



Oliver Keilhauer

Einsatz von Erbbaurechtsmodellen zur Optimierung des Anlageerfolgs

Während Erbbaurechte international über alle Immobilienarten hinweg weit verbreitet sind, fristen sie in Deutschland weiterhin ein Schattendasein. In den meisten Fällen sind es Kommunen, Kirchen und Stiftungen, die in Deutschland Erbbaurechte vergeben. Diese streben eine möglichst risikoarme, aber dennoch wirtschaftliche Nutzung ihres Grundbesitzes an und sichern mit Hilfe des Erbbaurechtsmodells den langfristigen Erhalt ihres Grundbesitzes. Erbbaurechtsnehmer sind hierbei in erster Linie Privatpersonen, die über das Erbbaurechtsmodell in die Lage versetzt werden, Wohneigentum eigenkapitalschonend zu realisieren. Als reine finanztechnische Strukturierungsvariante – also unabhängig von dem Interesse, Grundbesitz dauerhaft zu sichern – findet das Erbbaurechtsmodell in der Praxis bisher nur eine geringe Resonanz. Wie Erbbaurechtsmodelle Investoren dabei helfen können, ihre Anlageziele zu erreichen, soll in dem nachfolgenden Beitrag dargestellt werden.

Dieser Beitrag wurde erstveröffentlicht in: Stiftung & Sponsoring: Rote Seiten 03.17, Erich Schmidt Verlag, 2017, S. 4 ff.

Die Aufteilung von Immobilien mittels Bestellung eines Erbbaurechts bietet Anlegern die Möglichkeit, spezifische Anlageziele einfacher zu erreichen. Der Grund hierfür liegt in dem sehr unterschiedlichen Risiko-Rendite-Profil von Erbbaugrundstück und Erbbaurecht.

Steuerung des Risiko-Rendite-Profils von Immobilien durch Erbbaurechtsbestellung

Grundsätzlich lassen sich Immobilien durch die Bestellung eines Erbbaurechtes in zwei rechtlich eigenständige Immobilien aufteilen – ein mit einem Erbbaurecht belastetes Grundstück und ein Erbbaurecht – die über deutlich unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile verfügen (vgl. Abb. 1).

Das Erbbaugrundstück weist aufgrund der erstrangigen grundbuchlichen Eintragung des Erbbauzinses und der damit verbundenen hohen Besicherung des Erbbauzinses durch die Mieterträge ein geringes finanzielles Risiko für den Eigentümer auf. Die marktgerechte risikoadäquate Verzinsung liegt daher für Erbbaugrundstücke deutlich unter der Verzinsung der Immobilie im Volleigentum. Spiegelbildlich hierzu weist das Erbbaurecht aufgrund der Vorbelastung durch den Erbbauzins strukturell bedingt ein höheres finanzielles Risiko für den Eigentümer auf, welches eine entsprechend höhere Verzinsung erforderlich macht. Gleichwohl behält die Immobilie im Erbbaurecht ihre immobilispezifischen Qualitätskriterien in Bezug auf Lage, Vermietung und Objektqualität bei.

In welchem Umfang die Aufteilung der Immobilie zu einer Renditeverschiebung führt, hängt maßgeblich von der ökonomischen und rechtlichen Ausgestaltung des Erbbaurechts-

vertrages ab. Dabei sind zwei gegensätzlich wirkende Effekte zu berücksichtigen: Einerseits fällt die Renditeverschiebung zu Gunsten des Erbbaurechts umso größer aus, je höher der Anteil der nachhaltig erzielbaren Mieterträge ist, die dem Grundstück in Form von Erbbauzinsen zugeordnet werden. Andererseits nimmt die Renditeverschiebung mit zunehmendem Erbbauzinsanteil an den Mieterträgen wieder ab, da das finanzielle Risiko und dementsprechend die Renditeerwartung des Erbbaurechtsgebers zunimmt (vgl. Abb. 2).

Um die Vorteile des Erbbaurechtsmodells aus finanztechnischer Perspektive zu optimieren, muss der Erbbaurechtsvertrag ökonomisch so gestaltet werden, dass die Renditeverschiebung zu Gunsten des Erbbaurechts unter Berücksichtigung der oben genannten gegenläufigen Effekte maximiert wird. Da die Sensitivität des Erbbauzinses stark von Standort und Qualität der Immobilie beeinflusst wird, ist es schwer, eine allgemein gültige Aussage darüber zu treffen, welche Aufteilung des Gesamtwertes der Immobilie zwischen Grundstück und Erbbaurecht optimal ist. Bei gewerblich genutzten Core- oder Core-plus-Immobilien in guten Lagen kann der Wertanteil des Grundstücks in der Regel 20% bis 30% des Immobilienwertes im Volleigentum betragen.

