

ERBBAURECHT ALS ANLAGEFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

Autoren:

Prof. Dr. Steffen Sebastian

Dominik Wagner

Carsten Fritz

Herausgeber: IRE|BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg
www.irebs.de
ISSN 2197 - 7720
Copyright © IRE|BS International Real Estate Business School 2019, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes:
Prof. Dr. Steffen Sebastian, IREBS

RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuhören und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

Erbbaurecht als Anlageform für institutionelle Investoren

von

Prof. Dr. Steffen Sebastian
IREBS

Dominik Wagner
IREBS

Carsten Fritz
IREBS

13. Februar 2019

IREBS International Real Estate Business School, Universität Regensburg

steffen.sebastian@irebs.de
Telefon: 0941-943-5081; Fax: 0941-943-815080

Inhaltsverzeichnis

1	Erbbaurecht für institutionelle Investoren	- 1 -
2	Grundlagen des Erbbaurechts	- 2 -
2.1	Deutschland	- 2 -
2.2	Großbritannien	- 4 -
3	Marktdaten	- 6 -
3.1	Deutschland	- 6 -
3.2	Großbritannien	- 11 -
4	Investitionsformen	- 14 -
4.1	Immobilien-Spezialfonds mit Fokus Erbbaurecht.....	- 14 -
4.2	Fremdkapital-Produkte.....	- 15 -
4.3	Exkurs: Erbbaurecht im Kontext von Solvency II	- 16 -
5	Dienstleister Deutschland	- 17 -
6	Erbbaurecht – Ein sinnvolles Nischenprodukt?	- 19 -
6.1	Eigenschaften des Erbbaurechts als Anlage	- 19 -
6.2	Risiken und Grenzen des Investmentvehikels Erbbaurecht	- 19 -
6.3	Erbbaurecht – Ein sinnvolles Nischenprodukt?	- 21 -
7	Anhang	- 22 -
7.1	Rechtliche Grundlagen	- 22 -
7.2	Laufzeit & Grunderwerbssteuerpflichten.....	- 22 -
7.3	Instandhaltung und sonstige Rechte und Pflichten	- 23 -
7.4	Beleihbarkeit.....	- 24 -
7.5	Marriage Value	- 25 -
7.6	Konzept “Hope Value”	- 27 -
7.7	Fallbeispiele: Verkehrswertermittlung bei Erbbaurechten	- 28 -
8	Literaturverzeichnis	- 31 -

1 Erbbaurecht für institutionelle Investoren

Das niedrige Zinsumfeld hält seit gut einem Jahrzehnt in der deutschen Wirtschaft Einzug und zwingt institutionelle Investoren dazu, nach alternativen Anlagevehikeln zu suchen, die den Renditeanforderungen genügen, aber auch mit einem konservativen Risikoprofil vereinbar sind. Versicherungsgesellschaften oder Pensionskassen haben naturgemäß langfristige Anlagehorizonte, da diese ebenso langfristigen Verbindlichkeiten gegenüberstehen. Zusätzlich sehen Regulationen vor, dass ein Großteil des zur Verfügung stehenden Kapitals lediglich in Assets mit möglichst sicherem Cashflow investiert werden darf. Auskömmliche Renditen werden derzeit nur in riskanten Anlageklassen oder mit Immobilieninvestments realisiert. Durch die anhaltend hohe Nachfrage werden geeignete Anlagemöglichkeiten zunehmend seltener. Naturgemäß geraten immer wieder Nischenprodukte wie Mikrowohnen, Parkhäuser oder Gesundheitsimmobilien in den Fokus der Investoren. Ein weiteres Nischenprodukt könnten Erbbaurechte im klassischen Investitionssegment der institutionellen Anleger sein.

Erbbaurechte bringen Besonderheiten und Einschränkungen bei Erwerb, Finanzierung, Verwaltung und insbesondere bei der Veräußerung mit sich. Nicht zuletzt die Komplexität des Konzeptes Erbbaurecht sorgt dafür, dass Immobilien mit Erbbaurecht meist ein Ausschlusskriterium bei institutionellen Investoren sind. Allerdings stellt gerade die Komplexität des Produktes eine Chance für spezialisierte Marktteilnehmer dar. Institutionelle Investoren, die diese spezifischen Kenntnisse generieren können und über passende Investmenthorizonte verfügen, haben am Markt potenziell komparative Vorteile. Neben der Position des Erbbaugebers ist grundsätzlich auch die Position des Erbbaunehmers und Vermieters für institutionelle Anleger denkbar.

