst bei baugleichen Immobilien aufgrund des unterschiedlichen Standortes. Auf dieser Eigenschaft fußt das Immobilienmantra „Lage, Lage, Lage“. Die Standortgebundenheit kann sich im Zeitverlauf sowohl positiv als auch negativ auswirken durch Änderungen der lokalen Wertschöpfung (siehe oben: lokale Wertschöpfung).

**Standortgebundenheit/
Lage**

Ein unterschiedlicher Grad an Drittverwendungsfähigkeit ist ebenfalls kennzeichnend für Immobilien: je geringer die Drittverwendungsfähigkeit, desto spezifischer die Immobilie und umso höher oder komplexer die Folgekosten. Beispielsweise kann eine Industrielagerhalle ggf. mit vergleichsweise geringen Kosten in Loft-Apartments konvertiert werden, eine ehemalige Tennishalle als Lagerhalle genutzt oder ein Bürohochhaus in Teilen der Nutzung als Wohnapartments zugeführt werden. Jedoch dürfte sich nur sehr schwierig eine alternative Nachnutzung für sehr spezialisierte Gebäude mit sehr geringer bis keiner Drittverwendung finden wie etwa für Indoor-Skihallen, Universitätsgebäude, Atomkraftwerke, bestimmte Industrieimmobilien, Einkaufszentren, Hotelimmobilien oder Multiplexkinos. Ein fehlender Grad an Drittverwendung zieht aufgrund des höheren Risikos und ggf. des kürzeren Lebenszyklus häufig höhere Kosten nach sich, beispielsweise in Form von höheren Finanzierungskosten oder Patronats- respektive Mietgarantieerklärungen.

Drittverwendungsfähigkeit

Durch eine lange Entwicklungsdauer von Immobilien von – je nach Immobilientyp – etwa ein bis vier Jahren entsteht hinsichtlich der Miet- und Veräußerungserlösplanung eine hohe Unsicherheit: Durch die zyklischen Schwankungen auf den Immobilienmärkten können sich unterstellte Mietniveaus als nicht nachhaltig herausstellen, wenn beispielsweise (prozyklisch) auf dem Höhepunkt eines Immobilienzyklus spekulativ gebaut wurde, jedoch die Immobilie in Teilen erst nach Fertigstellung auf einem wesentlich geringeren Niveau vermietet werden kann. Die Immobilie verschärft dann durch das Hinzufügen von Leerstand zusätzlich die Abwärtsspirale des Marktes.

Entwicklungsdauer

Lebenszyklus- kosten/ Substanz

Die Lebenszykluskosten, also die Kosten für Errichtung, Betrieb und Abriss von Immobilien, werden häufig nicht richtig eingeschätzt: In der Phase von Projektentwicklung und Realisierung fallen in etwa lediglich 20 % der Kosten für die Immobilie an. Diese Phase beeinflusst jedoch maßgeblich die weiteren 80 % an Folgekosten im Gesamtlebenszyklus (siehe Immobilienwirtschaftslehre, Band I – Management, Beitrag C6). Es mag für einen Projektentwickler in Boommärkten (Fehl-)Anreize geben, ggf. günstig zu bauen und somit den oben genannten wichtigen Substanzaspekt von Immobilien zu vernachlässigen. Aus Gesamtlebenszyklusperspektive werden für solche Verhalten Folgenutzer und Eigentümer abgestraft: Häufig weisen Objekte kürzere Lebenszyklen auf, sind nicht mehr marktgängig, ihre Investment- und Mietpreise sind weit unter Markt und es müssen – i. d. R. sehr kostenintensive – Nachrüstungsmaßnahmen durchgeführt werden, wenn es nicht zum Abriss kommen soll.

Abbildung 5 stellt den Immobilien-Objektlebenszyklus in den volkswirtschaftlichen Kontext und zeigt – auf Objektebene – auf, welche Abhängigkeiten zu den, ggf. ebenfalls (markt-)zyklischen, Verläufen der technischen, marktwirtschaftlichen und finanzwirtschaftlichen Dimensionen bestehen.