Attraktivität des Erbbaurechtsmodells aus Sicht des Erbbaurechtsnehmers

Aus Sicht des Erbbaurechtsnehmers bietet die Erbbaurechtsstruktur den Vorteil, dass sich hierdurch im Vergleich zur Immobilie im Volleigentum grundsätzlich höhere Renditen bei einem gegebenen operativen Immobilienrisiko erzielen lassen.

Werden die Erträge durch den Einsatz von Fremdkapital zusätzlich noch gehebelt, lassen sich die Renditen von Erbbaurechten im Vergleich zu Immobilien im Volleigentum sig-



Abbildungen zum Text

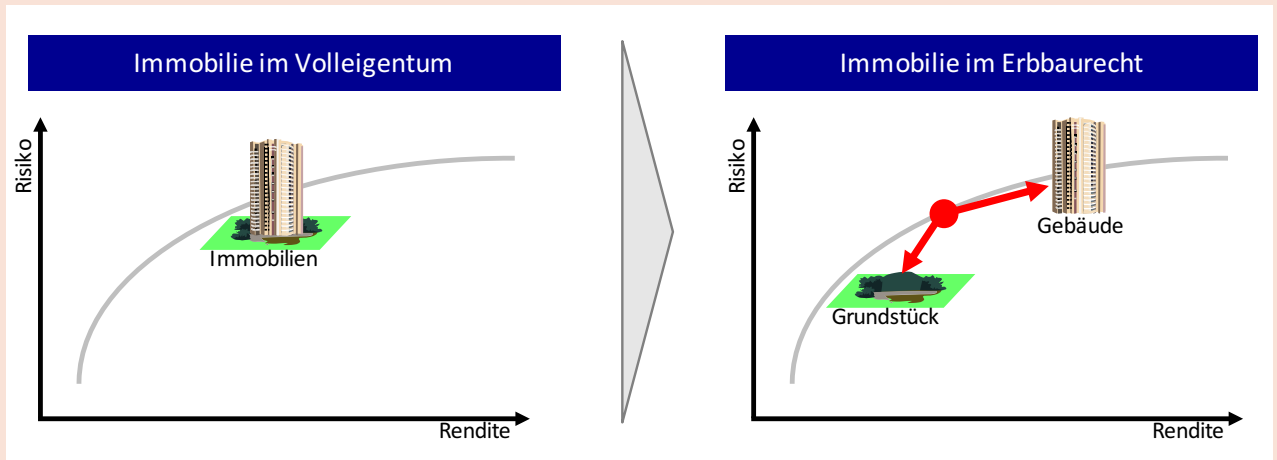


Abb. 1: Auswirkung der Erbaurechtsbestellung auf das Risiko-Rendite-Profil (eigene Darstellung)

