

Sonderdruck aus:

Christoph J. Börner | Oliver Everling
Robert Soethe (Hrsg.)

Kauf, Miete und Leasing im Rating

Finanzierungswege langlebiger
Wirtschaftsgüter sicher beurteilen

1. Auflage 2008
Betriebswirtschaftlicher Verlag Dr. Th. Gabler
Wiesbaden

www.gabler.de

Immobilien als Assetklasse

Robert Soethe/Elmar Pfeiffer

1. Einleitung
2. Begriffsbestimmungen
3. Immobilien: Grundlegende Charakteristika
4. Prinzipien der Raumorganisation
 - 4.1 Nutzungsdifferenzierung
 - 4.1.1 Erreichbarkeit
 - 4.1.2 Absatzreichweiten/Einzugsradien
 - 4.1.3 Kostenbelastbarkeit
 - 4.1.4 Verbundvorteile
 - 4.1.5 Sonstige Faktoren
 - 4.1.6 Planungseinflüsse
 - 4.2 Ergebnis: Zentralsysteme
5. Standortaspekte
 - 5.1 Potenzialraumtypen
 - 5.1.1 Räume aktiver Aufwertung
 - 5.1.2 Räume passiver Aufwertung
 - 5.1.3 Statische Räume
 - 5.1.4 Räume aktiver Abwertung
 - 5.1.5 Räume passiver Abwertung
 - 5.2 Bevölkerungsentwicklung
6. Objektspezifika
 - 6.1 Standortangemessenheit
 - 6.2 Nutzungsangemessenheit
 - 6.3 Mehrnutzerfähigkeit

- 6.4 Flächeneffizienz
- 6.5 Kostenaspekte
- 7. Immobilienrating
 - 7.1 Modellgrundlagen
 - 7.2 Nutzung, Konzept, Immobilie
 - 7.3 Zentrensystem als Basis
 - 7.4 Demografie
 - 7.5 Kontrollgröße Bodenpreis
 - 7.6 Andere Faktoren
- 8. Immobilien als Anlagemedium
- 9. Kauf, Miete oder Leasing
- 10. Fazit

1. Einleitung

Dieser Beitrag widmet sich Immobilien als Assetklasse. Schwerpunktmäßig beleuchtet er zunächst Immobilien an sich. In einem zweiten Abschnitt wird ein Immobilien-Ratingmodell skizziert. Dieser Ansatz ist logisch, insofern das Rating von Immobilien besitzenden bzw. reinen Immobilienunternehmen danach verlangt, deren Bestände marktgerecht einzuwerten. Dies impliziert auch projektive Momente, also die Frage, wie sich diese Bestände wertmäßig voraussichtlich entwickeln. Ein dritter Abschnitt beleuchtet die Perspektiven von Immobilienanlagen. Der Artikel mündet in ein Fazit, das die unterschiedlichen Investitionsformen „Kauf, Miete oder Leasing“ abhängig von Raumtypen unter dem Blickwinkel der speziellen Assetklasse „Immobilie“ bewertet.

2. Begriffsbestimmungen

Der englische Begriff „asset“ bedeutet **Wirtschaftsgut, Vermögensgegenstand und Anlagemedium**. Assetklasse ist somit ein Vermögens- bzw. Anlagesegment. Oder, anders ausgedrückt: ein Vehikel, um Geld zu sichern und möglichst zu mehren, also Renditen zu erzielen.

Immobilien sind als unbewegliche Wirtschaftsgüter definiert. Es handelt sich um bebaute oder unbebaute Grundstücke einschließlich verbindender Infrastrukturen wie Kanalisationen, Straßen, Brücken und dergleichen. Dass Immobilien dynamische Prozesse spiegeln, offenbart sich, werden sie als Schnittstellen menschlicher Bewegung bzw. Aktivität begriffen, als Ergebnis menschlicher Organisation im Raum und des Raumes. Immobilien sind Nutzungsplattformen bzw. -hüllen.¹ Ausgehend von dieser Begriffsbestimmung liegt es nahe, einigen Fragen besonderes Augenmerk zu schenken: Wie manifestieren sich Nutzungen im Raum? Wie entstehen Nutzungsmuster? Wie entwickeln sich Räume bzw. Nutzungsmuster fort?

3. Immobilien: Grundlegende Charakteristika

Immobilien sind auf lange Nutzungsdauern ausgelegte, vergleichsweise hochpreisige, standortgebundene Objekte. Sie dienen vielfältigen Zwecken. So gibt es Wohn-, Gewerbe- oder Infrastrukturimmobilien. Diese Obergruppen gliedern sich wiederum in zahlreiche Unterarten. Beispielsweise bestehen im Gewerbebereich unter anderem Produktions-, Büro-, Handels-, Hotel-, Mischnutzungs- und Logistikimmobilien. Die Formensprache und

¹ Besonders augenfällig wird dies bei Logistikimmobilien: Diese stellen Drehkreuze bzw. Schnittstellen teils sehr spezieller, sich oftmals rasch wandelnder Beziehungs- und Transportgeflechte dar – ein Grund für häufig angestrebte kurzläufige Mietverträge.

Typenvielfalt wächst weiterhin. Bedingt durch relativ lange Lebensdauern und spezielle Nutzeranforderungen kennzeichnen Objekte einer Unterkategorie häufig unterschiedliche technisch-technologische Merkmale.

Je stärker sich Immobilien ballen, desto mehr entwickeln sie sich von umfeldgeprägten Konglomeraten zu Umfeld prägenden multifunktionalen Einheiten, zu Zentren. In Immobilien manifestieren sich also auf verschiedenen räumlichen Ebenen verschiedenste Funktionen in unterschiedlichen Funktionszusammenhängen. Darüber hinaus spiegeln Immobilien Mentalitäten und gesellschaftliche Realitäten. Eine Ableitung liegt auf der Hand: **Der** Immobilienmarkt ist eine Fiktion, genauso **die** Assetklasse Immobilie.

Trotz regionaler bzw. internationaler Besonderheiten und vielfältiger Immobilienarten organisieren sich Nutzungen bzw. Menschen räumlich nach allgemein gültigen Prinzipien. Diese nachzuvollziehen ist wichtig, um die Ertragssicherheit und mögliche Wertentwicklung von Immobilien abschätzen zu können. Diese Faktoren wiederum entscheiden maßgeblich darüber, ob Kauf-, Leasing- oder Mietneigungen besonders ausgeprägt sind.

4. Prinzipien der Raumorganisation

4.1 Nutzungsdifferenzierung

In Städten wie auf dem Land bestehen spezialisierte Nutzungszonen bzw. funktionsräumliche Differenzierungen: Büronutzungen neigen dazu, sich zu clustern, Wohneinheiten, Gewerbebetriebe, Industrieanlagen, logistische Einrichtungen, der Handel. Nutzungen sortieren sich vertikal, horizontal oder diagonal (niveaubezogen). Ursächlich zeichnen vier maßgebliche Steuerungsgrößen:

- die Erreichbarkeit als Grundstückswerte bestimmende Schlüsselgröße; Bodenpreise selektieren Nutzungen
- die Mietkostenbelastbarkeit jeweiliger Nutzungen bzw. ihre Ertragskraft
- die Absatzreichweite von Produkten bzw. Leistungen
- das Ausmaß funktionaler Nähe bzw. ertragswirksamer Verflechtung von Nutzungen und Angeboten untereinander

4.1.1 Erreichbarkeit

Erreichbarkeit ist ein universell wertbestimmendes Moment. Unterschiedliche Grade alltagsbedeutsamer Erreichbarkeit übersetzen sich in räumlich abgestufte Nutzungsdichten. Sie bestimmen über die Bedeutung von Orten: Die Anzahl von Wechseln bzw. Wechselmöglichkeiten der Bewegungsart, Häufigkeit und Selbstverständlichkeit des Wechsels sind das Bedeutungsmaß schlechthin.

