

Expo Real Messeausgabe

Immobilieninvestments und Unternehmensanleihen – ein Vergleich

Warum sollte die Immobilie als Asset ins Anlageportfolio der Investoren gehören? Vielfach wird diese Frage mit dem Verweis auf die bessere Streuung des Risikos und die Stabilisierung der Rendite im Gesamtbestand beantwortet. Der Autor hat einen anderen Ansatz: Er stellt den Investor vor die Wahl, entweder die Anleihe eines Unternehmens zu erwerben oder die von dem Unternehmen komplett angemietete Immobilie zu kaufen. Werden nun Chancen und Risiken beider Anlagen verglichen, schneidet in seinen Augen die Immobilie nur hinsichtlich der Fungibilität schlechter ab als die Anleihe. In Bezug auf Kapitalerhalt, Inflationsschutz und Besteuerung kann jedoch die Immobilie vorteilhafter sein.

(Red.)

Immobilieninvestitionen gelten in Abgrenzung zu „klassischen“ Aktienanlagen und Anleihen oft noch als „alternative“ Investments, werden aber zunehmend auch im Kontext mit anderen Kapitalanlagen gesehen. Daher müssen sie sich dem Vergleich mit anderen Investments am Kapitalmarkt unter Aspekten wie Ertrag, Risiko, Fungibilität, Liquidität und Besteuerung stellen. Hier liegt insbesondere ein Vergleich mit Unternehmensanleihen nahe, denn die Risiken der Investition in eine von einem Unternehmen gemietete Single-Tenant-Immobilie ähneln auf den ersten Blick den Risiken einer von diesem Unternehmen emittierten Anleihe. Gemeinsamkeiten und Unterschiede sollen im Folgenden dargestellt werden.

Kapitalerhalt

Das Hauptrisiko bei Unternehmensanleihen ist das Bonitätsrisiko des Emittenten. Der Investor muss sich vor allem fragen, ob das Unternehmen in der Lage sein wird, seinen Rückzahlungsverpflichtun-

gen komplett und termingerecht nachzukommen. Ratingagenturen beurteilen die Kreditwürdigkeit von Unternehmen und bestimmen damit auch das Pricing der Anleihe. Je schlechter die Bonität des Unternehmens, umso höher ist die am Kapitalmarkt geforderte Verzinsung.

Ist das Unternehmen dazu in der Lage, bekommt der Anleiheinvestor am Ende der Laufzeit sein eingesetztes Kapital zurück. Bis dahin trägt er das Kursrisiko. Der Kurs der Anleihe kann steigen oder fallen – je nach Entwicklung der Bonität des Unternehmens und der allgemeinen Kapitalmarktsituation, insbesondere des Zinsniveaus.

Das beste erreichbare Ergebnis beim Halten einer Anleihe bis zur Fälligkeit besteht im Erhalt regelmäßiger Zinszahlungen und vollständiger Kapitalrückgewähr. Zugleich besteht das Risiko, dass das Unternehmen diesen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann. Die Unausgewogenheit zwischen begrenzten Gewinnmöglichkeiten bei gleichzeitig möglichem Totalverlust unterscheidet die Anleihe von einer Aktie, bei der der Anleger im schlechtesten Fall ebenfalls sein eingesetztes Kapital verliert, im besten Fall sein Kapital jedoch vervielfachen kann. Somit sind Chancen und Risiken bei Unternehmensanleihen aus Investorensicht nicht optimal verteilt.

Bei Single-Tenant-Immobilien hängt das Risiko des Investments zunächst ebenfalls von der Bonität des als Mieter fungierenden Unternehmens ab. Wurde beispielsweise für zehn Jahre an ein bonitätsstarkes Unternehmen vermie-

tet, ist die Wahrscheinlichkeit sehr hoch, dass die Miete in dieser Zeit regelmäßig gezahlt wird und der Cash-Flow des Investors abgesichert ist. Wird das Unternehmen insolvent, dann wird es weder Anleiheninvestoren noch den Vermieter bedienen können. Der entscheidende Unterschied zwischen der Anleihen- und der Immobilieninvestition ist jedoch, dass der Anleiheninvestor dann seinen gesamten Kapitaleinsatz verliert, wogegen der Immobilieninvestor über eine Absicherung verfügt. Denn die Immobilie existiert auch bei Insolvenz des Mieters nach wie vor.