In Deutschland werden Erbbaurechte primär von Stiftungen sowie kirchlichen oder kommunalen Institutionen vergeben. Erbbaurechtsnehmer sind üblicherweise Privatpersonen, zusätzlich beobachtet man auch große gewerbliche Erbbaurechte (bspw. Hafenanlagen, Flughäfen, Fußballstadien etc.). Das Marktvolumen von Erbbaurechten hat hierbei insbesondere in Großstädten aufgrund der Preissteigerungen des Baulands zugenommen. Institutionelle Anleger sind derzeit in signifikantem Umfang weder als Erbbaugeber noch als Erbbaunehmer am Markt präsent. In Großbritannien ist das Konzept des Erbbaurechts als Leasehold bekannt. Im Gegensatz zum deutschen Markt gibt es in Großbritannien auch staatliche Marktstudien zum Leasehold, auch wenn diese größtenteils auf Schätzungen beruhen. Vor allem Leasehold an Wohnungen erfreut sich in Großbritannien steigender Beliebtheit. Landesweit unterliegt fast jede fünfte Immobilie dem Leasehold.

Im Folgenden werden zunächst die Grundzüge des Erbbaurechts dargestellt. Anschließend werden die verfügbaren Marktinformationen zum Erbbaurecht in Deutschland sowie in Europa, im Speziellen Großbritannien aufgeführt.

2 Grundlagen des Erbbaurechts

Das Konzept des Erbbaurechts existiert seit Jahrhunderten in Europa, etwa in Frankreich, den Niederlanden, Österreich oder der Schweiz. In Deutschland ist es seit 1919 gesetzlich etabliert. Weit verbreitet ist es vor allem in Großbritannien.

2.1 Deutschland

Nach deutschem Recht ist ein Erbbaurecht nach der Legaldefinition des § 1 Abs. 1 ErbbauRG die Belastung eines Grundstücks durch das Recht „auf oder unter der Oberfläche eines Grundstücks ein Bauwerk zu haben“.¹ Als grundstücksgleiches Recht ist das Erbbaurecht frei handelbar, übertragbar, vererblich und beleihbar². Die Bestellung eines Erbbaurechts ermöglicht demzufolge die rechtliche Trennung von Grundstücks- und Gebäudeeigentum.³ Dies ermöglicht die getrennte Vermarktung dieser beiden Rechte. Das Bauwerk wird dabei wesentlicher Bestandteil des Erbbaurechts, unabhängig davon ob es schon besteht oder noch gebaut wird.⁴ Erbbauberechtigte können einzelne aber auch mehrere natürliche oder juristische Personen sein.⁵

Das Erbbaurecht wird typischerweise über sehr lange Zeiträume vergeben. Bei wohnwirtschaftlicher Nutzung sind meist zwischen 60 Jahren und 99 Jahren, bei gewerblicher Nutzung meist zwischen 40 Jahren und 50 Jahren üblich. Grundsätzlich sind auch längere Fristen für gewerbliche Erbbaurechte denkbar. Während der Laufzeit des Erbbaurechts erhält der Erbbaurechtsgeber vom Erbbaurechtsnehmer den sogenannten Erbbauzins, der ins Erbbaugrundbuch eingetragen wird. In der Praxis ist die dingliche Vereinbarung als wiederkehrende Leistungen gemäß § 9 Abs. 1 ErbbauRG üblich.⁶ Der Erbbauzins ist nicht Inhalt des Erbbaurechts, sondern nur eine Belastung desselbigem.⁷ Ein solcher Erbbauzins ist Bestandteil des Grundstücks, wodurch zukünftige Erbbauzinszahlungen nicht gehandelt oder verpfändet werden können.⁸ Der anfängliche Erbbauzins ist in seiner Höhe unbeschränkt und kann frei zwischen den Vertragsparteien vereinbart werden. In der Regel wird ein bestimmter Prozentsatz des Verkehrswerts des belasteten Grundstücks als Erbbauzins vereinbart.⁹ Bei privat genutzten Erbbaurechten wird meist eine 3 bis 5%ige Verzinsung vereinbart. Bei gewerblich genutzten Erbbaurechten liegt der Prozentsatz normalerweise etwas höher.

¹ Erbbaurecht kann in acht Bestellungen gegliedert werden: Erbbaurecht, Gesamterbbaurecht, Eingeschränktes Erbbaurecht, Untererbbaurecht, Nachbarerbbaurecht, Wohnungserbbaurecht, Teilerbbaurecht, Eigentümererbbaurecht. Vgl. § 39 SachenRBerG & § 30 WEG & BGHZ 62, 179 in NJW 1974, 37.

² Nähere Informationen zur Beleihung sind im Anhang aufgeführt.

³ Vgl. Böttcher, 2017, S. 1.