Bestens erreichbare Grundstücke zeichnen sich durch hohe Preise aus. Verkürzt ausgedrückt spiegelt der (marktgerechte) Preis den Nutzwert von Grund und Boden wider. Es gilt: Je höher der am Ort erzielbare Ertrag, desto intensiver und höherwertiger wird der Grund genutzt. Ausgehend von Hochnutzungsinseln (Stadtzentren usw.) sinken die Nutzungsintensitäten (zumeist) ab. Regelhaft stellt sich ein von innen nach außen gerichtetes Bodenpreisgefälle ein. Idealtypisch ringförmige Nutzungs- und Bodenpreismuster werden unter anderem bedingt durch radiale Verkehrsachsen meist sektoral überlagert. Quer zur Straßenrichtung stellen sich ähnliche Nutzungsabfolgen ein wie bei aufeinander folgenden Ringen. Das Artenspektrum ist tendenziell schmaler. Um Kreuzungen von Ringstraßen und Radialen bilden sich verbreitet Inseln kommerzieller Nutzungen aus: Zentren wechselnder Größe. Das Grundmuster der Makroebene spiegelt sich auf der Mikroebene.

Regelhafte Nutzungsabfolgen stellen sich auch vertikal, also von unten nach oben ein – weil Höhe Bewegungswiderstand bedeutet und dieser die Erreichbarkeit jeweiliger Gebäudeflächen oder Zielorte mindert. Mit wachsender Höhe nimmt die Anzahl zur Raumüberwindung williger Menschen ab. Das besagt zugleich, dass die Zahl hier existenzfähiger Nutzungen sinkt.

4.1.2 Absatzreichweiten/Einzugsradien

Von unterschiedlichen Nutzungen benötigte Erreichbarkeitsgrade variieren: Angebote, die sich in einem Einzugsgebiet weniger Minuten Fußweg tragen, bedürfen keiner U-Bahnbindung, keines Fernbahn- oder Autobahnanschlusses. Auch die Verkehrslage des Makrostandortes (Stadt/Gemeinde) ist unerheblich. Backwarenverkaufsstellen kommen mit 3.000 Menschen im Einzugsgebiet blendend aus – Modefilialisten nicht. Regener Kundenverkehr kann sich auf unterschiedliche Weise einstellen:

- Viele Kunden aus einem kleinen Einzugsgebiet kommen sehr häufig; das ist für periodisch nachgefragte Produkte wie Nahrungsmittel typisch.
- Einzelne Kunden kommen seltener, doch aus einem größeren Einzugsgebiet; derartige Frequenzmuster weisen Standorte mit hohem Anteil von Waren und Dienstleistungen des mittelfristigen Bedarfs auf.
- Kunden beanspruchen jeweilige Nutzungen nur gelegentlich, das Einzugsgebiet greift jedoch so weit aus, dass es den Standort trägt; diese Art Kundenbeziehung kennzeichnet dem langfristigen Bedarf zuzählende Großflächen, die Hotellerie, Kliniken usw.

Grundsätzlich gilt: Je höherwertiger ein Gut oder eine Leistung, desto größer die Absatzreichweite. Umgekehrt benötigen Anbieter hochwertiger Waren bzw. Dienstleistungen diese größeren Einzugsgebiete. Damit entwickeln sie einen natürlichen Hang, Innenstadtlagen einzunehmen. Ausnahmen bilden Anbieter sperriger Produkte und hochgradige Spezialisten, die gezielt vor allem sehr selten aufgesucht werden.

4.1.3 Kostenbelastbarkeit

Die Bodenpreistheorie birgt eine Schlussfolgerung: Im Gerangel um diese oder jene begehrte Lage setzt sich die zahlungsfähigste Nutzung durch. Weniger ertragsstarke Wettbe-

werber werden verdrängt oder gelangen nicht an den Standort. Die namhafte Steuerkanzlei macht das Rennen gegen die Versicherungsagentur, der Handel schlägt das Handwerk, die Büronutzung das Wohnen. Auch innerhalb jeweiliger Wirtschaftszweige setzen sich Branchen und Funktionen höchster Zahlungsfähigkeit durch. Im Einzelhandel teilen Mode- und Schuhanbieter samt wenigen anderen Branchen beste Lagen unter sich auf. Größere Lebensmittel, Schreibwaren- oder Stoffhändler müssen sich mit zweit- oder drittrangigen Standorten begnügen. Im Bürobereich finden sich Repräsentanzen in Spitzenlagen großer Städte, nur ausnahmsweise einfache Verwaltungsfunktionen.

4.1.4 Verbundvorteile

Artgleiche und einander ergänzender Einrichtungen profitieren von einer räumlichen Vergesellschaftung. Besonders befruchten Nutzungen einander, deren Leistungen ähnlich häufig nachgefragt werden, funktional zusammenhängen und/oder in gewissem Maße gegeneinander austauschbar sind. Rücken sie räumlich zusammen, erzielen sie – jede für sich – höhere Umsätze als bei Alleinlage. Eine Folge dieses Prinzips liegt darin, dass Branchen bzw. Anbieter, die einander fördern, dazu neigen, standörtliche Gemeinschaften auszubilden. Weniger offensichtlich ist der latent wirkende Mechanismus, Nutzer mit suboptimalem Verbundbeitrag auszugrenzen. Bei stark synergetischem Effekt können Anbieter gemeinsam Standorte erschließen, die ohne Verbundwirkung unerschwinglich für jeden einzelnen wären: Sie schlagen Branchen bzw. Nutzungen aus dem Feld, die an sich höhere Mieten zahlen, jedoch weit weniger auf Verbundvorteile bauen können.

4.1.5 Sonstige Faktoren

Auf Nutzungsmuster nehmen einige bislang unberücksichtigte Faktoren Einfluss; auch diese können unter dem Begriff **Erreichbarkeit** geführt werden. Eine dieser Steuerungsgrößen ist beispielsweise der Wind. In Zonen vorherrschend westlicher Winde wurden lärmende oder geruchsbelästigende Einrichtungen regelhaft im Osten von Siedlungen angelegt. Deshalb gibt es viele noble Wohngegenden in städtischen **Westends**.

Der Erreichbarkeitsbegriff besitzt auch psychologische bzw. soziale Dimensionen. So flüchten sich (nicht nur) betuchtere Kreise in vielen Ländern zunehmend in geschlossene, von der Umgebung abgekapselte Wohnsiedlungen, die „gated communities“. Hier wird Erreichbarkeit vorsätzlich eingeschränkt. Der Wert hiesiger Immobilien ist dennoch und trotz geringer Nutzungsintensität vergleichsweise hoch, weil viele Menschen vermeintliche Sicherheit oder Prestigeaspekte bezahlen. Andererseits beeinträchtigt die z. B. in den USA verbreitete Verelendung, die entlang scharfer räumlicher Trennlinien verlaufende ethnisch-soziale Segregation die Erreichbarkeit vieler Stadtquartiere: Unwohlsein, Kriminalität, sichtbare Not wirken zugangshemmend, erreichbarkeitsmindernd.

4.1.6 Planungseinflüsse

Planungsrechtliche Festsetzungen beeinflussen die Raumorganisation erheblich. Alleine über die Vorgabe von Grundstücksgrößen und Geschossflächenzahlen lässt sich steuern, wer wo bauen kann und wer nicht. Auch die Art baulicher Nutzung kann festgelegt wer-

den: Geschosswohnen hier, Einzelhandel da, Büro dort, Gemeindebedarfseinrichtungen mittendrin, Wohnen am Fluss. Nur: Prinzipien wirtschaftlicher Raumorganisation zuwider laufende planerische Konstrukte überleben in marktwirtschaftlichen Systemen nicht.

4.2 Ergebnis: Zentrensysteme

Genannte Faktoren übersetzen sich in Zentrensysteme. Einerseits bilden Städte und Gemeinden untereinander funktionale Rangfolgen aus. Sie sind mehr oder minder bedeutend für größere oder kleinere Bevölkerungsausschnitte einer Region, eines Landes, fallweise eines Kontinents. Nutzungsvielfalt und -dichte und somit Marktbreite und -tiefe verringern sich von Metropolen über Groß-, Mittel- und Kleinstädte hin zu Landgemeinden. Zum anderen entwickelten sich innerörtlich Nutzungszonen unterschiedlicher Art und Bedeutung, also wiederum gestufte Zentrensysteme. Innerhalb von Siedlungskörpern fallen Nutzungsdichte und -vielfalt von den Hauptzentren bzw. Innenstädten über Stadtteil- und Nahbereichszentren hin zu nicht-zentralen Bereichen ab.