Ihr Wert hängt allerdings von mehreren Faktoren ab: Entscheidend sind Drittverwendungsfähigkeit und Lage. Befindet sich die Immobilie in einer 1a-Lage, dann wird sich – die Drittverwendungsfähigkeit vorausgesetzt – mit hoher Wahrscheinlichkeit relativ schnell ein anderer Mieter finden. Gelingt die Wiedervermietung zu gleichen Konditionen, wird der Investor selbst bei Insolvenz des Mieters sein Kapital zu einem großen Teil erhalten können. In dieser Hinsicht ist das Immobilieninvestment der Unternehmensanleihe überlegen, was sich – bei isolierter Betrachtung dieses Faktors – wegen des geringeren Risikos in einer niedrigeren Verzinsung niederschlagen müsste.

Fungibilität

Mit Blick auf die Fungibilität ist die Unternehmensanleihe fast immer dem Immobilieninvestment überlegen. Investoren, denen die jederzeitige Liquidierbarkeit der Anlage wichtig ist, sollten wegen der wesentlich höheren Fungibilität Unternehmensanleihen bevorzugen. Allerdings tragen sie dabei das Kursrisiko für den Fall, dass sie vor Fälligkeit verkaufen wollen oder müssen.

Immobilien sind in den letzten Jahren zunehmend fungibler geworden, zumindest erstklassige Objekte in guten Lagen und überschaubaren Losgrößen. Eine Reihe nationaler und internationaler Investoren ist jederzeit an solchen

Der Autor

Dr. Hubert Spechtenhauser

Geschäftsführer, Hannover Leasing GmbH & Co. KG, Pullach



Immobilien interessiert. Allerdings kann es durchaus Situationen geben – wie etwa infolge der Finanzkrise –, wo die Nachfrage beispielsweise aufgrund erschwerter Finanzierungsbedingungen eingeschränkt ist und ein Verkauf länger dauert. Betrachtet man allein den Liquiditätsaspekt, so sollte die Verzinsung der Immobilienanlage als Ausgleich für die eingeschränkte Fungibilität höher sein als die der Unternehmensanleihe.

Inflationsschutz

Ein entscheidender Unterschied zwischen Unternehmensanleihen und Immobilieninvestments besteht im Inflationsschutz. Hier gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Nutzungsarten. Bei Gewerbeimmobilien enthalten die Mietverträge in der Regel Wertsicherungsklauseln, die jedoch unterschiedlich ausgestaltet sind. Im Idealfall ist die Miete zu 100 Prozent an die Inflationsrate gekoppelt; dann besteht auch ein hundertprozentiger Inflationsschutz. Denn einerseits steigen die Mieten mit der Inflation, und andererseits steigt zugleich auch der Wert der Immobilie, der sich als Vielfaches der nachhaltig erzielbaren Jahresnettokaltmiete berechnet.

Unternehmensanleihen verfügen in der Regel über keinen Inflationsschutz, wie man ihn etwa von den seit einiger Zeit erhältlichen inflationsgesicherten Staatsanleihen kennt. Dies ist ein entscheidender Nachteil im Vergleich zur Investition in eine Single-Tenant-Immobilie. Unter diesem Aspekt sollte die Anfangsverzinsung der Immobilieninvestition als Preis für den Inflationsschutz deutlich unter der Verzinsung einer Unternehmensanleihe liegen.

Steuern

Für die Betrachtung der steuerlichen Situation ist zunächst entscheidend, ob das Investment privat oder im Betriebsvermögen gehalten wird. Im Privatvermögen werden sowohl Kursgewinne als auch Zinsen von Anleihen mit der Abgeltungssteuer besteuert, die inklusive Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer bis zu 30 Prozent betragen kann. Immobilieneinkünfte sind dagegen Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung, die mit dem persönlichen Steuersatz besteuert werden, der bei maximal 42 Prozent beziehungsweise 45 Prozent („Reichensteuer“) zuzüglich

Solidaritätszuschlag und gegebenenfalls Kirchensteuer liegt.