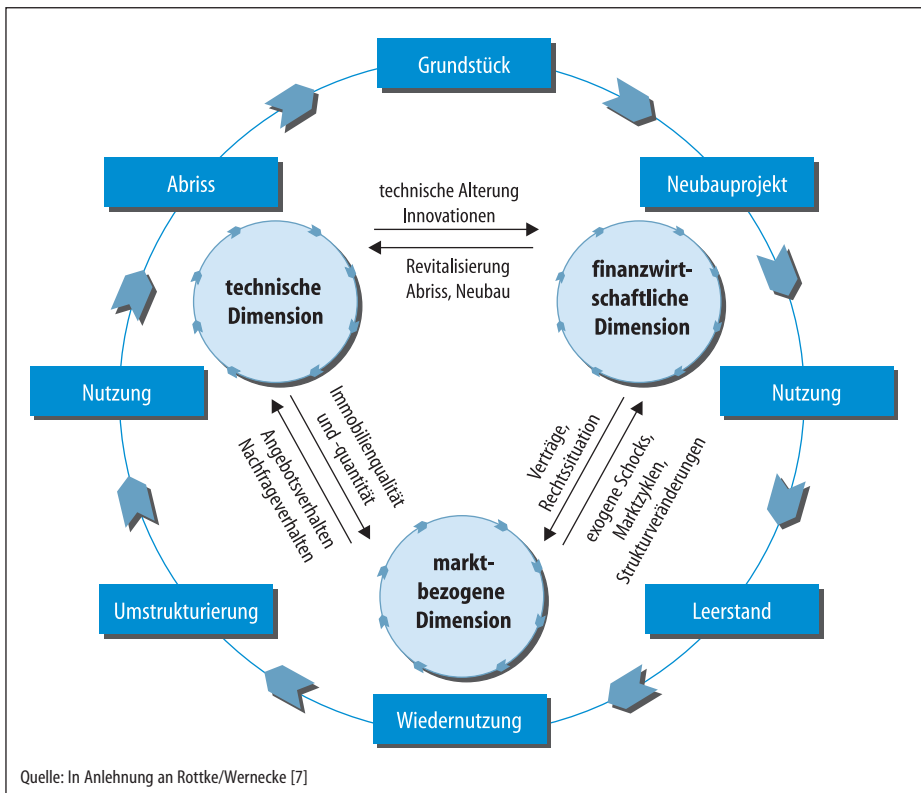


Abb. 5: Dimensionen des Immobilienlebenszyklus

Bezüglich ihrer Wertbeständigkeit werden Immobilien häufig als „Beton-gold“ bezeichnet im Sinne eines materiellen beständigen Wertes, der in Zeiten beispielsweise hoher Inflation Kapitalerhalt sichert. Ob eine solche Wertbeständigkeit, vor allem bezüglich der Inflation, gegeben ist, wird unter Wissenschaftlern kontrovers diskutiert; man denke nur an die Wertvernichtung im Rahmen der US-Wohnimmobilienkrise oder die Wertaufschreibungen in Wohnimmobilien in Höhe von über 1,342 % von 1980 bis 2006 in Spanien und den anschließenden Preisverfall (siehe weiterführend Beitrag B5) [8]. Grundlage der Wertbeständigkeit ist die Nachhaltigkeit der oben skizzierten Dimensionen von Cashflow, Lage und Substanz sowie lokaler Wertschöpfung und Stand im lokalen Immobilienzyklus⁴. Es ist zu beachten, dass diese Parameter in Teilen direkt oder indirekt voneinander abhängig sind.

Wertbeständigkeit

Der Immobilienbesitz kann in Grund und Boden und seine Aufbauten, die Immobilien, differenziert werden. Grund und Boden gelten in aller Regel als unzerstörbar und ewig nutzbar, sofern die Kosten für eventuelle Sanierungsmaßnahmen den Grundstückswert nicht übersteigen. Bezüglich der Immobilien ist zwischen technischer und ökonomischer Nutzungsdauer zu unterscheiden.

