

VORLESUNG 28.10.2019

1. WIRTSCHAFTLICHE ANSÄTZE EINES DEVELOPERS

- Der Unternehmer, der eine Immobilie als Investment kauft, kauft im Gegensatz zum Privaten stets die erwartete Rendite.
- Es ist üblich, entweder die Formulierung "ich kaufe zum x-fachen der Jahresmiete ..." (höherer Multiplikator = höherer Kaufpreis) oder die Formulierung "Ich kaufe das Objekt zu x % Rendite ..." (höherer Prozentsatz = niedrigerer Kaufpreis) zu verwenden, um den Kaufpreis zu umschreiben. Die Rendite ist auch ein Indikator für einen (Teil-)Markt.
- Aus der Summe der erwarteten jährlichen Mieterträge und der vom Unternehmer verlangten Rendite lässt sich dann der Kaufpreis berechnen, den der Unternehmer als Käufer zu zahlen bereit ist (jährliche Mieterträge durch Renditeprozentsatz mal 100). Bei jährlichen Mieterträgen von EUR 1.500.000 und einer Rendite von 4,0 % ergibt sich der Kaufpreis aus folgender Formel:

$$\begin{aligned} \text{EUR 1.500.000 Mieterträge} : 0,04 \text{ Rendite} &= \text{EUR 37.500.000 Kaufpreis} \\ &= \\ \text{25-fache der Mieterträge von EUR 1.500.000} &= \text{EUR 37.500.000 Kaufpreis} \end{aligned}$$

- Durch den Einsatz von Fremdkapital kann die Rendite auf das Eigenkapital erhöht werden, solange der Kreditzinssatz unter der Rendite liegt, zu der eingekauft wird (siehe Beispiel-Rechnung in den Folien). Hier besteht das Risiko, dass bei einem großen Hebel schon geringe Steigerungen des Zinssatzes für das Fremdkapital die die Einnahmen aufzehren und der Kredit nicht mehr bedient werden kann). Ziel der Investoren ist, laufend nur Zinsen zu zahlen und das Kapital erst am Ende bei einem Verkauf der Liegenschaft zurückzuführen.
- Bei der Überlegung, welche Rendite erzielt werden kann, ist für den Unternehmer letztlich nur die Netto-Rendite interessant: was bleibt wirklich über, welche Kosten müssen von den Zahlungen der Mieter (der Brutto-Rendite) noch abgezogen werden? Wichtig ist hierbei vor allem die Überlegung, welche Kosten auf die Mieter nicht überwältzt werden können und daher endgültig vom Vermieter getragen werden müssen.

Die Frage lautet daher: Welche Kosten für

- den Betrieb (insbesondere bei Beschränkung durch Vollanwendung des MRG mit dem eingeschränkten Betriebskostenkatalog, aber auch bei Teil- und Nichtanwendung können gewisse Klauseln gröblich benachteiligend sein),
- die Instandhaltung (CapEx – Capital Expenditure – auch hier gibt es durch die OGH-Rechtsprechung Einschränkungen, weil gewisse Positionen selbst bei Unternehmern wegen gröblicher Benachteiligung nicht überwältzt wer-

den können – insbesondere Investitionen in allgemeine Teile des Hauses und teilweise auch innerhalb des Mietgegenstands) und

- Leerstehung (sowohl die laufenden Betriebskosten für den Leerstand als auch die Kosten der Mietersuche und der dem neuen Mieter zu gewährenden Incentives wie mietfreie Zeit, Zuschuss zu Ausbauten nach Mieterwunsch etc)

kann der Vermieter nicht auf die Mieter überwälzen (entweder aufgrund gesetzlicher Beschränkungen oder aufgrund der Marktsituation).

- Mietfreie Zeiten werden deswegen von Vermietern lieber gewährt als eine Reduktion der monatlichen Miete, selbst wenn dies über die Laufzeit des Vertrags zu identen Einnahmen führt, weil dann die höhere Miete in die Berechnung des Verkaufspreises einfließt und sich damit rechnerisch ein höherer Kaufpreis ergibt (wirtschaftlich wird allerdings von einem Käufer berücksichtigt werden, dass bei jeder Verlängerung oder Neuvermietung ebenfalls wieder eine mietfreie Zeit gewährt werden muss und somit der hohe Zins nicht nachhaltig erzielbar ist). Weiters erleichtert eine mietfreie Zeit das Auffinden von Mietern im Bereich neu gegründeter Unternehmen, weil zu Beginn nicht zu hohe Aufwendungen zu verdienen sind.
- 2008 wurden für Büroflächen in Toplagen in Wien Renditen von 4-5 % bezahlt; in der Krise nach der Lehmann-Insolvenz waren Käufer bereit, zu Renditen von 7-8 % zu kaufen, 2019 verlangen die Käufer Renditen auch schon unter 4 % und erreichen wieder oder übersteigen sogar die höchsten Preisen vor der Krise und die Tendenz der Kaufpreise ist weiter leicht steigend. Bei Zinshäusern sind derzeit Renditen von rund 2 %, in Spitzenlagen sogar darunter, möglich. Spezialimmobilien wie zB Logistikimmobilien etc bringen eine höhere Rendite, haben aber auch ein höheres Risiko, während Wohnen eher niedrigere Renditen bringt.