⁴ Vgl. § 12 Abs. 1 ErbbauRG.

⁵ Vgl. Grizwotz, 2017, § 1 Rn. 15f.

⁶ Rechtlich zulässig sind auch Einmalzahlungen oder eine Umsatzbeteiligung an einem Gewerbebetrieb auf dem Grundstück, vgl. BGH, Urteil v. 27.02.1970, V ZR 49/67.

⁷ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 9 Rn. 10.

⁸ Vgl. Böttcher, 2017, S. 87.

⁹ Vgl. Winkler & Schloßgel, 2016, § 6 Rn. 65f.

Ein komplexer Bereich des Erbbaurechts ist die Frage, ob und in welchem Umfang eine Wertsicherung des vereinbarten Erbbauzinses während der Laufzeit möglich ist.¹⁰ Nach neuer Rechtslage genügt die eindeutige Bestimmbarkeit des Erbbauzinses. Die Voraussetzungen und der Bewertungsmaßstab für die Veränderung des Erbbauzinses unterliegen der Vertragsfreiheit.¹¹ Üblich sind index- beziehungsweise leistungsbezogene Klauseln, d.h. die Anpassung kann an den Verbraucherpreisindex oder im gewerblichen Fall auch an die Wertsteigerung des Bodenwerts gekoppelt sein. Alternativ besteht auch die Möglichkeit einer Neuverhandlungsklausel, die es einer Vertragspartei erlaubt die Neuverhandlung der Höhe des Erbbauzinses einzufordern, sofern im Voraus definierte Voraussetzungen erfüllt werden. Der §9a ErbbauRG schränkt diese Anpassungsmöglichkeiten für Erbbaurechte, die Wohnzwecken dienen, ein.¹² So dürfen Erhöhungen nur nach jeweils drei Jahren durchgeführt werden und beziehen die Entwicklung Inflationsrate mit ein. Bei gewerblichen Bauten ist die Anpassung jährlich möglich. Eine Beschränkung der Erhöhung des Erbbauzinses ist nicht gegeben.

Die Ermittlung des Beleihungswertes des Erbbaurechtes selbst erfolgt in der Praxis meist durch inländische Verfahren, wie das Münchner Verfahren. Eine ausführliche Darstellung findet sich im Anhang.

Mit Ablauf der vereinbarten Laufzeit des Erbbaurechtsvertrages wird das auf dem Grundstück errichtete Gebäude zum Eigentum des Grundstückeigentümers. Der Erbbaurechtsnehmer kann eine Entschädigung in vorher vereinbarter Höhe erhalten. Dies ist im privaten Bereich der Regelfall mit Entschädigungshöhen von 2/3 bis 100% des Verkehrswertes des Gebäudes. Im sozialen Wohnungsbau gibt es eine Sonderregelung nach welcher die Entschädigung bei mindestens zwei Dritteln des allgemeinen Wertes der Bebauung liegt. Besteht keine vertragliche Vereinbarung, müssen sich die Parteien über die Höhe gegebenenfalls durch ein Rechtsverfahren einigen. Die Entschädigungshöhe orientiert sich an dem Verkehrswert, der nach ImmoWertV ermittelt wird.¹³ Es existieren Möglichkeiten diese Zahlung zu umgehen, indem der Erbbaurechtsgeber dem Nutzer vor Zeitablauf anbietet, das Erbbaurecht zu verlängern. „Schlägt der Nutzer dieses Angebot aus, erlischt der Anspruch auf Entschädigung“^{14, 15} Sonderregelungen treten beim sogenannten Heimfall ein. Sollte die Insolvenz des Gebäudeeigentümers in Kraft treten oder dieser mit der Erbbauzinszahlung in Höhe mindestens zweier Jahresbeiträge in Verzug sein, so kann der Heimfall durch den Erbbaurechtsgeber betrieben werden. Üblicherweise wird bei der Insolvenz des

¹⁰ Vgl. Schmenger, 2006, S. 75. Bei bis zum 30.09.1994 eingetragenen Erbbaurechten musste nach dem damaligen § 9 Abs. 2 ErbbauRG a. F. der Erbbauzins für die gesamte Dauer des Erbbaurechts im Voraus bestimmt sein, d. h. es war keine grundbuchmäßig geschützte Wertsicherung möglich. Üblich war deshalb die rein schuldrechtliche Vereinbarung einer Wertsicherung in Verbindung mit der Eintragung einer Vormerkung, vgl. Böttcher, 2017, S. 87-89

¹¹ Vgl. Winkler & Schrögel, 2016, § 6 Rn. 96.

¹² Hier zeigen sich parallelen zum Mieterschutz bei der Wohnraumvermietung.