5. Standortaspekte

Das wesentliche Merkmal von Immobilien ist ihre dauerhafte Standortgebundenheit. Folglich bestimmen Lagekriterien mehr als alle anderen Momente über die Ertragskraft, Marktgängigkeit und Wertentwicklungsaussichten von Immobilien: Passt der Standort nicht, scheitern die besten Konzepte.

Zu unterscheiden sind drei räumliche Standortdimensionen: Makro-, Meso- und Mikrostandort. Unter Makroebene ist ein größerer Funktions- bzw. Verflechtungsraum zu verstehen, so ein Metropolraum oder eine Stadt samt Umland. Die Mesoebene steht z. B. für ein großstädtisches Viertel oder eine Gemeinde innerhalb eines Speckgürtels. Die Mikroebene schließlich bezeichnet den Standort einer Immobilie einschließlich dessen Nahbereich. Die drei Ebenen folgen häufig unterschiedlichen Entwicklungslinien. Zwar sind Stadtteile und Standorte aufstrebender Städte im Mittel chancenreicher als in absteigenden. Nur kann sich die Stadt gleichsam fort von einem Viertel und ein Viertel fort von einem eingebetteten Mikrostandort entwickeln.

5.1 Potenzialraumtypen

Wohin welche Ebene qualitativ tendiert, entscheidet maßgeblich darüber, ob Kauf-, Miet- oder Leasinglösungen präferiert werden. Zu unterscheiden sind fünf Potenzialraumtypen, die in den folgenden Abschnitten vorgestellt werden.

5.1.1 Räume aktiver Aufwertung

Diesem Typ gehören Räume an, die öffentliche Hand und/oder private Wirtschaftsträger strukturell bzw. charakterlich nennenswert überformen. Der Bogen spannt sich von Marketing- und Managementaktivitäten über verkehrliche Maßnahmen bis hin zu städtebaulichen Vorhaben wie Quartierssanierungen oder der Anlage neuer Stadtteile. Verbreitet nutzt die Planung aktive Aufwertungsmaßnahmen, um positive Entwicklungen im weiteren Umfeld auszulösen. So wird der Bau von Einkaufszentren als Mittel begriffen, niedergehende Räume zu revitalisieren. Oft missglücken derartige Versuche, viele indes wirken standortfördernd. Als Beispiel stark managementorientierter Ansätze können Business-Improvement-Districts (BID) herangezogen werden. In den USA gilt ihre Ausweisung als bewährtes Aufwertungsvehikel. Viele BID-Projekte können als Spielart einer „public private partnership“ beschrieben werden: Die Stadt gewährt Steuernachlässe, die Privatseite investiert in baulich-gestalterische Maßnahmen, Marketing, Sicherheit usw.

Je großmaßstäbiger Aufwertungsprojekte ausfallen, desto heikler gestalten sie sich. Vielfach wechselwirkende funktionale Bezüge, Nutzungs- und Nutzeransprüche, infrastrukturelle Erfordernisse und Marktströmungen sind zu berücksichtigen. **Markt** ist das Stichwort. Dauerhaft aufwertend wirken ausschließlich wirtschaftlich selbsttragende Projekte. Aufwertungen können im Bestand wie auf bislang ungenutztem Grund vollzogen werden. Kleinere, im Bestand umgesetzte Vorhaben sind berechenbarer als großflächige Reißbrettentwicklungen. Dies insbesondere aufgrund besser bestimmbarer Lagegängigkeit bzw. einer klarer fassbaren Akzeptanzwahrscheinlichkeit durch potenzielle Nutzer. Sie scheitern seltener als verbundlos bzw. eigenständig umgesetzte Planungen.

5.1.2 Räume passiver Aufwertung

Passive Aufwertungen vollziehen sich losgelöst von spektakulären Projekten oder gebietsweit abgestimmten Planungen. Auslösend kann beispielsweise die Einmietung oder der Bau eines namhaften Büronutzers sein, der erst Satellitenfirmen, bald Wettbewerber anzieht. Ergebnis: Eine wachsende Zahl gewerblicher Nutzungen findet gedeihliche Daseinsgrundlagen vor. Und, es tragen sich gehäuft höherwertige Angebote. Auch Niveau- und Luxuslagen des Einzelhandels kristallisierten mehrheitlich in Form passiver Aufwertung aus. Wiederum kann die Standortwahl eines Pionierbetriebs ausreichen, entsprechende Prozesse anzustoßen. Ein weiteres Beispiel passiver Aufwertung bietet die Entwicklung mancher Stadtquartiere zu Szene- bzw. In-Vierteln.

5.1.3 Statische Räume

In diese Kategorie fallen Räume, die sich qualitativ wie quantitativ wenig verändern. Diesem Raumtyp gehören viele metropolitane Kernlagen an, die Laufmeilen des Einzelhandels. Einmal in Fußgängerzonen umgewandelt, verharren sie weitgehend auf erreichtem Niveau. Hier und da kommt ein neues Kaufhaus oder eine weitere Passage hinzu, doch verändert dies strukturelle Grundzüge selten. Wenig dynamisch zeigen sich zahlreiche Wohnlagen, so die meisten Villenviertel und altersmäßig ausgewogen durchmischte Wohnviertel mit solidem Handels-, Gastronomie- und Dienstleistungsbesatz.

5.1.4 Räume aktiver Abwertung

Zu diesem Typus zählen Räume, deren Abstieg durch eigentümergeitig geförderten Substanzverfall ausgelöst bzw. beschleunigt wird. Vielfach signalisieren aktive Abwertungen spekulative Erwartungen. Diese können einem Wachstum von Geschäftskernen entspringen. In Richtung der City-Stoßfront entsteht ein Spekulationsvorfeld. Oftmals sind entsprechende Prozesse mehr oder minder planungsinduziert, also nicht faktisch begründet, sondern von planerischen Wunschvorstellungen getragen. Einen baldigen Einbezug in dicht bebaubare, von hohen Gewerbemieten geprägte Zonen erwartend, ergreifen zahlreiche Eigentümer citynaher Wohngebäude oder ertragsschwacher Gewerbeobjekte verfallsbeschleunigende Maßnahmen, um jeweilige Mieter zu vertreiben und ihre Gebäude durch rentablere, gewerbliche Bauten ersetzen zu können.

5.1.5 Räume passiver Abwertung

Zu diesem Typ gehören Räume schwindender Bevölkerung, ausdünnender Infrastrukturen, fallenden Sozialstatus, rückläufiger Immobilienpreise usw. Höherrangige Nutzungen weichen Not- und Ersatznutzungen, Leerstände tun sich auf und nehmen zu. Hier fährt ein wachsender Kreis von Hauseigentümern Erhaltungsaufwendungen zurück, unterlässt Folgeinvestitionen, wirtschaftet die Bausubstanz ab. Im Extrem verwarlosen jeweilige Viertel. Derartige Entwicklungen griffen in nahezu jeder größeren, von Ein- und Zuwanderern gefluteten US-Stadt. Passive Abwertungen kennzeichnen auch infrastrukturell gut ausgestattete europäische Nachbarschaften. Paradebeispiele bieten gering verdichtete Eingenerationensiedlungen. Sie wurden vielfach aus einem Guss entwickelt, von Familien ähnlicher Alterszusammensetzung bevölkert. Sie reifen in sich, der Nachwuchs zieht weg, die Einwohnerzahl fällt drastisch. Folge: Handels-, Dienstleistungs- und Gastronomiebetriebe brechen weg, die Lebensqualität sinkt. Hierzulande besonders augenfällig sind passive Abwertungen in Handelslagen. Nahbereichs- und Stadtteilzentren verfallen angesichts schwindender Bevölkerungszahl im Einzugsgebiet. Sie siechen auch infolge zunehmender Verbreitung flächenmächtiger Verkaufseinrichtungen, die übermäßig Kaufkraft aus ihrem Einzugsbereich absaugen. Der Raumkategorie sind – mitbedingt durch hohen Flächendruck im Einzelhandelsektor – vermehrt Innenstadtrandlagen zuzuordnen. So mutieren 2a- zu 2b-Lagen, manche ehemals solide 1b-Lage gibt nach. Ursächlich zeichnet unter anderem, dass Filialisten Spitzenlagen enger fassen. Galten früher noch Lagen mit 60–70 Prozent des frequenzstärksten Punktes als erstklassig, so wanderte die Maßlatte zwischenzeitlich auf 75–85 Prozent.