2. ASSET DEAL vs SHARE DEAL

Die Frage, ob der Kauf als Asset Deal (die Liegenschaft samt Gebäude wird gekauft) oder als Share Deal (eine Gesellschaft, in deren Alleineigentum die Liegenschaft samt Gebäude steht, ein SPV – Special Purpose Vehicle, wird gekauft) gestaltet werden soll, hat weitreichende wirtschaftliche Auswirkungen. Folgende Punkte spielen dabei eine Rolle:

- Kann mit einem Share Deal Grunderwerbsteuer vermieden werden (3,5 % Grunderwerbsteuer und 1,1 % Grundbuchseintragungsgebühr gehen ja sonst direkt in die Rendite)? Die Eintragungsgebühr kann jedenfalls vermieden werden. Bei der Grunderwerbsteuer geht es grundsätzlich – allerdings aufpassen, dass keine Anteilsvereinigung zustande kommt, wobei es auch da mit einem Steuersatz von 0,5 % günstiger ist (s.u.).
- Wie sieht es mit der Abschreibung der Zinsen für den Kaufpreis aus?
 - Asset Deal: die Zinsen für den Kredit zur Anschaffung sind beim Käufer = Eigentümer der Liegenschaft abschreibbar, weil dieser auch Kreditnehmer

ist - Zinsen reduzieren die Mieteinnahmen und so die Bemessungsgrundlage der Einkommen-/Körperschaftssteuer;

- Share Deal: die Zinsen fallen beim Gesellschafter an, der den Kredit für die Anschaffung der Geschäftsanteile aufgenommen hat – eine unmittelbare Gegenrechnung von Zinsen aus der Anschaffung als Aufwand gegenüber den Mieteinnahmen ist nicht möglich – die Mieteinnahmen werden daher nur um geringere Beträge reduziert und es fallen mehr Gewinnsteuern an.
- Ist man an die Buchwerte der Gesellschaft gebunden?
 - Asset Deal: man kann die Liegenschaft zu den Anschaffungskosten in die Bücher aufnehmen, sodass Buchwert = Kaufpreis als Basis für die Abschreibung herangezogen wird (nur Gebäude ist abschreibbar – Liegenschaft selbst nicht) – Abschreibung von der hohen Grundlage reduzieren die Mieteinnahmen und so die Bemessungsgrundlage der Einkommen-/Körperschaftssteuer;
 - Share Deal: man kann bei einer Kapitalgesellschaft nur vom im SPV vorhandenen Buchwert der Liegenschaft im SPV abschreiben; dieser ist aber regelmäßig geringer als der Betrag, der bei der Kaufpreisberechnung der Anteile als Ansatz für die Liegenschaft einfließt – die Mieteinnahmen werden daher nur um geringere Beträge reduziert und es fallen mehr Gewinnsteuern an. Personengesellschaften gelten steuerlich als transparent und dort ist der Kaufpreis direkt beim Gesellschafter als Abschreibungsbasis ansetzbar.
- Option zur Umsatzsteuer bei Vermietung: wenn an umsatzsteuerbefreite Unternehmer (zB Ärzte, Banken, Versicherungen) vermietet wird, die im Mietobjekt befreite Umsätze tätigen, darf der Vermieter nicht zur USt optieren und verliert diesbezüglich den Vorsteuerabzug für die Errichtung bzw Investitionen. Allerdings ist dann, wenn vor Inkrafttreten dieser Änderung 2012 der Vermieter das Gebäude selbst errichtet hat, noch die alte Rechtslage anzuwenden – daher gibt es einen Wechsel zur neuen Rechtslage erst, wenn es einen Asset Deal gibt, nicht aber bei einem Share Deal. Dasselbe gilt für Mietverträge, die vor Inkrafttreten der Änderung abgeschlossen wurden: bei einem Asset Deal ändert sich der Vermieter und gilt dieser Mietvertrag da er umsatzsteuerrechtlich als Neuvertrag, so dass ab dem Übergang keine Option zur Umsatzsteuer mehr möglich ist.
- Wie hoch ist die Belastung mit latenten Steuern (das sind Körperschaftsteuern, die in einem SPV anfallen, wenn nach einem Share Deal die Liegenschaft im Wege des Asset Deals verkauft wird und im SPV wegen des niedrigeren Buchwerts der Liegenschaft im SPV gegenüber dem beim Share Deal zu Grunde gelegten wirtschaftlichen Kaufpreis der Liegenschaft ein Buchgewinn anfällt, selbst wenn wirtschaftlich nur derselbe Preis erzielt wird)? Schränken diese etwa die Weiterverwertung in einem späteren Zeitpunkt ein? Werden diese bei einem Weiterverkauf zwingend aufgedeckt und sind daher später ein Problem? Hier wird regelmäßig eine Teilung des Risikos zwischen Verkäufer und Käufer vereinbart.