Technische Charakteristika

Die technische Nutzungsdauer kann die ökonomische Nutzungsdauer um ein Mehrfaches überragen und mehrere Generationen genutzt werden. Die ökonomische Nutzungsdauer ist dagegen erheblich kürzer. Aufgrund geänderter Anforderungen an die Nutzungsflexibilität beträgt sie beispielsweise bei Bürogebäuden in etwa 20 Jahre. Geht man von einer solchen ökonomischen Nutzungsdauer aus, so ist eine Finanzierung auf diesen Zeitraum auszulegen. Allerdings sollte beachtet werden, dass sich die Wertminderung des Investments nicht auf den Wert des Grundes und des Bodens bezieht, der materiell nicht abnutzbar ist und somit (materiell) als konstant unterstellt wird.

Der Wert der Technik ist durch lokale Mieter und Nutzer – und selbst durch Fachleute – häufig schwer einschätzbar und durch die Einzigartigkeit jeder Immobilie schlecht vergleichbar respektive bewertbar. Hinzu kommt, dass Immobilien(miet)märkte dergestalt nicht effizient sind, dass i. d. R. vorhandene Preisunterschiede nicht durch Arbitrageumzüge eliminiert werden, da die Preisunterschiede selbst nicht transparent sind und Unternehmensansiedlungs- respektive Wohnungskaufentscheidungen selten anhand solcher Kriterien entschieden werden und zudem hohe monetäre Transaktionskosten bei Immobilienkäufen/-verkäufen respektive -an-/vermietungen (siehe unten) vorhandene Arbitragemöglichkeiten minimieren, von Zeit-, Opportunitäts- und Folgekosten eines Umzuges ganz abgesehen.

Nachdem der Wert der Technik am schnellsten obsolet und wertlos geworden ist, nimmt der Wert des Innenausbaus ab. Nach ca. zehn Jahren haben diese Komponenten jeden Wert verloren. Die tragenden Konstruktionen allerdings müssen auch nach Ende der ökonomischen Nutzungsdauer nicht vollständig

⁴ Es ist also nicht weiter verwunderlich, dass die empirischen Studien mit unterschiedlichen Datensätzen zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen, da diese Parameter nicht konstant gehalten werden können.

entsorgt werden, sondern können und müssen für eine eventuelle (Kern-)Sanierung teilweise wiederverwendet werden.

Im angenommenen Beispiel vermindert sich der Wert von Immobilie und Grundstück im Laufe von 20 Jahren somit nicht auf 4, sondern auf angenommene 5,5 Mio. Euro. Es sollte darauf geachtet werden, dass bei der Finanzierung diese Summe das Tilgungsziel nach 20 Jahren darstellt (siehe Abbildung 6).