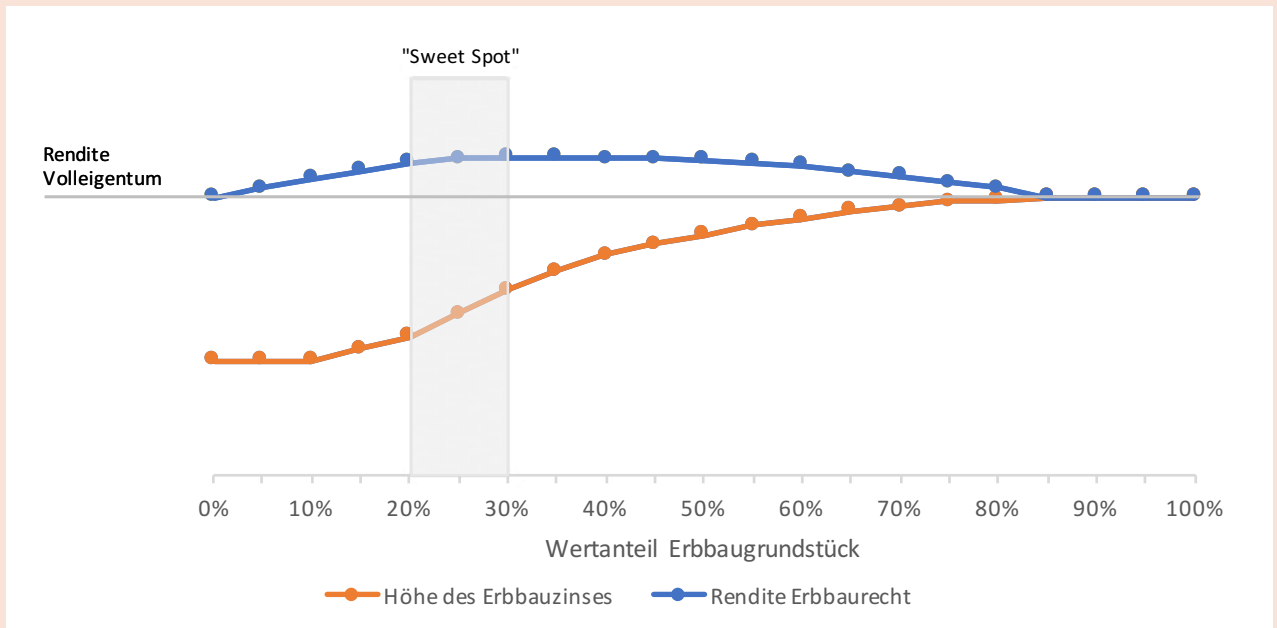


Abb. 2: Schematische Darstellung der Renditeverschiebung durch Erbaurechtsbestellung (eigene Darstellung)

Gebäude (im Volleigentum)	in € Mio.	Grundstück		Gebäude (im Erbaurecht)	
Kaufpreis ca.	45,00 €	Kaufpreis ca.	15,00 €	Kaufpreis ca.	30,00 €
Mieteinnahmen	2,57 €	Erbbauzins	0,563 €	Mieteinnahmen	2,01 €
Nicht umlegbare Kosten (5%)	-0,13 €			Nicht umlegbare Kosten	-0,13 €
Netto Mieteinnahmen	2,44 €			Netto Mieteinnahmen (nach EBZ)	1,88 €
Ankaufsfaktor	17,50x	Ankaufsfaktor	26,67x	Ankaufsfaktor	15,95x
Ankaufsrendite	5,71%	Ankaufsrendite	3,75%	Ankaufsrendite	6,27%
LTV (bezogen auf das Volleigentum)	70,00%			LTV (bezogen auf das Erbaurecht)	70,00%
Zinskosten	2,00%			Zinskosten	2,00%
Tilgung	2,00%			Tilgung	2,00%
Erwerbsnebenkosten	6,00%			Erwerbsnebenkosten	6,00%
				Gesamt LTV (bezogen auf das Volleigentum)	80,0%
Cash-Rendite in Jahr 1*	7,30%			Cash-Rendite in Jahr 1*	9,63%
Eigenkapitalrendite in Jahr 1*	11,19%		+233 bps Renditeverbesserung	Eigenkapitalrendite in Jahr 1*	13,52%

*ohne Berücksichtigung von Steuern oder AM-Aufwand

Abb. 3: Beispielhafte Darstellung der Renditesteigerung im Erbaurecht (eigene Darstellung)



Abbildungen zum Text

Laufzeit	Sehr lange Laufzeiten von mindestens 99 oder 199 Jahren
Indexierung	Indexierung der Erbbauzinsen „nur“ entsprechend dem Verbraucherpreisindex. Keine Kopplung an die Wertentwicklung der Immobilie.
Bewirtschaftung	Weitestgehende Flexibilität für den Erbbaurechtsnehmer bei Bewirtschaftung und Verwaltung der Immobilie
Entschädigung Heimfall	Entschädigung des Erbbaurechtsnehmers nach Ablauf des Erbbaurechts nahe am Immobilienwert
Finanzierbarkeit	Stillhalteerklärung des Erbbaurechtsgebers ggü. der finanzierenden Bank transferiert die Kontrolle über die Immobilie bei Leistungsstörung von Erbbaurechtsgeber an die finanzierende Bank

Abb. 4: Erfolgskriterien für die Ausgestaltung des Erbbauvertrages (eigene Darstellung)