- Ist das SPV (die Gesellschaft, die nur die Liegenschaft samt Gebäude hält) auch wirklich "sauber"? Darf man als Käufer überhaupt einen Share Deal durchführen (offene/geschlossene Immobilienfonds)?
- Beim Share Deal braucht der Käufer meist weniger Liquidität, und zwar dann, wenn im SPV bereits eine Fremdfinanzierung "drin ist" und der Käufer diese übernimmt. Allerdings enthalten die meisten Finanzierungsverträge change of control Klauseln, die der Bank einen Ausstieg ermöglichen.
- Share Deals sind betreffend die Durchführung aufgrund der komplexeren Strukturierung und der umfangreicheren Due Diligence aufwendiger und teurer.
- Share Deal / Zwerganteil zur Vermeidung der GrESt wegen Anteilsvereinigung:
 - bei der GmbH: 95 % der Anteile in einer Hand vereinigt; Treuhänder wird dem Treugeber zugerechnet. Zusammenrechnung nur mehr bei einer KöSt-Gruppe (klarer, weil hier ein positiver Akt zur Bildung erforderlich ist, während die USt-Gruppe durch faktische Erfordernisse definiert war und keines "Beschlusses" bedurfte).
 - Personengesellschaften: sind jetzt auch erfasst – ebenfalls 95 %-Grenze, aber GrESt fällt an, wenn innerhalb von 5 Jahren 95 % der Anteile übertragen werden (selbst wenn die Übertragung an mehrere Personen erfolgt und niemand mehr als 95 % aller Anteile besitzt).
 - Prozentsatz der GrESt nur mehr 0,5 % vom Grundstückswert.
 - Die Eintragungsgebühr wird weiterhin jedenfalls gespart.
 - Vermeidung: Wechsel nicht direkt beim SPV, sondern auf der Ebene der Gesellschafter ("unmittelbar beteiligt"); persönlich haftender Gesellschafter bei KG hält über 5 % und wird mitverkauft (dann wechseln nur weniger als 95 % der Anteile); Zuwarten mit dem Erwerb der restlichen Anteile einer Personengesellschaft über fünf Jahre.

3. WIRTSCHAFTLICHE RISIKOBEREICHE

- Wie ist bei einer voll vermieteten Immobilie die Restlaufzeit der Mietverträge (frühester Zeitpunkt, zu dem der Mieter kündigen kann)? Sind die Mietverträge sehr kurz und muss man daher damit rechnen, dass man sich selbst in Kürze um neue Mieter kümmern muss?
- Wie sieht es mit der Befristung und der Kündigungsmöglichkeit bei den Mietverträgen aus? Besteht vielleicht die Gefahr, dass man Mieter, die nur einen geringen Mietzins zahlen, nicht aus dem Mietobjekt hinaus bekommt? In der Vergangenheit galt der "Grundsatz", dass der Mietpreis schneller als die Inflation steigt: kann man alte Mieter kündigen und neue Mieter mit höheren Mieten bekommen (bzw mit den alten Mietern eine Verlängerung zu einem höheren Mietzins vereinbaren)? Hat man die Chance, das Gebäude für eine grundlegende Renovierung zur Gänze leer zu bekommen?