¹³ Vgl. §§ 15 – 23 ImmoWertV.

¹⁴ Vgl. Hüren, 2015.

¹⁵ Der Grundstückseigentümer kann finanzielle Lasten, die er eventuell nicht tragen kann, abwenden, indem er das Erbbaurecht auf die Standdauer des Bauwerkes verlängert. Allerdings dann ohne jegliche Anpassungsmöglichkeit eines ggf. sehr niedrigen Erbbauzinses. Insofern ist dies in der Praxis meist eine eher unattraktive Option des Grundstückseigentümers.

Gebäudeeigentümers dem Heimfall mit Zwangsvollstreckungsmaßnahmen vorweggegriffen, da sonst gegebenenfalls nachrangige Darlehen wegfallen. Beim Heimfall kann der Erbbaurechtsgeber das Gebäude verwerten, um seine Ansprüche zu decken und als Entschädigung den Verkehrswert des Gebäudes mit einem Abschlag zahlen. Einzelne Ausgestaltungen richten sich entsprechend nach dem jeweiligen Erbbaurechtsvertrag.

2.2 Großbritannien

In Großbritannien hat das Erbbaurecht (Leasehold beziehungsweise Ground Lease) hohe Akzeptanz. Aufgrund von Fehlentwicklungen in der jüngsten Vergangenheit wurden eine Reihe von Reformen durchgeführt. Eine weitere Erbbaurechtsnovelle ist für Sommer 2018 angekündigt.

Der Ursprung des britischen Grundstücksrechts liegt im Feudalwesen des 11. Jahrhunderts.¹⁶ Infolgedessen ist das gesamte Grundvermögen in England und Wales formal Eigentum der Krone.¹⁷ Der Erwerb von Boden ist nur in Form von Besitzrechten möglich. Das umfassendste Besitzrecht ist das Freehold, das sich jedoch de facto nicht vom Volleigentum nach deutschem Recht unterschiedet.¹⁸ Ein Leasehold ist demgegenüber ein zeitlich begrenztes Besitzrecht mit sehr langen Laufzeiten von bis zu 199 Jahren. Mit kurzen Laufzeiten von ggf. wenigen Jahren oder nur Monaten kann ein Leasehold auch Mietverträgen nach deutschem Recht ähneln.¹⁹ Darüber hinaus ist auch das Einräumen von Unter-Leases möglich.

Dem deutschen Erbbaurecht entsprechen Long-Leases mit Laufzeiten von mehreren Jahrzehnten. Im Unterschied zum deutschen Erbbaurecht ist bei solchen langlaufenden Leaseholds für Wohnimmobilien eine anfängliche Einmalzahlung (Premium) zu leisten, die nahezu dem Preis für das Freehold-Eigentum entspricht.²⁰ Darüber hinaus wird üblicherweise ein jährliches Entgelt gezahlt, die sogenannte Ground Rent.²¹ Am Ende der Laufzeit fällt das Grundstück samt Gebäude entschädigungslos an den Freehold-Eigentümer zurück.²² Instandhaltungen sind vom Landlord durchzuführen, die Kosten hierfür trägt jedoch der Inhaber des Leasehold. Solche langfristigen Leaseholds sind vor allem bei Wohnimmobilien in großen Städten verbreitet.

Allerdings ist der Leaseholder keineswegs schutzlos, da er das Recht auf das sogenannte Enfranchisement hat. Das Enfranchisement entstammt einer der Sonderregelungen im englischen Erbbaurecht, welches seit dem Leasehold Reform Act 1993 in Kraft getreten ist. Dabei ist es möglich – selbst entgegen dem Willen des Eigentümers – das Grundstück zum gegenwärtigen Wert des Leaseholds und belasteten Freeholds plus dem hälftigen Wert des sogenannten Marriage Value zu erwerben (vgl. Anhang, Kapitel 9.5 Marriage Value, S. - 25 -).

¹⁶ Vgl. Dixon, 2016.

¹⁷ Die Ausführungen beziehen sich auf den englischen und walisischen Landesteil des Vereinigten Königreichs. In Schottland wurden Erbbaurechte per Gesetz im Jahr 2015 zu Volleigentum umgewandelt. In Nordirland herrscht historisch bedingt eine andere Gesetzgebung, vgl. Collinson, 2017.

¹⁸ Vgl. Dixon, 2016, S. 8 oder Eisenhauer, 1997.

¹⁹ Als drittes Besitzrecht existiert seit dem Leasehold Reform Act 2002 das Commonhold, welches vergleichbar mit dem deutschen Wohnungs- oder Teileigentum ist. Dieses ist jedoch bisher praktisch bedeutungslos, da es in über einem Jahrzehnt nur in 161 Fällen angewendet wurde, vgl. Waldner & Kopp, 2015 oder Driscoll, 2016.