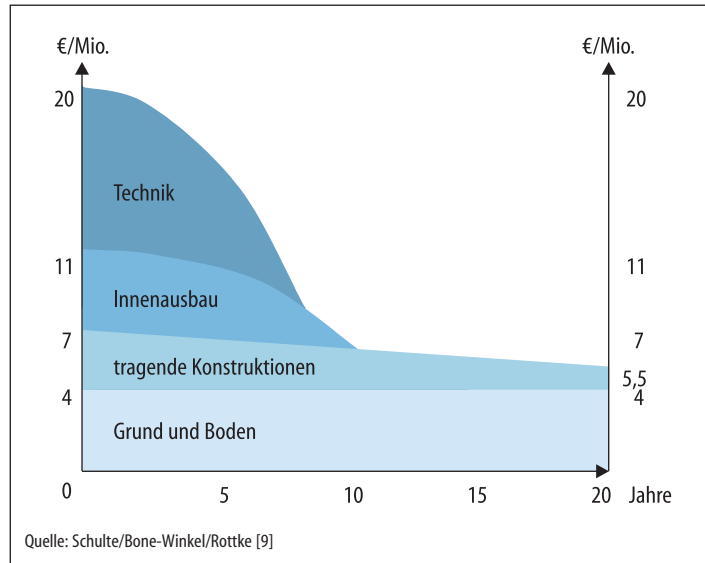


Abb. 6: Kapitalwertminderung einer Immobilie im Lebenszyklus

4 Finanzwirtschaftliche Besonderheiten von Immobilien

Transaktions- begleitende Kosten

Bezüglich der finanzwirtschaftlichen Besonderheiten von Immobilien lässt sich feststellen, dass Immobilien ein hohes Maß an transaktionsbegleitenden Kosten aufweisen, wie Maklergebühren, Notar-, Grundbuchamts-, Anwalts- und Gerichtskosten, Grunderwerbsteuer sowie Gebühren zur Finanzierungsbeschaffung, die insgesamt – je nach Immobilientyp – bei bis zu 10 % liegen können. Zu diesen direkten Kosten addieren sich indirekte Kosten wie Such- und Umzugskosten des Käufers, Research-Aufwendungen als Basis der Ankaufentscheidung oder zusätzliche Verwaltungsaufwendungen durch Neuausschreibungen von Immobiliendienstleistungen, Kosten für Modernisierung respektive Renovierung sowie Kosten für neue Einrichtung und Möblierung [10].

So können sich beispielsweise die Nebenkosten für den Erwerb einer Wohnimmobilie wie folgt belaufen:

Maklerprovision	ca. 3–7 % des Kaufpreises zuzüglich MwSt.
Notar- und Grundbuchamtskosten	ca. 1,5 % des Kaufpreises
Grunderwerbsteuer	3,5–5 % des Kaufpreises je nach Bundesland
Modernisierungs- bzw. Renovierungskosten	abhängig vom Zustand der Immobilie (Anmerkung: Instandhaltungsrücklage bei Häusern ca. 0,8–1 % des Kaufpreises p. a. respektive 6–10 €/m ² Wohnfläche p. a.)
Umzugskosten	ca. 2 % des Kaufpreises
neue Einrichtung, Möblierung	ca. 5 % des Kaufpreises (abhängig vom eigenen Anspruch)
Gebühr für Beleihungswertermittlung und Bearbeitung	ca. 0–1 % der Darlehenssumme (abhängig vom Finanzierer)

Abb. 7: Nebenkosten bei Kauf einer Wohnimmobilie [11]

Diese hohen Nebenkosten induzieren eine geringe Transaktionsdichte, da Immobilien i. d. R., vor allen Dingen bei konservativer Investitionsstrategie, anders als beispielsweise Aktien – mit Transaktionskosten von etwa 0,1 % – aus Renditegesichtspunkten nicht beliebig oft in kurzer Zeit den Eigentümer wechseln können [12].

Die private Natur von Transaktionsverhandlungen führt zu einer hohen Markt-intransparenz: Die wirklichen Transaktions- oder Mietpreise sind oft nicht bekannt und können nur geschätzt werden. Häufig werden beispielsweise, vor allem in schwierigen Marktzeiten, Zusatzleistungen durch den Vermieter übernommen wie Umzugs- oder Ausbaukosten oder es werden mietfreie Zeiten gewährt. Dies wird allerdings nicht öffentlich kommuniziert, um das Niveau der in den Maklerberichten genannten Mietpreise – und somit die Verhandlungsbasis – nicht zu gefährden.

Die Höhe des Kapitaleinsatzes führt dazu, dass nur eine begrenzte Anzahl an Käufern, sowohl im privaten als auch im institutionellen Bereich, für den Immobilienerwerb infrage kommt. Dies gilt nicht nur für den direkten Erwerb, sondern – mit Ausnahme von Aktien und offenen Immobilienfonds – auch für den indirekten Erwerb (geschlossene Fonds, Spezialfonds, Opportunity-Fonds). Zudem bedeutet der hohe Kapitaleinsatz die oft unausweichliche Aufnahme von Fremdkapital, was wiederum eine hohe Bonität des Käufers voraussetzt.

Als Investitionsgüter mit hohen Transaktionskosten werden Immobilien häufig – mit Ausnahme opportunistischer Investoren – mittel- bis langfristig erworben. Der langfristige Immobilienerwerb wird ebenfalls steuerlich begünstigt. Dies hat zur Folge, dass das in den Immobilienerwerb eingesetzte Eigenkapital langfristig gebunden ist und nicht zur Disposition steht. Immobilienanlagen sollten daher im privaten Bereich unbedingt als Langfristinvestition gelten und es sollten lediglich Mittel investiert werden, die tatsächlich langfristig zur freien Verfügung stehen, da eine ungeplante Veräußerung auf-

**Private Natur
von Trans-
aktionsverhand-
lungen**

**Höhe des
Kapitaleinsatzes**

Kapitalbindung

grund der Illiquidität der Immobilienmärkte hohe Kosten, auch unabhängig von den Transaktionskosten, nach sich ziehen kann.