Zwar ist der Steuersatz bei natürlichen Personen mit hohem zu versteuernden Einkommen höher, doch ist die Bemessungsgrundlage niedriger, weil bei Immobilien die Abschreibungen abgezogen werden. Faktisch ergibt sich teilweise eine Steuerbelastung von nur 15 bis 20 Prozent für den Immobilien-Anleger. Dies trifft für laufende Einkünfte aus Vermietung zu. Trotz des höheren nominellen Steuersatzes ist also wegen der geringeren Bemessungsgrundlage die Rendite nach Steuern bei Immobilieneinkünften in der Regel höher als die Rendite nach Steuern bei Unternehmensanleihen mit identischer Verzinsung.

Die Besteuerung von Veräußerungserlösen beim Verkauf hängt bei der Immobilie von der Haltedauer ab. Bei Verkauf vor Ablauf der Zehnjahresfrist wird der Veräußerungsgewinn mit dem persönlichen Steuersatz besteuert, wird danach verkauft, bleiben die Veräußerungsgewinne steuerfrei, während Kursgewinne bei Anleihen stets der Abgeltungssteuer unterliegen.

Spezifische Risiken und Chancen

Nicht selten sind Unternehmensanleihen mit Kündigungsklauseln ausgestattet, die dem Emittenten den Rückkauf der Anleihe nach einer bestimmten Zeit oder zu einem bestimmten Preis erlauben. Dies ist für Investoren ärgerlich, da die Unternehmen hierdurch fast immer im Vorteil sind und der Anleger mit dem Risiko konfrontiert ist, dass das Unternehmen die Anleihe gerade dann kündigt beziehungsweise vorzeitig zurückkauft, wenn dies angesichts des allgemeinen Zinsniveaus für den Investor unvorteilhaft ist. Entsprechende Risiken gibt es bei Immobilieninvestments nicht – allenfalls einseitige Mieteroptionen nach Ablauf der Mietdauer wären damit vergleichbar.

Dafür gibt es bei Immobilien andere Risiken – aber auch Chancen. Verbessert oder verschlechtert sich die Lagequalität der Immobilie, kann ihr Wert – ganz unabhängig von der Mieterbonität – steigen oder sinken. Und liegt die Marktmiete über der aktuellen Miete, dann steigt der Wert der Immobilie – vor allem, wenn der Mietvertrag bald ausläuft. Umgekehrt verhält es sich natürlich, wenn die aktuelle Miete über

der Marktmiete liegt. Grund dafür ist, dass der Wert der Immobilie nicht von der tatsächlich vereinbarten, sondern von der nachhaltig erzielbaren Miete bestimmt wird.

In der Gesamtbetrachtung weisen Investitionen in Unternehmensanleihen und in Single-Tenant-Immobilien sowohl Gemeinsamkeiten als auch spezifische Unterschiede auf. Eine empirische Untersuchung zum Vergleich der Renditen dieser beiden Arten von Investments fehlt bislang. Aus Investorensicht ist der entscheidende Vorteil der Immobilie, dass sie einen besonderen Schutz mit Blick auf den Kapitalerhalt bietet, weil selbst beim Ausfall des Mieters die Chance besteht, dass der Investor sein Kapital, wenn auch vielleicht mit Abstrichen, zurückerhält, während er dies als Anleiheninvestor bei Insolvenz des Emittenten komplett verliert. Auch mit Blick auf Inflationsschutz und Besteuerung sind Investitionen in Single-Tenant-Immobilien in der Regel Unternehmensanleihen überlegen. Lediglich mit Blick auf die Liquidität der Anlage ist die Anleihe dem Immobilieninvestment gegenüber im Vorteil.



Der Beleihungswert – Fundament für den Hypothekendarlehen

HypZert Eine Initiative der deutschen Finanzwirtschaft

HypZert zertifiziert Immobiliengutachter, die sich in der Beleihungswertermittlung bestens auskennen, nach den anspruchsvollen Kriterien der ISO 17024. Sie werden auch künftig dazu beitragen, die hohe Qualität des Hypothekendarlehens zu sichern.

HypZert GmbH · Tel.: +49 (0)30-20 62 29-0 · www.hypzert.de