²⁰ Vgl. Waldner & Kopp, 2015, Rn. 50.

²¹ Vgl. Dixon, 2016, S. 228f.

²² Vgl. Waldner & Kopp, 2015, Rn. 50 oder Eisenhauer, 1997, S. 25.

Dieses Recht ist jedoch an Bedingungen geknüpft. So können nur Privatpersonen die Möglichkeit wahrnehmen und müssen dafür zwei Jahre auch den Wohnraum selbst genutzt haben. Dies führt dazu, dass Freeholder dazu tendieren, Leaseholds nur für einzelne Wohnungen zu vergeben. Das Enfranchisement ist in diesem Fall weniger wahrscheinlich, da nun eine Übernahme nur von den Leaseholdern aller Wohnungen in einem Gebäude gleichzeitig möglich ist (Collective Enfranchisement).²³ Im Rahmen einer individuellen Vertragsgestaltung ist es zudem möglich, Anreize für ein Enfranchisement zu bestimmten Zeiten zu setzen, die für den Freeholder vorteilhaft sind. So kann zumindest die Wahrscheinlichkeit einer Übernahme gesteuert werden.²⁴

Es ist beabsichtigt die gesetzlichen Regelungen für Leasehold zu ändern. So schlug die britische Regierung im Juli 2017 vor, den Leasehold für Neubauten und Erschließungen komplett abzuschaffen. Lediglich Bestandswohnungen sollen noch unter dem Leasehold vergeben werden können. Allerdings soll die Ground Rent auf ein Minimum, bestenfalls nahe null, reduziert werden (peppercorn rent). Mittlerweile gibt es erneut Vorschläge bezüglich des Verbotes des Leaseholds für fast alle Neubauten. Zusätzlich wird diskutiert die Ground Rent für Langzeit-Leaseholds auf null zu setzen. Grund dafür sind vor allem spekulative Investoren, die stark zum rapiden Wachstum der Ground Rent beitragen. Aufgrund des grundsätzlich liberalen Recht des britischen Wohnungsmarkts ist es beispielsweise möglich, Klauseln in den Leasehold einzubauen, die für eine Verdopplung der Ground Rent in regelmäßigen Abständen sorgen. Dies führt dazu, dass Erbbaurechte mit einer solchen Leasehold-Klausel unverkäuflich werden. Weitere Reformen waren für Sommer 2018 angekündigt.²⁵ Im Oktober 2018 erschien ein neues Konsultationspapier der Regierung welches erneut potentielle Änderungen des Gesetzes vorschlägt. Im Unterschied zum deutschen Erbbauzins ist der Handel des Cashflows aus Ground Rents erlaubt und war als Fixed Income Investment etabliert. Die Ground Rent ist aber – anders als der deutsche Erbbauzins – nur ein kleiner Teil der zu zahlenden Leistung des Leaseholders. Eine durchschnittliche Ground Rent beträgt circa 50 Pfund pro Monat und wird meist jährlich gezahlt. Der Großteil des Cashflows setzt sich aus der eigentlichen Mietzahlung sowie Servicegebühren und Steuern zusammen. Konkrete Angaben hierzu finden sich im nachfolgenden Abschnitt 3.

²³ Vgl. The Leasehold Reform Regulations, 1993.

²⁴ Eine Regelung für den zwangsweisen Verkauf an den jeweiligen Erbbauberechtigten sieht das deutsche Gesetz im §2 Nr.7 ErbbauRG vor. Diese Regelung tatsächlich auch vertraglich zu vereinbaren, wird sich in Deutschland aber als sehr schwierig erweisen.

²⁵ Für eine ausführliche Darstellung vgl. Department for Communities and Local Government, 2017.