Sehr lange Laufzeiten	Sehr lange Laufzeiten von mindestens 99 oder 199 Jahren
Erstrangige Besicherung	Erbbauzinsen werden erstrangig und zwangsversteigerungsfest grundbuchlich besichert
Übersicherung	Erbbauzinsen sind durch die Mieteinnahmen mehrfach übersichert. Unmittelbare Ansprüche aus einer Zwangsvollstreckung bei ausstehenden Forderungen.
Geringer Verwaltungsaufwand	Der Verwaltungsaufwand für den Grundstückseigentümer ist auf den Einzug und das Monitoring der Erbbauzinszahlungen beschränkt.
Keine laufenden Kosten	Alle Kosten im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Instandhaltung der Gebäude sowie Versicherungen, Grundsteuern, Facility und Property Management werden von dem Eigentümer der Gebäude getragen.
Geringe Korrelation	Die Erträge aus Erbbaugrundstücken korrelieren aufgrund der Stabilität und Indexierung des Erbbauzinses nur sehr gering mit denen anderer Assetklassen und könne somit zur Portfoliodiversifikation beitragen.

Abb. 5: Attraktivität von Erbbaugrundstücken als Anlageklasse (eigene Darstellung)

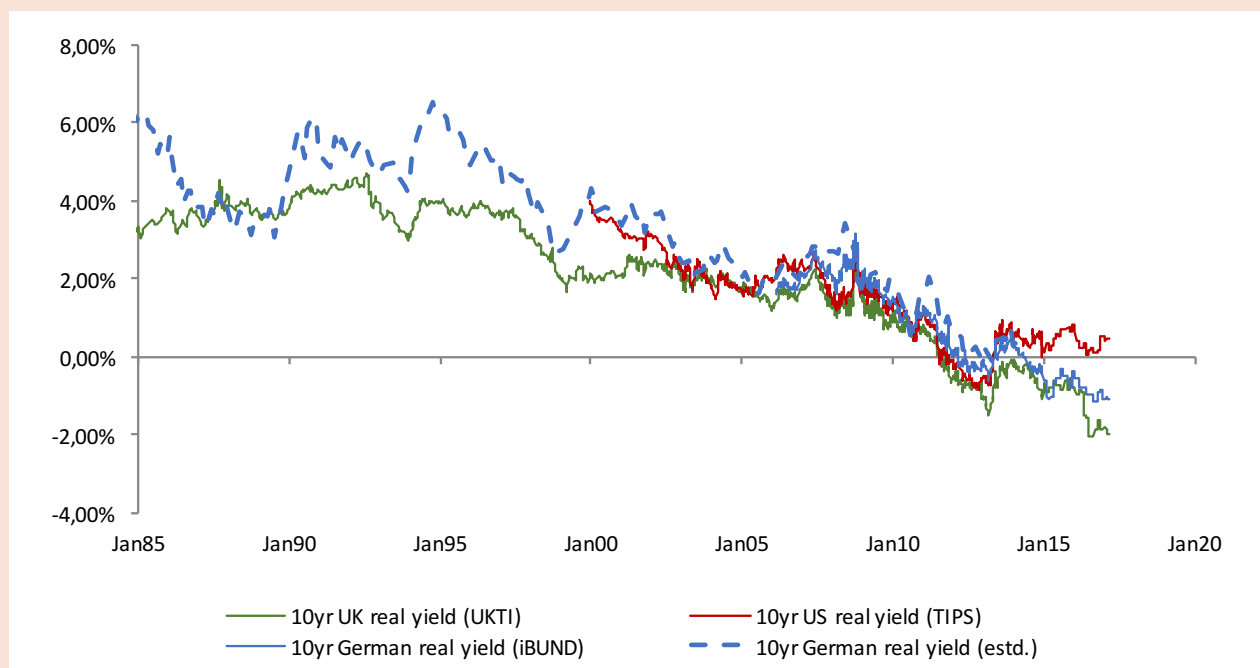


Abb. 6: Entwicklung langfristiger realer Vergleichsrenditen (Barclays Live, Stand: April 2017)