Zwischenbilanz

Unscheinbare wie offensichtliche Zeichen verweisen auf die Entwicklungsrichtung von Räumen. Die wenig sinnfälligen Hinweise wahrzunehmen, ist entscheidend im Rahmen von Trendermittlungen. Die Statistik kommt diesbezüglich oft zu spät: Manches wandelt sich, bevor es zahlenmäßig erfasst bzw. fassbar wird. Offenkundig ist, dass Entwicklungen unterschiedlicher Räume eine Wechselwirkung haben können. Diesbezüglich gebührt einigen investitionsbezogenen Fragen entscheidendes Gewicht: Halten Entwicklungstrends

an? Wirken ergriffene Maßnahmen dauerhaft in diese oder jene Richtung, äußern sie sich wunschgemäß? Besteht ein ausgeklügelter, auf klar formulierten Leitlinien beruhender Planungsrahmen? Pflegen zuständige Instanzen eine berechenbare bzw. verlässliche Planungs- und Genehmigungspolitik? Da räumliche Entwicklungen alten bewegungsökonomischen Mustern folgen und gewachsene Raumstrukturen vergleichsweise träge Gebilde darstellen, bietet eine sachgerechte Erfassung von Potenzialraumtypen einige Sicherheit, sinnvoll zu investieren bzw. Investitionen am falschen Ort zu vermeiden.

5.2 Bevölkerungsentwicklung

Einwohnerzahl und Bevölkerungsentwicklung bestimmen maßgeblich über die Marktchancen absatzorientierter Unternehmen, Marktbreite und -tiefe, Auslastung und Stabilität infrastruktureller Einrichtungen, den städtebaulichen Verdichtungsgrad, die Bodenpreisentwicklung, die Wertentwicklungsaussichten von Immobilien. Ein Musterbeispiel für ausnehmend fein auf Bevölkerungsentwicklungen reagierende Handelsnutzungen bieten Nahversorger bzw. grundversorgungsorientierte Betriebsformen (Supermärkte usw.).

Die Bevölkerungsentwicklung ist ein primärer Indikator der einem Raum zugebilligten Wirtschaftskraft und Entwicklungsfähigkeit: Menschen zieht es in Gebiete, in denen sie Chancen vermuten; sie verlassen Orte, an denen sie diese missen. Gefälle löst Bewegung aus. Die Wanderung zwischen Mexiko und den USA veranschaulicht das so deutlich wie die deutsche Binnenmigration. Zuvorderst siedeln Leistungswillige um, darunter viele junge Menschen. Sie gründen am Zielort Familien, zeugen im wahren Wortsinn Wirtschaftsleistung. Die Nachfrage nach Gütern, Dienstleistungen, Immobilien steigt.

Die Bevölkerungsentwicklung ist eine mächtige Größe. In weiten Teilen Europas erhält diese eine neue Qualität: Die Einwohnerzahlen fallen. Gehen Abwanderung und Geburtendefizit regional Hand in Hand, bahnt sich ein immobilienwirtschaftliches Desaster an. Ganze Landstriche entvölkern sich; Immobilien verlieren an Wert. Wie gewaltig die Konsequenzen sein können, lässt sich an vieler Orten ausufernden Leerständen von Handels-, Büro- und Wohnimmobilien ablesen.

6. Objektspezifika

Immobilien sind einmal standortangepasst zu entwickeln, zum anderen entsprechend nutzungsspezifischer Erfordernisse. Denn: Gleichsam in Stein gegossene Reibungspunkte ziehen sich vielfach über die gesamte Nutzungsdauer hin. Oder, anders betrachtet: Kostentreibende baulich-konzeptionelle Schwächen schmälern die Erträge und verkürzen die wirtschaftliche Nutzungsdauer.

6.1 Standortangemessenheit

Wird ein standortverfehltes Konzept realisiert, sind handfeste Probleme vorprogrammiert. Dies gilt insbesondere bezogen auf vergleichsweise unflexible Gebäudetypen wie Hotels. Häufig übersehen wird, dass Achsmaß, Geschosshöhe und die Dimensionierung von Funktionsflächen die Hotelkategorie weitgehend festschreiben. Zwar lassen sich auf gehobene Standards ausgelegte Häuser abwerten, doch fällt damit zumeist die Projektkalkulation in sich zusammen, wenn nicht gar die Wirtschaftlichkeit als solche. Umgekehrt lassen sich baulich als 1- und 2-Sterne-Hotels ausgelegte Immobilien schwerlich aufrüsten.

6.2 Nutzungsangemessenheit

Besonderes planerisches Know-how erfordern komplexe Handelsgebilde (Einkaufszentren, Galerien). In einem wettbewerbsintensiven Markt rächen sich bereits kleine Verstöße gegen zentrenplanerische Grundsätze.² Einzig richtig platzierte Magnetbetriebe, ein der Objektgröße angemessener Betriebsgrößen-, Betriebsformen- und Branchenmix, eine Bewegungsmuster aufgreifende innere Erschließung usw. lassen eine nachhaltige Behauptungsfähigkeit zu.

6.3 Mehrnutzerfähigkeit

Die Entwicklung von Bürokomplexen erfolgt vielfach – anders als bei Produktionsbetrieben, deren Hülle sich aus vorab bestimmten Nutzungserfordernissen ableitet – gleichsam von außen nach innen. Das Urprinzip Form folgt Funktion steht bisweilen kopf: Erst wird gebaut, anschließend nach passenden Nutzern gesucht. Nachfragegerechtes entsteht so schwerlich. Der Trend: Nutzerspezifisch geplante Objekte sind gefordert, aber mit Blick auf möglichst hohe Zweitverwendungs- bzw. Nachvermietungs-fähigkeiten ist nutzerspezifisch vor allem dahingehend zu deuten, dass Immobilien dem Nachfrageprofil jeweiliger Lagen entsprechend gestaltet werden. Konkret: Ein bau- und ausstattungsbezogen extrem hochwertiges Bürohaus gehört nicht in eine „back office site“. Und: Die Hülle muss derart flexibel auszugestalten sein, dass ein Objekt an möglichst viele Nutzerbedürfnisse heranzuführen ist.

6.4 Flächeneffizienz

Neue Organisationsformen senken den Büroflächenbedarf je Beschäftigtem. Auf 25–30 qm gründende Projektionen erbringen irrealer Bedarfswerte. Auf solche Größen abhebende Bauten bergen – mangelt es an einfacher Umrüstbarkeit – unausweichlich Vermarktungs-

² Zum Thema vgl. Pfeiffer, E. (2000): ABC der Zentrenplanung; in: German Council Report 1/2000, S. 12–17.

schwierigkeiten. Problemerkandidaten stellen zudem Gebäude mit ungünstigem Verhältnis von Haupt- zu Nebennutzflächen und niedrigem effektiven Ausnutzungsgrad dar.

6.5 Kostenaspekte

Der nicht nur in Deutschland eingeläutete Abbau steuerlicher Vergünstigungen birgt den Zwang, Immobilien zu einem aus sich selbst bzw. ihrer Nutzung heraus tragfähigen Gut zu entwickeln. Hierbei geht es nicht einzig um günstige Baupreise, sondern vor allem um nachhaltige Betriebskostenoptimierungen. So lässt sich bezogen auf Deutschlands Hotelsektor sagen, dass eine Investition um 400.000 EUR, die eine Vollzeitstelle erübrigt, wirtschaftlich sinnvoll ist. Internationale Ketten planen entsprechend. Das Hilton-Prinzip – die Multiplikation eines hochgradig standardisierten Produkts über alle Standorte hinweg – kommt nicht von ungefähr. Die Bauten internationaler Ketten sind nicht nur vergleichsweise kostengünstig zu errichten und auszustatten. Sie sind vor allem auf niedrige Betriebskosten getrimmt. Dieser Punkt entscheidet auch im Bürosektor vermehrt über die Marktgängigkeit von Produkten. Das verwundert kaum, wuchsen sich die Mietnebenkosten doch zur Zweitmiete aus. In vollklimatisierten Bürobauten erreichen sie verbreitet 5–6 EUR/qm. Der gegenwartsbezogene, praktisch erfahrbare Nutzwert rückt in den Vordergrund, Wertsteigerungsgedanken verlieren an Gewicht.