3 Marktdaten

3.1 Deutschland

Marktvolumen: Das Marktvolumen in Deutschland ist unbekannt, verlässliche Schätzungen oder repräsentative Informationen zum Erbbaurecht in Deutschland sind nicht vorhanden. Eine Anfrage beim Arbeitskreis der Gutachterausschüsse und Oberen Gutachterausschüsse in Deutschland (AK-OGA) ergab, dass für Deutschland keine Angaben verfügbar sind. Gemäß einer Studie der *Kölner Initiative Erbbaurecht* auf dem Jahre 2009 stehen rund 5% der Wohnbaufläche in Deutschland auf Erbbaurechtsgrundstücken.²⁶ Vergleichbare Angaben zu Gewerbebeflächen fehlen. Gemäß Oefele (2012) sind circa 3% der für Wohnzwecke genutzten Grundstücke in Erbbaurecht vergeben.²⁷ Aufgrund des Fehlens von Statistiken zur Thematik des Erbbaurechts in Deutschland führte der deutsche Erbbaurechtsverband (2018) eine Umfrage unter seinen 600 Mitgliedern durch.²⁸ Aus der Studie ergab sich eine Stichprobe von 87 Befragten, darunter vorherrschend Kommunen. Kirchliche Einrichtung, welche einen großen Anteil unter den deutschen Erbbaurechtsgebern darstellen, waren nur vereinzelt vertreten. Von diesen 87 Teilnehmern der Studie werden gesamt 90.038 Erbbaurechte gehalten. Der Großteil der Erbbaurechtsgeber verwaltet weniger als 500 Erbbaurechte. Die gehaltenen Erbbaurechte sind vorwiegend Erbbaurechte für Wohnzwecke (69%).

Die Daten erlauben keine Hochrechnung, um das Volumen des gesamten deutschen Marktes zu approximieren. Auch existieren unseres Wissens nach keine Informationen über das Volumen von Direktinvestitionen anderer deutscher institutioneller Anleger.²⁹ Nach Auswertung der aktuellen Geschäftsberichte von 18 Publikumsfonds konnten wir bei 10 Fonds Investitionen in Erbbaugrundstücke identifizieren.

²⁶ Vgl. Licher, 2009.

²⁷ Vgl. von Oefele & Winkler, 2012, S. 19.

²⁸ Deutscher Erbbaurechtsverband e.V., 2017.

²⁹ Entsprechende Anfragen bei BaFin und BVI blieben bislang unbeantwortet. Der GdV teilte mit, dass keine Unterscheidung zwischen Erbbaurecht und Volleigentum erfolgt.

Fonds	Datum Bericht	Anzahl Erbbaurechte	Anteil an der gesamten Grundstücksfläche	Anteil am Immobilienvermögen	Erbbaurechtsnehmer oder -geber
HausInvest	31.03.2018	17	31,87% ³⁰	0,03%	Erbbaurechtsnehmer
Grundbesitz europa RC	30.09.2017	16	15,32%	27,15%	Erbbaurechtsnehmer
Unilmmo: Deutschland	31.03.2018	6	0,94%	1,87%	Erbbaurechtsnehmer
UnilInstitutional European Real Estate	31.03.2018	6	2,52%	11,62%	Erbbaurechtsnehmer
Grundbesitz global RC	30.09.2017	5	29,71%	14,31%	Erbbaurechtsnehmer (teilweise gleichzeitig Erbbaurechtsnehmer und -geber)
Unilmmo: Global	31.03.2018	4	21,49%	4,84%	Erbbaurechtsnehmer
Unilmmo: Europa	31.03.2018	3	16,14%	2,11%	Erbbaurechtsnehmer
Aachener Spar- und Stiftungs-Fonds	31.03.2018	2	15,70%	11,6%	Erbbaurechtsnehmer
UBS (D) Euroinvest Immobilien	31.08.2017	2	4,08%	12,45%	Erbbaurechtsnehmer und -geber ³¹
Aachener Grund-Fonds Nr. 1	30.09.2013	1	0,78%	1,22%	Erbbaurechtsnehmer

Tabelle 1: Anteil Erbbaurechte Publikums-AIF

Der Anteil von Erbbaurechten am gesamten Immobilienvermögen ist je nach Fonds sehr unterschiedlich und beträgt zwischen 0,03% und 27,15%. Dabei nehmen Sie bis auf die oben angegebenen Ausnahmen stets die Position des Erbbaurechtsnehmers ein.

Marktentwicklung: Gemäß einer Umfrage des Deutschen Erbbaurechtsverbandes (2017) steigt die Nachfrage nach Erbbaurechten zwar, das Konzept des Erbbaurechts sei aber dem Großteil der Investoren nicht vollumfänglich bekannt. 93% der Befragten ist der Auffassung, dass Volleigentum einfacher zu vermarkten ist. 74% der Teilnehmer geben an, dass sie das Erbbaurecht nutzen um einen langfristigen und möglichst sicheren Cashflow zu generieren.

³⁰ Die Grundstücke in Erbbaurecht sind teilweise sehr groß, woraus sich vermutlich der deutliche Unterschied zum wertmäßigen Anteil ergibt. Beispielsweise wird für das Objekt *Westfield London* (UK) eine Fläche von 184.935 m² ausgewiesen. Ein weiteres Grundstück in Izmir (Türkei) mit einer Fläche von 200.000 m² wird als Teilerbbaurecht ausgewiesen.