Abbildungen zum Text

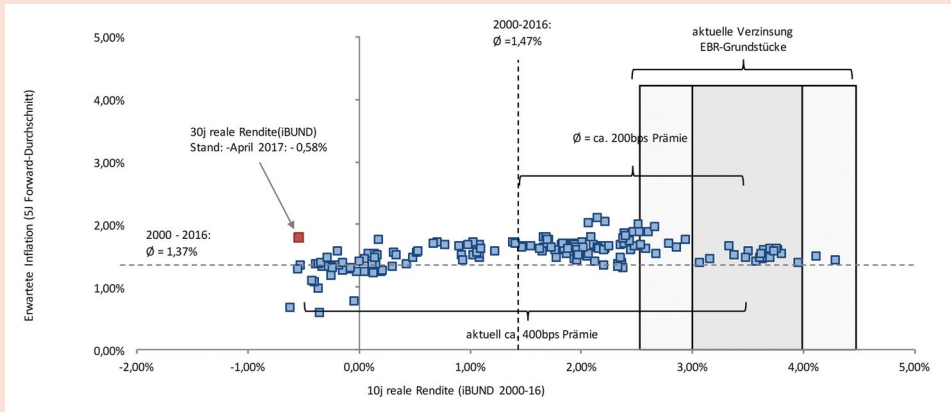


Abb. 7: Renditeprämie von Erbbaugrundstücken gegenüber inflationsindexierten Bundesanleihen (eigene Darstellung; Quelle: Barclays Live v. 10. April 2017)

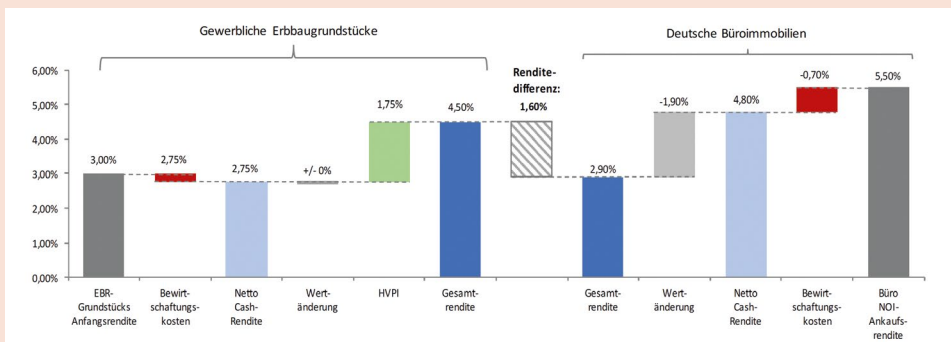


Abb. 8: Renditevergleich Erbbaugrundstück und Büroimmobilien (eigene Darstellung; Betrachtung von Erbbaugrundstücken hier ohne Berücksichtigung möglicher Wertänderungen aufgrund von Renditeänderungen. Quelle für die Renditebetrachtung von Büroimmobilien für den Zeitraum 2002 bis 2015: IPD Germany)

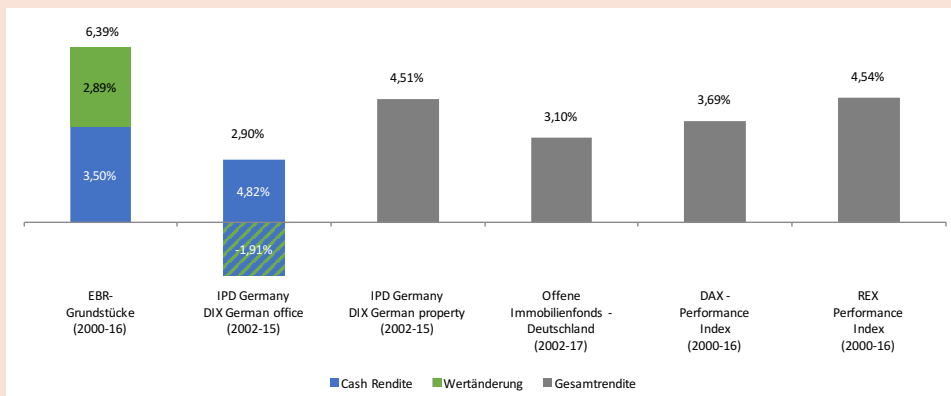


Abb. 9: Langfristige Renditen unterschiedlicher Assetklassen für den Zeitraum 2000 bis 2016. Die hier beispielhaft gezeigte Rendite für Erbbaugrundstücke für den Zeitraum 2000 bis 2016 setzt sich aus einem Erbbauzins i.H.v. 3,5% sowie einer durchschnittlichen Wertsteigerung aufgrund der Inflationsentwicklung i.H.v. 1,43% und einer Wertänderung i.H.v. 1,46% (abgeleitet aus der Wertentwicklung des REX-Kursindex) zusammen.