Zwischenbilanz

Zunehmender Wettbewerbsdruck verweist auf die Notwendigkeit, Planung, Bau und Bewertung von Immobilien konsequent an verschärften Nutzeransprüchen, Standortgegebenheiten und ökonomischen Erfordernissen auszurichten.

7. Immobilienrating

Immobilienbezogene Ratingmodelle zielen darauf ab, Immobilien verschiedenen Risikoklassen zuzuordnen, Ertragskategorien abzubilden, Objekte vergleichbar zu machen. Die Einordnung gründet auf vorab festgelegten Kriterien. Teils beinhalten Modelle hunderte Faktoren, die gewichtet und miteinander verrechnet werden. Vorliegender Beitrag skizziert ein Gegenmodell, das inzwischen von internationalen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften unter anderem im Rahmen IFRS-konformer Gestaltungen anerkannt ist. Entwickelt wurde es von der LHI Leasing GmbH, einem Unternehmen, das über 1.800 Objektgesellschaften im In- und Ausland betreut.

7.1 Modellgrundlagen

Es liegt auf der Hand, dass Standortgüte, Nutzungsart, Konzept und Baukörper wichtige Bewertungselemente darstellen. Somit empfiehlt es sich, Schlaglichter auf diese Merkmale zu werfen.

Unscharfe Standortklassifikation

Angesichts der Bedeutung von Standorten wäre eine ausgefeilte Klassifikation zu erwarten. Diese gibt es nicht. Die Branche bedient sich weniger, zudem unscharf gefasster Lageklassen. Von 1a-, 1b-, 2a-, 2b-Lagen ist die Rede. Im Einzelhandelsbereich ist 1a hierbei als frequenzstärkste Lage definiert. Die Reihe wirkt wohlsortiert, sagt jedoch wenig aus. Warum sollten besucherstärkste Lagen die besten für Nobelboutiquen sein? Oder, um über den Handel hinauszublicken, für Büros? Und, weshalb verdienen Laufwegen von Kleinstädten das Prädikat 1a, während vierfach stärker besuchte City-Randlagen von Metropolen unter 2a rangieren? Die kurze Liste verdeutlicht dreierlei:

- Je nach Nutzungsart verdienen Lagen eine unterschiedliche Einordnung.
- Die gängige Standorteinteilung entbehrt einer betriebsformen- und zielgruppenspezifischen Ausrichtung.
- Es handelt sich um ein statisches, auf das Heute gerichtete Schema.

Fazit: Als Grundlage einer Modellbildung taugt das Ordnungssystem nicht.

7.2 Nutzung, Konzept, Immobilie

Ob Nutzungen tragen, hängt vom Standort ab, vom Nutzungskonzept, von baulichen Merkmalen. Jede Immobilie muss gleichsam in die Landschaft passen. Ein diesbezüglich fehlkonzipiertes Objekt standortgerecht anzupassen, fällt zumeist schwer. Zu bedenken ist ein zweiter Gesichtspunkt: Ändern sich Lage- und Standortqualitäten, können sich Immobilien mittelbar in **fehlkonzipierte** Objekte verwandeln. Die verbreitete Misere einst florierender Warenhäuser zeigt dies.

Dürftige Objektklassifikation

In Deutschland verbreitete Objektklassifikationen überzeugen so wenig wie das Lage- bzw. Standortraster. Im Büro- und Wohnungsbereich werden Neu- und Altbauten gehobenen, mittleren und einfachen Standards unterschieden. In den USA bestehen die Kategorien A+, A-, B+, B- und C. Einkaufszentren sind durch Zusätze wie groß, mittel, klein, regional ausstrahlend, offen und geschlossen wenig präzise eingeordnet. Entwicklungsbezogene Gesichtspunkte bleiben außen vor.

Fazit: Solide Grundlagen für eine Modellbildung liefert die übliche Objektklassifikation nicht.

7.3 Zentrensystem als Basis

Nachfolgend vorgestelltes Modell basiert auf einem geografischen Blickwinkel. Das genügt, um ein tragendes Gerüst zu erkennen: das gewachsene Zentrensystem (vgl. Abschnitt 4.2).

Ein zentrenbasiertes Raster bildet, zunächst grob, Chancen-Risiko-Verhältnisse ab. Spürbar wird bereits, dass die zweifache Ausprägung von Zentrensystemen – zwischen und innerhalb von Städten bzw. Gemeinden – einen Aufhänger für eine absolute Risikozuordnung bietet. Der Clou: Lageklassen lassen sich über wenige Folgeschritte einwerten. Um auf ein Beispiel zurückzukommen: 1a-Lagen von Kleinstädten werden chancen- und risikotechnisch mit jenen von Metropolen in Beziehung gesetzt. Das gelingt, indem allen Lage- bzw. Zentrenklassen eine Risikostufe zugewiesen wird. Zur besseren Nachvollziehbarkeit sei die resultierende Tabelle weiteren Überlegungen vorangestellt.³

Tabelle 1: Zentrenbasiertes Raster

Zentrentyp	Einwohner	Z1	Z2	Z3	Z4	Z5	Z6	Z7	Z8	Z9	Z10
Metropole	> A										
Handelslagen		HZ	SZ/ NC	STZ		NBZ	ÜST	P			
Bürolagen		HZ	SZ/ NC/ BZT	BZ1	BZ2	BZ3	ÜST	P			
Großstadt	B–C										
Handelslage			HZ		STZ	NBZ	ÜST		P		
Bürolagen			HZ		BZ1	BZ2	ÜST		P		
Mittelstadt	D–E										
Handelslagen				HZ			NBZ	ÜST		P	
Bürolagen					HZ		BS	ÜST		P	
Kleinstadt	F–G										
Handelslagen					HZ				ÜST		P
Bürolagen							HZ				ÜST/P
Sonstige	< H										
Handelslagen						HZ					ÜST/P
Bürolagen								HZ			ÜST/P
Sonderzentren	VZ/BF qm										
Einkaufs- zentrum	> I			EZ1							
Bürolagen	> J			BSt1							

³ Die vorgestellte, von Zahlen entkleidete Matrix beinhaltet einen Imitationsschutz.

Einkaufszentrum	K-L				EZ2						
Bürolagen	M-N				BST2	EZ3					
Einkaufszentrum	O-P					BST3					
Bürolagen	Q-R										
Fachmarktzentrum	> S				FZ1						
	T-U					FZ2					
	V-W						FZ3				

HZ = Hauptzentrum; SZ/NC/BZ1 = Subzentrum/Nebencity; BZT = Bürolage „Top“; BZ1 = Bürozone 1. Ordnung; STZ = Stadtteilzentrum; BS = Büroschwerpunkt; NBZ = Nahbereichszentrum; ÜST = Übriges Stadtgebiet; P = Peripherie; BST = Bürostadt

Oben abgebildetes Raster verdeutlicht zwei wesentliche Zusammenhänge:

- Die mehrfach angesprochenen 1a-Lagen tauchen nicht auf. Der Grund: Sie verbergen sich gleichsam in der Zentrenkategorie **City/Innenstadt**. Deren räumlich-funktionale Abgrenzung erfolgt scharf, das heißt, Übergangszonen werden als nicht zugehörig definiert. Weiterhin wesentlich ist, dass Zentrenstypen anhand festgelegter Ausstattungsmerkmale bestimmt sind. Wenn also die Innenstadt einer Kleinstadt nur mit Supermarkt, Lebensmitteldiscounter, Drogerie, Bäcker, Metzger, Blumenladen und Apotheke bestückt ist, fällt sie in die Kategorie **gehobenes Nahbereichszentrum**. Die Logik der Matrix wird schlagartig klar. Metropolitane und kleinstädtische Kernlagen trennen Welten: 1a hier ist Risikoklasse 1, dort 4 (Handelslage) bzw. 6 (Bürolage).
- Augenfällig wird, dass verschiedene Orte in mehr oder weniger Risikoklassen vertreten sind. Die Deutung liegt auf der Hand: Je mehr Klassen ein Ort abdeckt, desto mehr Nutzungen trägt er dauerhaft. Genau: Die besten Lagen tun es. Hierzu einige Erläuterungen: Viele in hochrangigen Zentrengliedern nicht (mehr) vertretene Nutzungen kehren gerne zurück. Sie tun es, wenn die Preise erschwinglich werden. Geraten etwa Büromärkte in Phasen des Mietverfalls, leiden schwächere Standorte zuerst und am heftigsten: Nutzer zieht es in Qualitätslagen. So finden eintönige Bürostädte regelhaft zuletzt aus dem Tief und fallen zuerst hinein. Bei Bestlagen verhält es sich umgekehrt. Das Prinzip greift auch zwischen Regionen: Gerät ein Land in eine Wirtschaftsflaute, trifft es eine Gegend schwer, während andere das Tal leidlich überbrücken. Menschen und Unternehmen wandern von hier nach da. Kurz: In höherrangigen Zentren und/oder wirtschaftsmächtigen Regionen finden sich eher und mehr Nachnutzer als in anderen.