³¹ Für das Objekt *Chaussée de la Hulpe* sowohl Erbbaurechtsnehmer als auch -geber. Hierzu wird nur die Nutzfläche, nicht aber die Grundstücksfläche ausgewiesen. Für das Objekt *FAC1* liegt ein Teilerbbaurecht i.H.v. 40% der Grundstücksfläche vor. Der Portfolioanteil wird prozentual approximiert.

Die Teilnehmer der Studie geben an, dass sie auch im kommenden Jahr erneut Erbbaurechte vergeben werden, wobei sich dies oft nur auf die Erneuerung von Altverträgen bezieht.

Erbbauzins: Für Investoren interessant ist die Frage nach dem Erbbauzins, da dieser maßgebend für die Rendite und somit auch die Höhe eines möglichst sicheren und langfristigen Cashflows ist. Eine Umfrage von Licher (2009)³² ordnet die durchschnittliche Höhe im Bereich von 3,6% bis 4% (für Wohnnutzungen) und 5,1% bis 5,4% (für gewerbliche Nutzungen) ein. Eine Studie von Deloitte (2016)³³ konstatiert 2,5% bis 3,5% (Wohnen) bzw. 4% (Gewerbe). Die Befragung des deutschen Erbbaurechtsverbandes (2018) weist für Wohnimmobilien einen durchschnittlichen Erbbauzins von 3,1% und für Gewerbeimmobilien von 4,3% auf (vgl. Tabelle 1). Bei Verlängerung oder Neuausgabe des Erbbaurechts erfolgt üblicherweise die Anpassung zu einem höheren Zins. Dieser liegt laut Umfrage bei 4% für wohnwirtschaftlich genutzte Grundstücke und zwischen 6%-7% für Gewerbeflächen.

Erbbauzins in Deutschland		
Umfrage/Bericht	Wohnen	Gewerbe
Licher (2009)	3,6% - 4,0%	5,1% - 5,4%
Deloitte (2016)	2,5% - 3,5%	4,0%
Deutscher Erbbaurechtsverband (2018)		
- Neuvergabe	3,1%	4,3%
- Verlängerung	4%	6-7%
Grundstücksmarktbericht NRW (2017)	3,0%	k.A.

Tabelle 2: Übersicht Entwicklung Erbbauzinssätze in Deutschland

Am Markt beobachtete Erbbauzinssätze für Wohnnutzungen verzeichnet der Grundstücksmarktbericht des Bundeslandes Nordrhein-Westfalen (NRW) des Jahres 2017.³⁴ Für andere Bundesländer werden diese Angaben nach unserem Kenntnisstand nicht veröffentlicht. Auf Grundlage der Daten von 20 Gutachterausschüssen liegt der Erbbauzins für im Jahr 2016 abgeschlossene Erbbaurechtsverträge zwischen 1,4% und 4,0%, im Durchschnitt bei 3,0%. Erbbauzinsen liegen somit deutlich über langfristigen Staats- oder Unternehmensanleihen. Hinzu kommt, dass es sich bei diesen Angaben um Nettorenditen handelt, da keine laufenden Kosten für Instandhaltung o.Ä. anfallen. Die nachfolgende Grafik zeigt den Verlauf der durchschnittlichen Erbbauzinsen in NRW von 1994-2016 auf.

³² Umfrage mit 126 kommunalen und 20 kirchlichen Teilnehmern, vgl. Licher, 2009, S. 52.

³³ Vgl. Aholt, 2016, zitiert nach Winkler & Schlögel, 2016, § 1 Rn. 15.

³⁴ Vgl. Oberer Gutachterausschuss für Grundstückswerte im Land Nordrhein-Westfalen, 2017, S. 31.