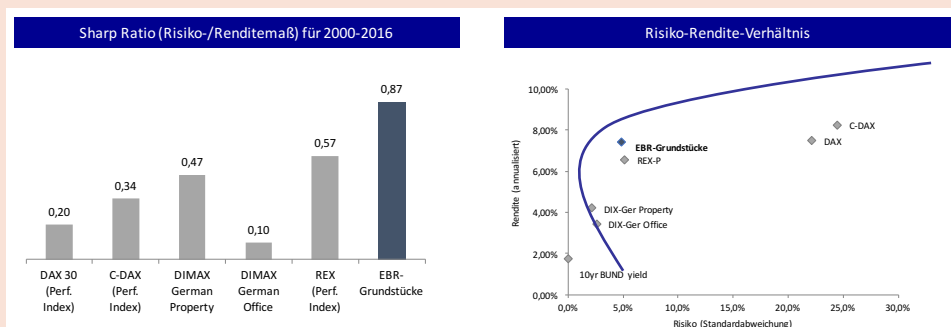


Abb. 10: Risikoadjustierte Renditen verschiedener Assetklassen seit dem Jahr 2000.



nifikant steigern und die Bindung von Eigenkapital im Immobilieninvestment minimieren (vgl. Abb. 3).

Dieser Renditevorteil lässt sich in der Praxis allerdings nur dann vollständig realisieren, wenn die strukturellen Nachteile, die sich aus einer Erbbaurechtsstruktur für den Erbbaurechtsnehmer ergeben, durch eine entsprechende Gestaltung des Erbbaurechtsvertrages weitestgehend vermieden werden. Insbesondere muss sichergestellt werden, dass

- (1) die Finanzierung der Immobilie auch im Erbbaurecht zu marktüblichen Konditionen möglich ist,
- (2) der Erbbaurechtsnehmer weitestgehend frei über die Bewirtschaftung und Verwaltung der Immobilie entscheiden kann,
- (3) die Indexierung des Erbbauzinses derart ausgestaltet ist, dass eine zukünftige positive Immobilienwertentwicklung im wesentlichen Umfang beim Erbbaurechtsnehmer verbleibt – und:
- (4) die Veräußerung oder Refinanzierung des Erbbaurechtes zu marktüblichen Konditionen realisierbar ist. Die wesentlichen Strukturierungsparameter, über die sich die Attraktivität des Erbbaurechtsmodells steuern lässt, werden in Abbildung 4 zusammengefasst.

Attraktivität des Erbbaurechtsmodells aus Sicht des Erbbaurechtsgebers

Investitionen in Erbbaugrundstücke können aus verschiedenen Gründen für institutionelle Investoren attraktiv sein. Zuerst bieten Erbbaugrundstücke Investoren die Möglichkeit, ihr Anlagerisiko zu reduzieren. Da der Erbbauzins nur einen geringen Anteil der nachhaltigen Mieteinnahmen ausmacht, gilt der Erbbauzinszahlungsstrom besonders sicher. In Verbindung mit einer sehr langen Laufzeit des Erbbaurechts von 99 oder 199 Jahren und einer Wertsicherung der Erbbauzinszahlungen ergibt sich für Erbbaugrundstücke ein sehr konservatives Risiko-Rendite-Profil. Dieses wird speziell von Kapitalanlegern mit sehr langem Anlagehorizont, wie beispielsweise Pensionskassen, Versorgungswerke oder Versicherungen, nachgefragt.

Neben dem konservativen Risiko-Rendite-Profil macht der vergleichsweise geringe operative Verwaltungs- und Bewirtschaftungsaufwand Erbbaugrundstücke für Investoren attraktiv. Die Verwaltung der Erbbaugrundstücke beschränkt sich in der Regel auf die Verwaltung und die jährliche Anpassung der Erbbauzinszahlungen sowie eine Überprüfung der wesentlichen Bewirtschaftungsparameter und Instandhaltung der Immobilie in Abstimmung mit dem Erbbaurechtsnehmer. Sämtliche laufenden Kosten im Zusammenhang mit der Bewirtschaftung und Instandhaltung der Immobilie verbleiben hingegen beim Erbbaurechtsnehmer.

Ein dritter Aspekt, der zur Attraktivität von Erbbaugrundstücken beiträgt, ist die geringe Korrelation der Investmentrisiken

von Erbbaugrundstücken mit den Risiken anderen Anlageklassen. Die geringe Korrelation erlaubt es Investoren mit Hilfe von Erbbaugrundstücken unsystematische Risiken ihres Investmentportfolios durch Diversifikation zu reduzieren. Die Vorteile von Anlagen in Erbbaugrundstücken werden in Abbildung 5 zusammengefasst.