Fristen- kongruenz

Fristenkongruenz bezeichnet im eigentlichen Sinne die Übereinstimmung der Fristen von Kapitalbindung und -überlassung von Aktiva und Passiva in der Bilanz. Die Nutzungsdauer einer Anlage sollte demzufolge die Bezugsgröße für die Laufzeit der zugehörigen Finanzierung sein. So sollten langfristig angeschaffte Anlagegegenstände, wie beispielsweise Immobilien, auch durch langfristige Finanzierungen gedeckt sein. Ist eine Immobilie, unabhängig vom direkten persönlichen Erwerb oder indirekten Erwerb über Investmentvehikel, nicht fristenkongruent finanziert, so kann dies im Falle einer Refinanzierung durch Prolongation oder Umschuldung in Zeiten stark ansteigender Zinsen aufgrund des Anschlussfinanzierungsrisikos zu einem Liquiditätsengpass des Investors und – im schlimmsten Fall – zu seiner Insolvenz führen.

Fristen- und Losgrößen- transformation

Die Besonderheiten der Fristen- und Losgrößentransformation sollen am Beispiel eines offenen Immobilienpublikumsfonds geschildert werden: Ein offener Immobilienpublikumsfonds mit mehreren Milliarden Immobiliensondervermögen erwirbt für sein Portfolio beispielsweise eine hochwertige Immobilie mit einem Verkehrswert von 250 Mio. Euro. Diese wird, so wie alle anderen Portfolioimmobilien, langfristig zu 30 % fremdfinanziert mit einer Finanzierung über 25 Jahre. Die Fondsanteile selbst sind in Kleinstlosgrößen beispielsweise bereits ab 50 Euro erhältlich und im Prinzip täglich handelbar. Dies bedeutet, dass es dem Fonds gelingen muss, Mittelzu- und -abflüsse zu steuern, um die Fristentransformation (eine langfristig finanzierte Immobilie, deren Mittel aber täglich abgezogen werden können) und die Losgrößentransformation (der Immobiliengesamtwert im Vergleich zu einem einzelnen Fondsanteil) zu gewährleisten. Wie gelingt es, aus einem illiquiden Investitionsgut hoher Losgröße mit langen Finanzierungsfristen einen täglich handelbaren Anteilschein mit einem Ausgabewert von beispielsweise 50 Euro zu generieren, ohne in Liquiditätsengpässe zu geraten? Das Investmentgesetz löst die Herausforderung, indem die zugeordneten Sondervermögen neben einer Immobilienanlage auch eine gesetzlich vorgegebene Mindestanlage in Liquidität halten müssen und die Fonds grundsätzlich bis zu zwei Jahre geschlossen werden können im Falle von maßgeblichen Anlegerreaktionen, die in kurzer Zeit zu so hohen Mittelabflüssen führen könnten, dass der Fonds diese aus der Liquiditätsquote heraus nicht mehr bedienen und so vor allem die Fristentransformation nicht mehr gewährleisten könnte und Immobilien unter Zwang veräußern müsste (siehe ausführlich Immobilienwirtschaftslehre, Band I – Management, Beitrag E3).

Liquidität und Fungibilität

Die vorbenannten Ausführungen zeigen, dass ein Unternehmen jederzeit liquide sein und uneingeschränkt seinen Verbindlichkeiten nachkommen können muss. Ist dies nicht der Fall, so ist das Unternehmen zahlungsunfähig oder illiquide. Illiquidität oder Zahlungsunfähigkeit ist der Grund für Insolvenzen oder Konkurse. Dies soll am Beispiel von Immobilienaktiengesellschaften näher verdeutlicht werden: Neben der Liquidität steht hier die Fungibilität (lat.: Austauschbarkeit) im Betrachtungsvordergrund. Fungibilität ist eine Voraussetzung für den Handel an der Börse und wird durch die Standardisierung von Aktien in Bezug auf deren Veräußerbarkeit und Anteilshöhe im Verhältnis zum Grundkapital gewährleistet. So wird ein breit gefächter Handel ermöglicht.