- Wird es leicht sein, für die Immobilie neue Mieter zu finden, sobald die alten Mietverträge auslaufen? Sind die derzeitigen Mieten auch bei einer Neuvermietung wieder zu erzielen (eventuell sogar zu steigern) oder muss man hier mit Abschlägen rechnen?
- Hat ein Mieter sich bereit erklärt, einen dermaßen hohen Mietzins zu zahlen, dass es unrealistisch ist, bei einem Nachmieter den gleich hohen Mietzins zu erzielen, wird der Käufer nicht bereit sein, diesen hohen Mietertrag zur Gänze in die Kaufpreisberechnung einfließen zu lassen, weil er davon ausgeht, dass dieser hohe Mietertrag nur kurzfristig ist.
- Wie wird sich der Mietpreis entwickeln? Erfahrung aus der Vergangenheit: Mietniveau steigt tendenziell schneller als der VPI.
- Wertsicherung: Es ist wichtig, die Systematik der Wertsicherung zu verstehen. Zugeständnisse bei der VPI Berechnung können über eine längere Laufzeit sehr teuer werden (Schwellen, nur anteilige Anpassung).
- Mieterwechsel: Als Vermieter muss man damit rechnen, bei einem Mieterwechsel einen Mietentgang/Kosten (für Leerstand, Makler, Renovierungskosten, mietfreie Zeit) bis zu mehreren Monatsmieten zu haben.

4. FÜR UNVERBAUTE LIEGENSCHAFTEN

Der Developer schaut sich zu allererst an, was er mit einer Liegenschaft machen kann. Hierfür sind vor allem die Bebauungsdichte und Bauklasse maßgeblich, woraus sich dann die Nutzfläche ergibt. Die Nutzfläche multipliziert mit der erwarteten Miete abzüglich der zu erwartenden Kosten gibt den ersten Anhaltspunkt für den Kaufpreis.

Wenn der Markt sehr gut läuft, kommt es auch wieder zu so genannten "Forward Deals", bei denen der Kaufvertrag bereits abgeschlossen wird, wenn gerade die Baubewilligung vorliegt oder zumindest deren Erlangung unmittelbar bevorsteht. Der Verkäufer verpflichtet sich dann, wenn entsprechend definiertes Gebäude zu errichten und zu definierten Konditionen zu vermieten. Wenn diese Voraussetzungen alle eingetreten sind, ist der Kaufpreis zu bezahlen und wird das Eigentum an der Liegenschaft übertragen. Hier verpflichten sich die Käufer somit, einen nach den jetzigen Werten berechneten Kaufpreis in ca. 2 Jahren (nach Ende der Bauzeit) zu bezahlen. Diese Langfristigkeit erhöht für beide Seiten die Unsicherheit (Kann der Käufer dann noch den Kaufpreis bezahlen? Wird der Verkäufer das Gebäude ordnungsgemäß und fristgerecht errichten?)

5. LOI

- Was ist ein LOI? Wie ist er rechtlich zu beurteilen (regelmäßig noch kein Vorvertrag bzw. keine Punktation, aus der auf die Erfüllung der Hauptleistung geklagt werden kann, sondern eine Absichtserklärung hinsichtlich der Hauptleistungspflichten mit bindenden Elementen hinsichtlich der weiteren Vertragsverhandlungen)? Entfaltet er Bindungswirkung?

- Exklusivität, Vertraulichkeit, Gerichtsstand, anwendbares Recht regelmäßig bindend vereinbart; Rest bloße Absichtserklärung, aber Verstärkung der Pflichten aus CiC.
- Was ist sein typischer Inhalt? Welche Sanktionen sind zu erwarten, wenn eine der Parteien sich nicht daran hält?
- Üblicher Aufbau:
 - Einleitung
 - Bezeichnung der Vertragspartner (Achtung: Unterschiedliche Verkäufer bei Asset Deal und Share Deal – möglicherweise ist der endgültige Käufer auch erst ein zu gründendes SPV – es muss klargestellt sein, wer jetzt die bindenden Verpflichtungen aus dem LOI übernimmt und wen die Pflichten aus CiC treffen)
 - Beschreibung des Kaufgegenstands
 - Bewertung des Kaufgegenstands (die grobe Bewertung wird zwischen den Parteien meist schon vor Abgabe des LOI verhandelt, aber im LOI findet sich bereits die Formel für die Kaufpreisberechnung unter der Annahme, dass die bisher vorhandenen Informationen über den Gebäudezustand und die Mietverhältnisse zutreffend sind)
 - Bedingungen – definieren CiC näher als im Gesetz vorgegeben, auch wenn meist immer noch Raum für Interpretationen bleibt (meist bewusst)
 - Angaben zur Finanzierung (derzeit ist wieder ein Verkäufermarkt, so dass die Käufer nur dann eine realistische Chance haben, wenn sie die Finanzierung bereits zu Beginn der Verhandlungen gesichert haben)
 - zeitlicher Ablauf - Due Diligence
 - Exklusivität (dieser Punkt und die Vertraulichkeit sind in der Regel ausdrücklich verbindlich und werden häufig auch durch eine Vertragsstrafe abgesichert)
 - Vertraulichkeit
 - Berater und deren Kosten
 - Angaben zur Bindungswirkung
 - Gerichtsstand, anwendbares Recht