Langfristige Entwicklung realer Renditen am Kapitalmarkt

Als Vergleichsmaßstab für die Renditen von Erbbaugrundstücken eignen sich am ehesten inflationsindexierte Staatsanleihen. Während die realen Renditen dieser Anlageklasse in den achtziger und neunziger Jahren durchschnittlich ca. 4,0 bis 6,0% betragen, haben sie sich über die letzten 20 Jahre auf 0% bzw. negative Renditen reduziert (vgl. Abb. 6).

Die Verzinsung von Erbbaugrundstücken ist in diesem Zeitraum ebenfalls zurückgegangen, allerdings nicht in dem gleichen Umfang. Der Grund dafür ist, dass die meisten Erbbaurechtsgeber bzw. Investoren in Erbbaugrundstücke mit ihren

Investitionen nach internen Kosten eine laufende Ausschüttung erwirtschaften müssen. Es ist daher aktuell allein aus praktischen Erwägungen nicht absehbar, dass die Anfangsrendite bei Erbbauzinsen – bei ansonsten gleichbleibender Indexierung mit dem Verbraucherpreisindex – unter eine bestimmte Mindestrendite fallen kann. Die Anfangsverzinsung für gewerbliche Erbbaugrundstücke liegt aktuell, trotz der niedrigen Zinsen am Kapitalmarkt, je nach Lage und Qualität des Erbbaugrundstücks und der Bebauung bei gewerblichen Erbbaugrundstücken im Mittel zwischen 3,0% und 4,0%. Erbbaugrundstücke bieten Investoren somit eine deutlich attraktivere Verzinsung als vergleichbare inflationsindexierte Anlageprodukte (vgl. Abb. 7).

Im Gegensatz zu börsennotierten Anleihen sind Erbbaugrundstücke, wie alle Immobilien, deutlich weniger liquide. Es finden auch nur im geringen Umfang Transaktionen von Erbbaugrundstücken in Deutschland statt. Die geringere Liquidität rechtfertigt bei einer marktgerechten Strukturierung der Erbbaurechtsverträge einen Renditeaufschlag, der aber gegenüber Vergleichsanleihen eigentlich nur maßvoll ausfallen dürfte (vgl. Sänze 2017). Um die vergleichsweise hohen Anfangsrenditen rechtfertigen zu können, müssen Grundstücksinvestoren in der Regel ein entsprechend höheres Immobilienrisiko akzeptieren. Dieses lässt sich dadurch erreichen, dass dem Grundstück bei der Aufteilung der Immobilie im Rahmen der Erbbaurechtsbestellung ein entsprechend höherer Wertanteil der Gesamtimmobilie bzw. ein höherer Anteil an den nachhaltig erzielbaren Mieteinnahmen als Erbbauzins zugeordnet wird (vgl. Abb. 2).



Renditevergleich von Erbbaugrundstücken mit anderen Assetklassen

Auch im Vergleich zu normalen Immobilieninvestments schneiden Erbbaugrundstücke bei der Renditebetrachtung trotz der niedrigen Anfangsrenditen insgesamt positiv ab. Zwar liegt die Netto-Cashrendite bei Erbbaugrundstücken aufgrund der im Vergleich zu Immobilieninvestitionen geringen Anfangsrendite unterhalb der Cash-Rendite von Immobilieninvestments (vgl. Abb. 8), bezieht man aber die Wertänderung der Investitionen mit in die Betrachtung ein, so ändert sich dieses Ergebnis. Während der Wert des Grundstücks in Abwesenheit einer Renditeverschiebung jährlich mit der vereinbarten Indexierung des Erbbauzinses ansteigt, reduziert die Abschreibung der Gebäude grundsätzlich die Werthaltigkeit der Immobilie. Der Immobilieneigentümer muss die Immobilie wertsteigernd oder zumindest werterhaltend bewirtschaften, um einen Renditevorsprung gegenüber dem Erbbaugrundstück zu realisieren. Dass dies zumindest für den Gesamtmarkt in der Vergangenheit nicht immer der Fall war, zeigt der Renditevergleich von Erbbaugrundstücken und Büroimmobilien in Deutschland auf Grundlage der von IPD erhobenen Investmentrenditen in Abbildung 8.