Immobilienaktien in Deutschland dagegen weisen häufig einen nur sehr geringen Streubesitz auf und sind damit oft praktisch nur technisch gelistet, jedoch nicht liquide handelbar. Das geringe Handelsvolumen führt zu einem geringen Aktienumlauf, was fehlende Fungibilität impliziert und ein Risiko für den Anleger darstellt, da Kurse durch Auf- oder Verkäufe von einer verhältnismäßig nur geringen Aktienanzahl maßgeblich beeinflusst werden können [13].

Die Ergebnisermittlung eines Unternehmens ist in Bezug auf die Wertfeststellung aus dem Immobiliengeschäft nicht unproblematisch: Immobilienverkehrswerte kommen entweder durch Transaktionspreise oder durch Immobilienbewertung zustande. Aufgrund der geringen Transaktionsereignisse spielt die Immobilienbewertung eine große Rolle: Beispielsweise werden bei offenen Immobilienfonds Immobilien bei fehlender Transaktion einmal jährlich neu bewertet (siehe § 79 InvG). Hier kommt es zu empirisch nachgewiesenen Bewertungsglättungseffekten und somit Bewertungsverzerrungen, dem sog. Appraisal Smoothing: Ergebnisse der Vorjahre werden von dem (gleichen) Bewerter häufig aus verschiedenen Gründen fortgeschrieben (Nicht-in-Frage-Stellen der eigenen Vorjahresbewertung, Beeinflussung durch die Wertermittlung des Vorjahresgutachtens, Auftraggeber-Auftragnehmer-Anreizstrukturen usw.). Dieser Effekt glättet beispielsweise bewertungsbasierte Indizes aufgrund fehlender Veränderungen (= Glättung) der Wertänderungsrendite.

Bewertungseffekte

In summa werden somit ggf. Verkehrswerte ausgewiesen, die im Transaktionsfall nicht realisiert werden können respektive ausgewiesene Unternehmensergebnisse bestehen ggf. nur auf dem Papier und halten dem Belastungstest, also der Veräußerung, nicht stand, was zu massiven Verwerfungen für die betroffenen Unternehmen führen kann [14].

Schließlich unterliegt die Investition in Immobilien einer ungewöhnlichen Risikostruktur: Als langlebiges Investitionsgut mit hohen Transaktionskosten trägt die Immobilieninvestition die Eigenschaft, dass neben den Mieteinnahmen die maßgeblichen, renditebeeinflussenden Veräußerungserlöse erst in der Zukunft unter Unsicherheit anfallen, beispielsweise in zehn Jahren, und somit prognostiziert werden müssen. So bewegt sich die Immobilieninvestition im Spannungsfeld zwischen erwarteter Rendite, einem schwer prognostizierbaren zukünftigen Risiko und der Nebenbedingung einer vorhandenen Liquidität.

Risikostruktur

Der US-amerikanische Vordenker der Immobilienwirtschaftslehre James A. Graaskamp brachte schon früh die Komplexität der Immobilie als „Cash-cycle Enterprise“ auf den Punkt, indem er beschrieb: „*The business of real estate is the conversion of space-time to money-time*“ [15].

Mietzahlungsströme als Beurteilungsmaßstab

Immer wieder wird zu Recht kritisiert, dass eine rein finanzwirtschaftliche Sicht auf die Immobilie nicht ausreichend sei, da gerade, wenn Probleme auftreten, eine finanzwirtschaftliche Sicht, also die Beurteilung der Mietzahlungsströme, als alleiniger Maßstab ohne Kenntnis der unterliegenden Immobilie zu kurz greife und keinen Rückschluss auf die Ursachen von Fehlentwicklungen zulasse. Hierzu ist und bleibt eine intime Kenntnis der Immobilie, ihres wirtschaftlichen Umfeldes und ihres rechtlichen Korsetts unerlässlich, gerade was die Nachhaltigkeit der Zahlungsströme angeht. Jedoch ist selbstverständlich das „Money-time“-Konstrukt ein hervorragendes Proxy, solange die Fundamentaldaten nicht außer Acht gelassen werden: Im Immobilienin-