Der **Markt** begriff diese Zusammenhänge. Nicht umsonst sind Multiplikatoren in hochrangigen Zentren höher, die Nettoanfangsrenditen niedriger als in nachgeordneten. In letzteren fordern Investoren Risikoprämien. Dasselbe geschieht innerhalb von Orten bzw. Räumen: niedrige Anfangsrenditen im Kern, höhere in Richtung Rand.

7.4 Demografie

Als zweiter Hauptfaktor neben dem Zentrensystem kristallisieren sich Bevölkerungsentwicklungen bzw. -bewegungen heraus. Hierbei sind über Verwaltungsgrenzen hinausgehende Räume als Bezugsbasis heranzuziehen. Da höchstrangige Funktionen größte Einzugsgebiete erschließen, sind ihnen die größten Räume zuzuordnen. Hierzu wiederum ein Beispiel aus dem Handel: Supermärkte bedienen kleinere Absatzgebiete als SB-Warenhäuser, diese kleinere als Einkaufszentren. Sämtlichen Betriebsformen können Einzugsbereiche über Fahrzeitdistanzen zugewiesen werden. Der einen fünf Minuten, der nächsten zehn, anderen 15 oder 30. Nur der Bevölkerungsgang innerhalb dieser Zonen interessiert zunächst. Ein inmitten eines sterbenden Stadtteils gelegener Supermarkt profitiert nicht davon, wenn die Stadt insgesamt wächst, ein ansässiges Möbelhaus hingegen schon.

Doch kehren wir zurück zum Modell. Seine Logik besticht: Mit nur zwei Größen (Zentrentyp plus Bevölkerungsentwicklung) lassen sich Chancen und Risiken einzelner Standorte bzw. Objekte eingrenzen. Beide Faktoren beinhalten und spiegeln zahllose Einzelgrößen, die mithin keiner Erfassung und Aufbereitung bedürfen. Wird eine dritte Größe einbezogen, schärft sich das Bild.

7.5 Kontrollgröße Bodenpreis

Der **Bodenpreis** wird als Kontrollgröße bezeichnet, weil er Ergebnisse zur Bevölkerungsentwicklung plausibel macht. So kann es sich bei dem angeführten sterbenden Stadtviertel um ein Gebiet handeln, das ertragsstärkeren Nutzungen (als der Wohnfunktion) zugeführt wird. Wenn die Bevölkerungszahl sinkt, der Bodenpreis zugleich steigt, besagt das immer, dass solche Prozesse laufen bzw. zum Laufen gebracht werden sollen. Ein Versuch, der missglücken kann. Immerhin wirft das System umgehend einen Hinweis aus, dass eine Supermarktnutzung bei anziehenden Bodenpreisen suboptimal sein kann. Positiv formuliert: Hier schlummert womöglich ein Schatz, den es zu heben gilt.

Zwischenbilanz

Zwei Primärgrößen und ein ergänzender Faktor reichen aus, Chancen und Risiken von Standorten und Immobilien einzugrenzen. Die logische Leitlinie des Modells ist einfach: Je höher der Zentrentyp, desto mehr Nachnutzungsmöglichkeiten bestehen. Das ist ein genereller Ansatz. Das Modell lässt sich zugleich mühelos auf Objekte mit konkreter Nutzung, also den Ist-Zustand anwenden.

7.6 Andere Faktoren

Um das Modell abzurunden, bedarf es einer Handvoll zusätzlicher Indikatoren bzw. Kontrollfaktoren, darunter Kaufkraftniveau und -entwicklung sowie Zentralitätsindices. Bei Bürogebäuden gehen unter anderem nachgewiesene Vermietungsleistungen (Durchschnitt

mehrerer Jahre), ansonsten Schätzwerte ein. Zudem werden Mieteranzahl und -gefüge erfasst. Wozu, das sei erläutert: Wird das Vermietungsvolumen durch die vermietbare Objektfläche geteilt, ergibt sich eine Risikoziffer. Zum Beispiel: Ein Objekt besitzt 50.000 qm Mietfläche und beherbergt einen Mieter. Am Ort werden jahresdurchschnittlich 25.000 qm vermietet. Im Falle einer anstehenden Nachnutzung wäre folglich der zweifache jährliche Mietflächenumsatz des Marktgebiets auf die Immobilie zu ziehen. Das Objekt ist aus marktbezogener Sicht – Bonitätsfragen usw. ausgeblendet – zwingend der höchsten Risikoklasse zuzuordnen. Nach diesem Muster lassen sich zahlreiche Kennziffern herleiten.

8. Immobilien als Anlagemedium

Anlagetätigkeit setzt Märkte voraus. Es bedarf einer kritischen Marktmasse in Form differenzierter, zahlungsfähiger Nachfrage, einer wachstumsorientierten, von mobilen Produktionsfaktoren bzw. Unternehmen gekennzeichneten Wirtschaft, ausgereifter Finanzierungsinstrumente, mobilen Kapitals, transparenter Märkte sowie versierter Immobilienentwickler bzw. anlagetauglicher Produkte. Die Aufzählung enthält wesentliche Schlag- und Schlüsselwörter, die aktuelle Trends bzw. Auslöser und Effekte der Globalisierung beschreiben. Demnach sind Immobilienanlagen grundsätzlich günstige Perspektiven zuzubilligen.

Immobilien sind ein Anlagesegment unter anderen. Ihre Bedeutung als Anlagemedium korreliert mit der Einträglichkeit, Sicherheit und Entwicklung anderer Assetklassen. Die Vergleichbarkeit von Assetklassen untereinander setzt eine vergleichbare Markttransparenz innerhalb jeweiliger Segmente voraus. Dieser Aspekt entscheidet maßgeblich über die (perspektivische) Rolle von Immobilien innerhalb des Anlagespektrums.

Die Markttransparenz schwankt je nach Land bzw. Großregion erheblich. Dies ist wesentlich durch ein teils sehr unterschiedliches Verständnis von Immobilien und unterschiedliche Entwicklungsstadien jeweiliger Märkte bedingt. In vielen Ländern verändern sich letztere tief greifend, in anderen bilden sie sich erst aus. Hierbei zeichnet sich ein Generaltrend ab: Angelsächsisches Marktdenken greift um sich. Immobilien werden vermehrt als gewöhnliches Handelsgut wahrgenommen, als eine Assetklasse unter vielen; in manchen Ländern bestehende ideelle bzw. übermaterielle Bindungen an die Immobilie als solche verlieren sich.

Die **Degradierung** der Immobilie zur bloßen Handelsware erhöht unter anderem die durchschnittliche Umschlagsgeschwindigkeit. Diese liegt in den USA weit höher als etwa in Deutschland: Beläuft sich die durchschnittliche Haltedauer einer Immobilie dort auf 4–5 Jahre, sind es hierzulande etwa 40. Schon deshalb ist die Datendichte in den USA weit höher. Sie ist es auch, weil Immobilienunternehmen erhebliche Beträge für den Zugang zu einschlägigen Quellen bezahlen. Diese Bereitschaft münzt sich in einen entwickelten Markt für Immobilieninformationen um, da sich Research für Informationssammler, -aufbereiter, -anbieter lohnt. Folglich werden die Immobilienmärkte ständig systematisch

beobachtet, erfasst und bewertet. Verfügbare Daten sind hochgradig verlässlich. Sie bilden eine entscheidende Grundlage alltäglich angestrebter Ertragsoptimierung in einem schnell drehenden Markt.