Auch im Vergleich zu anderen Assetklassen konnten Erbbaugrundstücke in der Vergangenheit über langfristige Zeiträume attraktive Gesamrenditen für Investoren realisieren (vgl. Abb. 9). Bezieht man bei Erbbaugrundstücken die positive Wertänderung aufgrund des Renditerückgangs langfristiger Vergleichsrenditen in die Betrachtung mit ein, so haben gewerbliche Erbbaugrundstücke in Deutschland im Zeitraum 2000 bis 2016 eine höhere Rendite erzielt als alle anderen wesentlichen Assetklassen.

Inflationsentwicklung i.H.v. 1,43% und einer Wertänderung i.H.v. 1,46% (abgeleitet aus der Wertentwicklung des REX-Kursindex) zusammen.

Vergleich risikoadjustierter Renditen

Neben einer Betrachtung der mit Erbbaugrundstücken erzielten absoluten Renditen gibt eine vergleichende Analyse der risikoadjustierten Renditen über verschiedenen Assetklassen hinweg Aufschluss darüber, inwieweit Erbbaugrundstücke dazu beitragen können, Anlagestrategien von Investoren zu optimieren. Im Gegensatz zu börsennotierten Aktien oder Anleihen weisen die Renditen von Erbbaugrundstücken eine niedrigere Volatilität auf. Die wesentlichste Renditekomponente stellt der Erbbauzins dar, der – vorausgesetzt es kommt nicht zu einem Zahlungsausfall – kontinuierlich über den Zeitraum des Erbbaurechts erwirtschaftet wird. Die regelmäßige Wertanpassung des Erbbauzinses an den Verbraucherpreisindex führte in der Vergangenheit ebenfalls nicht zu einer erhöhten Volatilität. Allein die Wertänderung aufgrund von Renditeschwankungen für Erbbaugrundstücke bietet ein gewisses

Potenzial für eine Schwankung der Gesamrendite. Allerdings fallen, wie bereits in Abschnitt „Langfristige Entwicklung realer Renditen am Kapitalmarkt“ dargelegt, Anpassungen an die marktüblichen Renditen für Erbbaugrundstücke deutlich geringer aus als die am Kapitalmarkt zu beobachtenden Renditeschwankungen. Vergleicht man die risikoadjustierten Renditen für verschiedene Anlageformen und Assetklassen, kommt man zum Ergebnis, dass Erbbaugrundstücke auch risikoadjustiert seit dem Jahr 2000 die höchsten Renditen für ihre Eigentümer erwirtschaftet haben (vgl. Abb. 10).

Aufgrund dieses besonderen Risiko-Rendite-Profiles können Erbbaugrundstücke für Asset Manager eine wichtige Komponente bei der Zusammenstellung und Optimierung ihres Investmentportfolios sein.

Zusammenfassung

Die vorliegende Betrachtung zeigt, wie Immobilieninvestoren mit Hilfe des Erbbaurechtsmodells ihre Anlagestrategie optimieren können. Auf der einen Seite können renditeorientierte Immobilieninvestoren mit Hilfe eines langfristigen Erbbauvertrages ihre Eigenkapitalrendite verbessern, ohne die Kontrolle über das Management oder das zukünftige Wertsteigerungspotenzial einer Immobilie abzugeben. Auf der anderen Seite ermöglichen Erbbaugrundstücke risikoaversen Anlegern eine langfristige inflationsindexierte Anlagemöglichkeit im Immobiliensektor ohne den damit üblicherweise verbundenen Managementaufwand. Der Schlüssel für eine erfolgreiche Umsetzung von Erbbauverträgen, die sowohl für den Erbbauvertragsnehmer als auch den Erbbauvertragsgeber vorteilhaft sind, liegt in der ökonomisch ausgewogenen und professionellen Ausgestaltung der Erbbauverträge.

Das Erbbaurechtsmodell kann Immobilieninvestoren dabei helfen, ihre individuellen Anlageziele besser zu erreichen. Während Investoren mit Erbbauverträgen höhere Renditen auf ihr eingesetztes Eigenkapital erzielen können, erhalten Investoren mit Erbbaugrundstücken eine sehr langfristige und sichere Anlagemöglichkeit, die auch aus Diversifizierungsgesichtspunkten vorteilhaft ist.

Dr. Oliver Keilhauer
Continuum Capital Investment Management GmbH,
Frankfurt am Main

Quellen:

Sänze, Sebastian (2017): Marktgerechtigkeit von Erbbauzinsen im Niedrigzinsumfeld – Ein Ansatz aus Kapitalmarktsicht, unveröffentlichte Präsentation, Nürnberg.