**„It’s the voids,
not the solids“:
Cashflow durch
austauschbares
Business-Modell**

vestment steht dieses Konstrukt – Zahlungsstrom über die Zeit – zu Recht im Vordergrund des Interesses und der Analyse, wird doch auf dieser Basis, beispielsweise im Ertragswertverfahren, über die Mietzahlungsströme sowie den Vervielfältiger der Verkehrswert der Immobilie bestimmt.

Es war ebenfalls James Graaskamp, der mit seinem „It’s the voids, not the solids“-Argument (Immobilienwirtschaftslehre, Band I – Management, Beitrag A1) darauf aufmerksam machte, dass die produktiven Elemente der Immobilienwirtschaft die Hohlräume, also die zu nutzende immobilienwirtschaftliche Fläche, und nicht die sie umgebenden „Ziegel und Mörtel“ seien [16]. Dies lässt den Schluss zu, dass im Bereich des Immobilieninvestments Investoren und Finanzierer im Vergleich zu anderen Asset-Klassen in dieser Beziehung einen Vorteil besitzen: Birgt immobilienwirtschaftlicher Besitz über die volkswirtschaftlichen, materiellen, finanzwirtschaftlichen und rechtlichen Besonderheiten Risiken, so ist es doch von Vorteil, dass es durch fremdgenutzten Immobilienbesitz zu keiner unumstößlichen Abhängigkeit des Nutzers kommt: Der Nutzer, beispielsweise als Mieter, bedient den Vermieter mit einem Mietzins. Ist der Nutzer nicht mehr in der Lage, diesen Mietzins zu entrichten, geht aus diesem Grund nicht die Immobilie unter, sondern der Vermieter kann sich schlussendlich vom Mieter trennen und neu vermieten. Somit bedeutet eine Investition in Immobilien nicht notwendigerweise Klumpenrisiko, da der eigene Betrachtungsgegenstand die Mietfläche ist, auf der durch das Business-Modell (oder Einkommen) eines Mieters Wertschöpfung in Form von Zahlungsströmen erbracht wird. Die jeweiligen Business-Modelle oder Einkommen sind häufig breit gestreut und generell austauschbar, was Immobilienbesitz in dieser Dimension zu einer flexiblen Asset-Klasse werden lässt (siehe weiterführend Beitrag D4, Abschnitt 1.2).

5 Fazit

Die Besonderheiten von Immobilien und deren Märkten sind vielfältig: Im vorliegenden Beitrag wurden die volkswirtschaftlichen, materiellen und finanzwirtschaftlichen Besonderheiten von Immobilienmärkten respektive Immobilien behandelt. Diese wirtschaftlichen Besonderheiten werden in Immobilienwirtschaftslehre, Band III – Recht, durch die rechtlichen Besonderheiten vervollständigt.

Die Analyse macht deutlich, dass es einer komplexen Vielzahl an verschiedenen Beurteilungsmaßstäben und Kenntnissen bedarf, um Immobilien wirtschaftlich bewerten zu können. Die maßgeblichen Eigenschaften, die es bei jeder Immobilientransaktion zu analysieren gilt, sind die realistischen Einschätzungen der aktuellen und vor allem zukünftigen Zahlungsströme, der Lage und ihres Entwicklungspotenzials, der Substanz zum Zeitpunkt der Transaktion, aber auch die lokale Wertschöpfung am Standort selbst und damit einhergehend die strukturellen Zukunftsperspektiven sowie der Stand im jeweiligen Immobilienzyklus als Variable zur Bestimmung des (Ver-)Kaufpreises, der auf die jeweilige Situation Anwendung findet.