Immobilienanlagen sind vorrangig ein städtisches Phänomen. Sind Städte zukunftstauglich, finden Immobilienanlagen gute Renditeaussichten vor. Diesbezüglich festzustellen ist zunächst, dass die Bedeutung der Stadt zunimmt; die weltumspannende Verstädterungswelle belegt es. Nun wachsen Städte verbreitet ungeordnet, wuchern, verelenden in weiten Teilen. Daraus ableiten zu wollen, sie seien eine untaugliche Form räumlicher Organisation, wäre verfehlt. Denn die Stadt an sich funktioniert ausgezeichnet. Selbst Megacities der Schwellen- und Entwicklungsländer tun es besser als der europäische Blickwinkel Glauben macht. Höhere Potenziale als Alternativen bieten sie ohnehin. Potenzial aber ist wesentlicher Auslöser von Immobilienanlagen. Vereinfachend ergibt sich folgende Formel: Steigender Verstädterungsgrad gleich steigendes Potenzial. Folge: Unter ansonsten gleich bleibenden Bedingungen expandiert der Anlagemarkt.

Das Schlagwort der Globalisierung sollte keinesfalls dazu verleiten, innerhalb der nächsten Dekaden auf die Entstehung eines die Masse der Länder einbindenden internationalen Immobiliengeschäftes zu schließen. Viele Staaten, ganze Großregionen werden keine nennenswerte Rolle im Anlagemarkt spielen. Dies betrifft insbesondere Länder mit ungezügelter Bevölkerungswachstum und extremer Umweltdegradierung.⁴ Darüber hinaus werden nicht ganze Länder in das internationale Geschäft eingebunden, sondern lediglich als Wirtschaftslokomotiven fungierende Regionen. Die Plausibilität dieser Einschätzung entspringt einem Blick auf die Verhältnisse in westlichen Industrieländern. So kaufen internationale Kreise in England oder Frankreich weit überwiegend in den Hauptstädten London und Paris, in den USA langfristig betrachtet vorwiegend den vierzehn 24-Stunden-Städten. Diese Zusammenhänge zeigen, dass der Globalisierungsbegriff bezogen auf Immobilienanlagen gegebene Chancen überzeichnet. Korrekterweise ist von Internationalisierung zu sprechen.

Die sich länderübergreifend enger verflechtende Wirtschaft, zunehmende Verstädterung und die Verbreitung angelsächsischen Immobilienverständnisses münzen sich in erhöhte Marktbreite und zunehmende Markttransparenz um. Somit tritt die Immobilie tendenziell verstärkt in Wettbewerb mit alternativen Anlagen.

⁴ Umweltgesichtspunkte stellen einen extrem unterschätzten Faktor der Chancen-Risiko-Abwägung von Immobilienanlagen dar. Naturräumliche Gefahrenpotenziale werden maßgeblich über die Stellung von Regionen im Anlagemarkt entscheiden. Bei extrem hohen Erdbeben-, Überschwemmungs- oder Sturmrisiken sinkt das Anlegerinteresse. Auszugleichen sind derartige Nachteile einzig durch hohe Risikoprämien.

9. Kauf, Miete oder Leasing

Bisherige Ausführungen zeigten, dass die Qualität eines Objekts von verschiedenen Faktoren abhängt, die teils miteinander korrelieren, teils aber auch konkurrieren. Dies bedeutet, dass individuelle, aber auch subjektive Erwartungen eine wichtige Rolle spielen. Hinzu kommt, dass sich die Einschätzungen der beteiligten Parteien und des Markts im Zeitablauf ändern können.

Im Folgenden wird der Fokus des nutzenden Unternehmens eingenommen, da dort entschieden wird, ob eine Immobilie gekauft, geleast oder angemietet wird.

Hierbei können – unabhängig von sonstigen Einflussfaktoren – folgende Tendenzen festgestellt werden:

Nutzer werden Anmietungen gegenüber Käufen in Marktgebieten mit negativer oder deutlich unterdurchschnittlicher Entwicklungstendenz grundsätzlich präferieren.⁵ Denn: Hier verlieren Immobilien tendenziell an Wert, insofern sich ihre Ertragskraft mit hoher Wahrscheinlichkeit unter Inflationsniveau entwickelt. Zu beachten ist, dass die Eigentümer solcher Immobilien auf die eingeschränkte Objektbonität mit risikoadäquat adjustierten Mieten reagieren werden. Entsprechendes wird auch für Leasinglösungen gelten, da der Wertverzehr von Immobilien durch eine entsprechend angepasste Amortisation auszugleichen ist. In Phasen einer Immobilien-Hausse könnte die Gelegenheit genutzt werden, um im Eigenbestand befindliche Immobilien aus diesen Marktgebieten abzustößen.

Leasinglösungen sind besonders interessant in plusminus-statischen Räumen, um sich wirtschaftlich tragfähige Standorte langfristig zu sichern. Leasingkandidaten sind auch Objekte in Lagen, die sich im fortgeschrittenen Pionierstadium befinden, jedoch noch nicht als gefestigt zu erachten sind. Ein zentrales Element der Grundstückssicherung im Leasing ist das Recht des nutzenden Unternehmens nach Ablauf der grundsätzlich unkündbaren Grundmietzeit die jeweilige Immobilie zu erwerben.

Die Kaufneigung wird besonders hoch sein, befindet sich eine vom Nutzer dauerhaft ausnehmend gut nutzbare Immobilie in bester Mikrolage innerhalb eines strategisch erst-rangigen Makrostandorts, dessen Wachstum dazu führt, dass eine entsprechende Lage quasi Alleinstellungsmerkmale aufweist bzw. schwerlich duplizierbar ist und das Objekt höchst wahrscheinlich deutliche Wertsteigerungen verbucht.⁶ Eine Leasinglösung kommt für diese Fälle regelmäßig nur dann in Frage, wenn das nutzende Unternehmen am Ende der Mietzeit eine so genannte „Festpreisoption“ erhält. Die Festpreisoption ist seit vielen Jahren besonderes Merkmal von Leasinglösungen über Immobilien. Als Preis für diese Option wurde regelmäßig der steuerliche Restbuchwert auf Basis linearer Abschreibung

⁵ Marktgebiet ist hier objekt- bzw. nutzungsabhängig zu definieren.

⁶ Demnach müsste z. B. Manhattan in weiten Teilen ein Eigennutzermarkt sein. Dass dies nicht so ist, liegt vor allem daran, dass hier wie in vielen Hauptzentren metropolitaner Räume viele Objekte derart großflächig und somit hochpreisig sind, dass sie ein einzelner Nutzer schwerlich erwerben kann. Oder, könnte er es, würde er notgedrungen zum Vermieter, sich also fernab seines eigentlichen Geschäftsfeldes bewegen.

nach § 7 EStG gewählt, da dieser Wert als Mindestoptionspreis im Sinne der steuerlichen Vorgaben gilt. Solange und soweit das nutzende Unternehmen nach HGB bilanziert, wird dieser Ankaufswert auch für handelsrechtliche Zwecke anerkannt.

Schwieriger ist die Frage der Festpreisoption in den Fällen zu lösen, in denen der Leasingnehmer nach IFRS („international financial reporting standards“) bilanziert. Hier ist genauso wie nach US-GAAP („generally accepted accounting principles“) zu beachten, dass der Leasingnehmer keine so genannte „bargain purchase option“, also keine besonders günstige Kaufoption erhält. Die LHI-Leasing ist in der Lage, auf Basis des geschilderten Zentrenmodells einen Erwartungswert für den so genannten „future fair market value“ zu stellen, der von führenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften für Zwecke der Festlegung des Optionspreises grundsätzlich akzeptiert wird.