6 Literaturverzeichnis

- [1] Vgl. Jones Lang LaSalle: Frankfurt Office Market Profile – Q4 2010, S. 2.
- [2] Vgl. Graaskamp, J.: The Failure of Universities to teach the Real Estate Process as an Interdisciplinary Art Form, speech delivered at University of Connecticut on Oct. 17, 1977, in: Jarchow, S. (Hrsg.): Graaskamp on Real Estate, Washington 1991, S. 52.
- [3] Vgl. Voigtländer, M., et al.: Wirtschaftsfaktor Immobilien – Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive, Berlin und Wiesbaden 2010, S. 1. Die Autoren wählen eine Abgrenzung der Immobilienwirtschaft im weiteren Sinne, die auf Produktebene neben Grundstücken und Hochbauten ebenfalls Tiefbauten (z. B. Verkehrsinfrastruktur) enthält und auf Prozessebene beispielsweise ebenfalls die Bauwirtschaft, Immobilienberatungsdienstleistung oder Gebäudereinigung.
- [4] Vgl. Jowsey, E.: Real Estate Economics, New York and Hampshire 2011, S. 43.
- [5] Vgl. Archer, W. R./Ling, D. C.: The three dimensions of Real Estate Markets: Linking space, capital, and property markets, in: Real Estate Finance, Vol. 14, 1997, Nr. 3, S. 7–14; mit Ergänzungen und Modifikationen von Wernecke, M. (2004): Büroimmobilienzyklen – Eine Analyse der Ursachen, der Ausprägungen in Deutschland und der Bedeutung für Investitionsentscheidungen, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Köln 2005, S. 57, sowie eigene Ergänzungen.
- [6] Vgl. Pyhrr, S., et al.: Project and Portfolio Management Decisions, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 9, Nr. 1, 2003, S. 1–16.
- [7] Vgl. Rottke, N./Wernecke, M.: Lebenszyklus von Immobilien, in: Immobilienökonomie, Bd. 1, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Aufl., München 2005.
- [8] Vgl. Downs, A.: Niagara of Capital: How global capital has transformed housing and real estate markets, Washington 2007, S. 55.
- [9] Vgl. Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S./Rottke, N.: Grundlagen der Projektentwicklung aus immobilienwirtschaftlicher Sicht, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. akt. und überarb. Aufl., Kap. 1, Köln 2002, S. 72.
- [10] Vgl. Heyser, H.: Bestimmungsgründe des Büromietzinses – Hedonistische Mietpreise am Beispiel des Münchner Gewerbemarktes, in: Broermann, J. (Hrsg.): Volkswirtschaftliche Schriften, H. 549, Berlin 2006, S. 45.
- [11] Vgl. www.interhyp.de/pdf/Nebenkosten-beim-Immobilienkauf.pdf, www.interhyp.de, abgerufen am 20. Januar 2012, sowie Finanztest: Immobilien als Kapitalanlage: Grobe Schnitzer, 6/2002, S. 32–34.

- [12] Vgl. Schindler, F./Rottke, N./Füss, R.: Predictability and (In-)Efficiency of Securitized Real Estate Markets, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, May-Aug. 2010, Vol. 16, Nr. 2, S. 174.
- [13] Vgl. Junghanns, K.: Immobilienaktien haben wenig Charme, Stabilität und Sicherheit sind keine verlässlichen Indikatoren mehr, in: *Handelsblatt*, 7. März 2002, Quelle: www.handelsblatt.com/archiv/immobilien-aktien-haben-wenig-charme;509550, abgerufen am 6. Februar 2011.
- [14] Vgl. Geltner, D.: Smoothing in appraisal-based returns, in: *The Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 4, Nr. 3, 1991, S. 327–345.
- [15] UWDC (University of Wisconsin Digital Collections): Graaskamp, J. – Assorted bits from additional classes taught by Graaskamp, Business 532 (management process) and 554 (residential property development and management): examples of student projects, S. 9, <http://digital.library.wisc.edu/1711.dl/RealEstate.Assorted>, abgerufen am 20. Januar 2012.
- [16] Vgl. Graaskamp, J., (1991), a. a. O., S. 52.

Immobilienwirtschaftslehre - Ökonomie
Rottke, N.; Voigtländer, M. (Hrsg.)
2017, XXVIII, 921 S. 279 Abb., Hardcover
ISBN: 978-3-658-18194-9