In Ratingfragen spielen aber nicht nur die Nutzungs- und Vermögenspotenziale eine Rolle. Wichtig ist auch festzustellen, welche Verpflichtungen je nach Investitionsart mit der Immobilie verbunden sind. Der Unterschied kann aus dem nachfolgenden Diagramm abgelesen werden, das eine typische Situation darstellt:

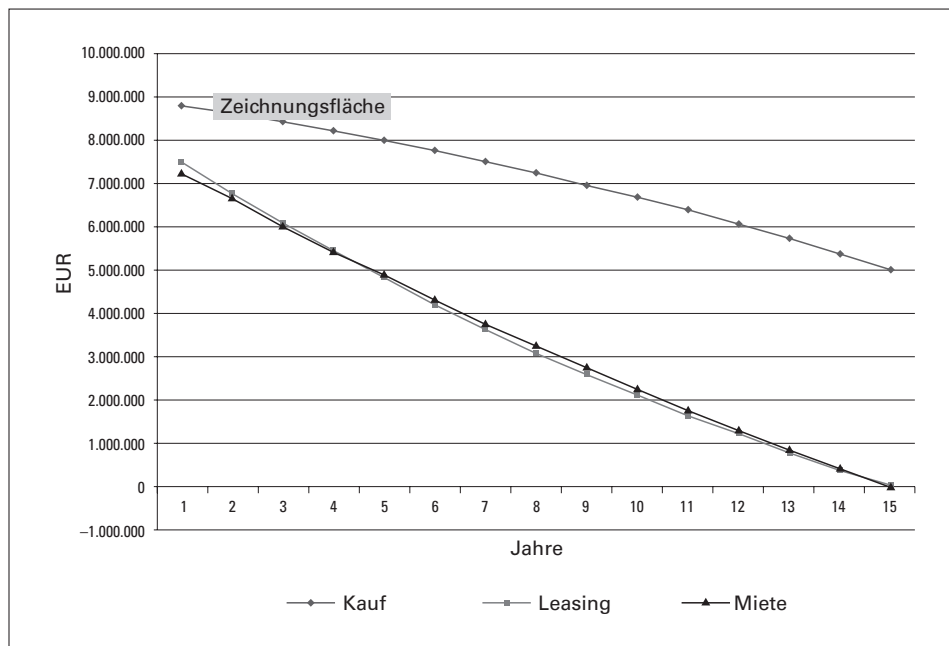


Abbildung 1: Verpflichtungen nach Investitionsart

Aus dem Verlauf wird deutlich, dass in der Anfangsphase einer Investition die drei Varianten Kauf – Leasing – Miete hinsichtlich der Verpflichtungen nahe beieinander liegen. Als Verpflichtung ist in der Kaufvariante der jeweilige Stand der aufgenommenen Fremdmittel definiert. Sowohl in der Leasing- als auch in der Mietvariante ist die jeweils noch zu leistende Leasingrate bzw. Miete zum Barwert ausgewiesen.

Aus der Übersicht wird auch der grundsätzliche und ratingbeeinflussende Umstand deutlich: Während der Kauf immer zu einer vollen Amortisation der Investition im jeweiligen Betrachtungszeitraum führt (das Fremdmittel aufnehmende Unternehmen ist verpflichtet, diese vollständig zurückzuführen, sodass am Ende des Betrachtungszeitraumes noch signifikante Verpflichtungen stehen bleiben), stellt sich die Situation in der Leasing- und Mietvariante völlig anders dar: In beiden Varianten der Nutzungsüberlassung enden die Verpflichtungen des Leasingnehmers/Mieters, ein Nutzungsüberlassungsentgelt zu bezahlen. Weder in der Leasing- noch in der Mietvariante gibt es eine Pflicht, für das Objekt selbst Zahlungen zu leisten. Nur dann, wenn im Leasing dem Leasingnehmer das Recht eingeräumt ist, das Objekt zu erwerben, kann ein liquiditätswirksamer Vorgang ausgelöst werden. Dies geschieht aber nur auf freiwilliger Basis („Ankaufsrecht“ und nicht „Ankaufspflicht“) und auch nur dann, wenn sich in dem jeweiligen Objekt stille Reserven angesammelt haben. Eine wie auch immer geartete Verlustausgleichsverpflichtung ist weder in Leasing- noch in Mietverhältnissen bekannt.

Man kann anhand des Diagramms erkennen, dass hinsichtlich der Verpflichtungen aus einer Investition die Nutzungsüberlassungsvarianten Leasing und Miete sehr nahe beieinander liegen, während sich die Kaufvariante signifikant anders darstellt.

Es fällt auf, dass die Nutzungsüberlassungsvarianten viel stärker dem Grundgedanken des Pay-as-you-earn-Effekts folgen, als die davon abgekoppelte Kaufvariante.

Hierin kann eine Rechtfertigung gesehen werden, die beiden Nutzungsüberlassungsvarianten auch bilanziell anders zu behandeln als die Kaufvariante. Leasing und Miete sind mit stark degressiv verlaufenden Verpflichtungen verbunden, die verursachungsgerecht dem Nutzen aus einer Investition sozusagen dynamisch gegenüberstehen. Daher ist es sachgerecht, die beiden Nutzungsüberlassungsvarianten nur in der Gewinn- und Verlustrechnung abzubilden. Die Kaufvariante vermittelt dagegen ein eher statisches und vermögensorientiertes Bild, sodass das Abbild in der Bilanz zutreffend erfolgt.

Noch eine weitere Erkenntnis lässt sich aus dem Diagramm ablesen: Ganz entscheidend bei der Beurteilung der Verpflichtungen ist die Zeitkomponente. Betrachtet man in der folgenden Tabelle (die Zahlen entsprechen den Verläufen in dem zuvor dargestellten Diagramm) die Entwicklung des prozentualen Verlaufes der Nutzungsüberlassungsvarianten gegenüber der Kaufvariante, erkennt man eine stark degressive Tendenz. Dies bedeutet, dass jedwede nur pauschale Herausrechnung von Verpflichtungen aus Nutzungsüberlassungsverhältnissen ohne Berücksichtigung der Zeitkomponente die Beurteilung von Verpflichtungen extrem verzerrt.

Tabelle 2: Verpflichtungen und Zeitkomponente

Stand Verpflichtungen	Kauf	Leasing	in % Kauf	Miete	in % Kauf
Aufnahme FK t_0 bzw. Barwerte Leasingraten/Mieten	-9.000.000	-8.245.690	91,62	-7.949.000	88,32
t_1	-8.818.091	-7.489.110	84,93	-7.282.333	82,58
t_2	-8.626.633	-6.768.558	78,46	-6.647.412	77,06
t_3	-8.425.122	-6.082.318	72,19	-6.042.726	71,72
t_4	-8.213.033	-5.428.756	66,10	-5.466.834	66,56
t_5	-7.989.808	-4.806.316	60,16	-4.909.096	61,44
t_6	-7.754.864	-4.213.516	54,33	-4.333.777	55,88
t_7	-7.507.586	-3.648.945	48,60	-3.785.853	50,43
t_8	-7.247.326	-3.111.258	42,93	-3.264.022	45,04
t_9	-6.973.402	-2.599.175	37,27	-2.767.039	39,68
t_{10}	-6.685.097	-2.111.477	31,58	-2.277.723	34,07
t_{11}	-6.381.656	-1.647.003	25,81	-1.781.235	27,91
t_{12}	-6.062.284	-1.204.646	19,87	-1.308.388	21,58
t_{13}	-5.726.146	-783.354	13,68	-858.058	14,98
t_{14}	-5.372.360	-382.124	7,11	429.173	7,99
t_{15}	-5.000.000	0	0,00	0	0,00

10. Fazit

Vorstehender Artikel zeigt auf, dass raumtypologische Muster, Standortgegebenheiten und räumliche Entwicklungspotenziale maßgeblich mitentscheiden (sollten), ob Kauf-, Leasing- oder Mietlösungen zu bevorzugen sind. Genannte Faktoren bilden die immobilien- bzw. marktbezogene Seite des Themas ab. Hinzu treten unternehmensbezogene Aspekte fiskalischer, bilanzieller, finanztechnischer und strategischer Art. In der alltäglichen Praxis rücken diese häufig in den Vordergrund, bestimmen letztlich die Entscheidung. Langfristig optimale wirtschaftliche Ergebnisse sind jedoch nur sicherzustellen, werden beide Faktorenkränze angemessen berücksichtigt. Das im Kern zentrenbasierte LHI-Ratingmodell bietet diesbezüglich eine nachvollziehbare und verlässliche Grundlage für ganzheitliche Ansätze.