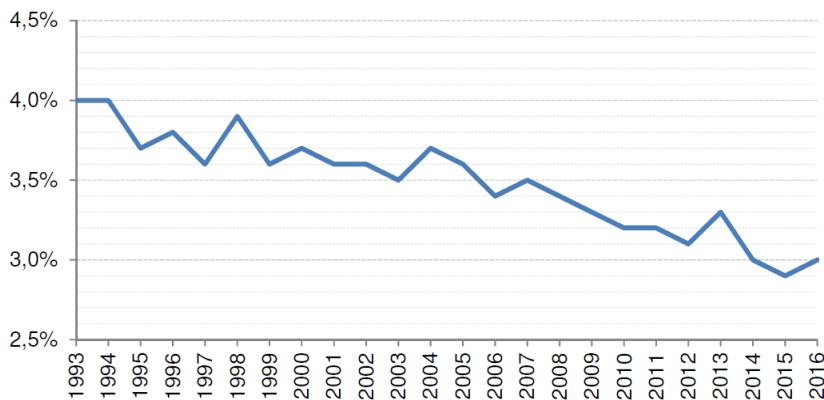


Abbildung 1: Entwicklung Erbbauzinssatz NRW³⁵

Ein Vergleich der Daten aus Nordrhein-Westfalen mit Hypothekenzinsen zeigt, dass Erbbauzinsen nur eine geringe Korrelation mit dem Zinsmarkt aufweisen (vgl. Abbildung 2).³⁶ Während die Hypothekenzinsen in Deutschland zwischen 1994-2016 von 8,8% auf 1,4% gefallen sind, sank der Erbbauzins im gleichen Zeitraum nur von 4,0% auf 3,0%. Diese Abkopplung von der Zinsentwicklung gilt nach Löhr (2017) als ein Grund für die momentan geringe Verbreitung von Erbbaurechten.³⁷

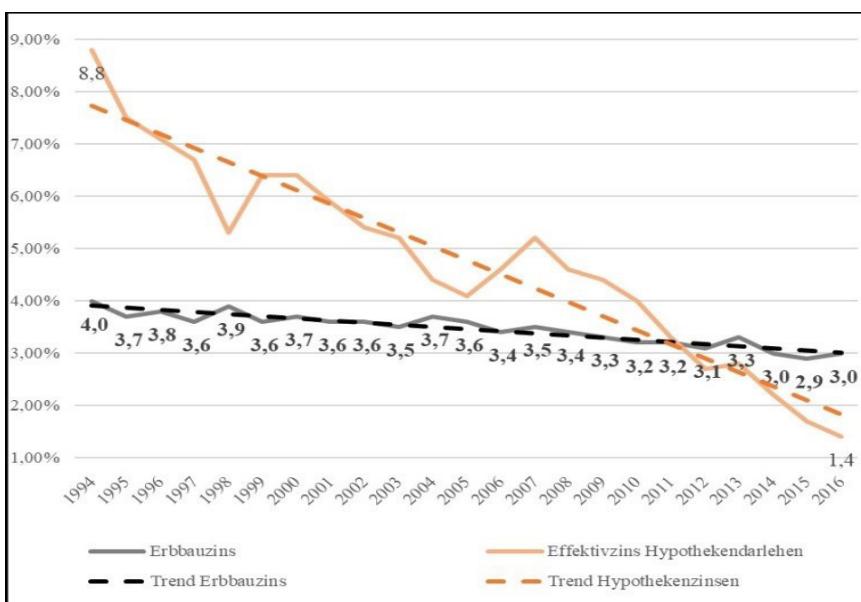


Abbildung 2: Entwicklung Erbbauzins in Nordrhein-Westfalen vs. Hypothekenzinsen in Deutschland seit 1994³⁸

Für Niedersachsen wurden auf Anfrage von der Geschäftsstelle des Oberen Gutachterausschusses die nachfolgenden Darstellungen übermittelt.³⁹ Demnach beträgt der Anteil von Erbbaurechten an allen Transaktionen im Durchschnitt etwa 3,4%. In absoluten Zahlen liegt die Anzahl der Verkäufe zwischen 25.000 und 40.000. Detailliertere Angaben seien gegen Gebühr verfügbar.

³⁵ Oberer Gutachterausschuss für Grundstückswerte im Land Nordrhein-Westfalen, 2017, S. 31.

³⁶ Die Hypothekenzinsen dienen hier zur Veranschaulichung der Zinsentwicklung am Markt für Immobilienfinanzierungen.

³⁷ Vgl. Löhr, 2017, S. 4f.

³⁸ Vgl. Studie von The Leasehold Partnership & Open Data Institute gemäß Wilson & Barton, 2018.

³⁹ Andere obere Gutachterausschüsse wurden nicht angefragt.

	ohne Erbbaurecht	Verkauf des Erbbaurechts
2000	96,80%	3,20%
2001	96,91%	3,09%
2002	96,64%	3,36%
2003	96,62%	3,38%
2004	96,77%	3,23%
2005	96,76%	3,24%
2006	96,45%	3,55%
2007	96,31%	3,69%
2008	96,30%	3,70%
2009	96,17%	3,83%
2010	96,38%	3,62%
2011	96,28%	3,72%
2012	96,48%	3,52%
2013	96,46%	3,54%
2014	96,57%	3,43%
2015	96,52%	3,48%
2016	96,67%	3,33%
2017	96,60%	3,40%

Abbildung 3: Anteil Transaktionen 2000-2017 zum Erbbaurecht in Niedersachsen

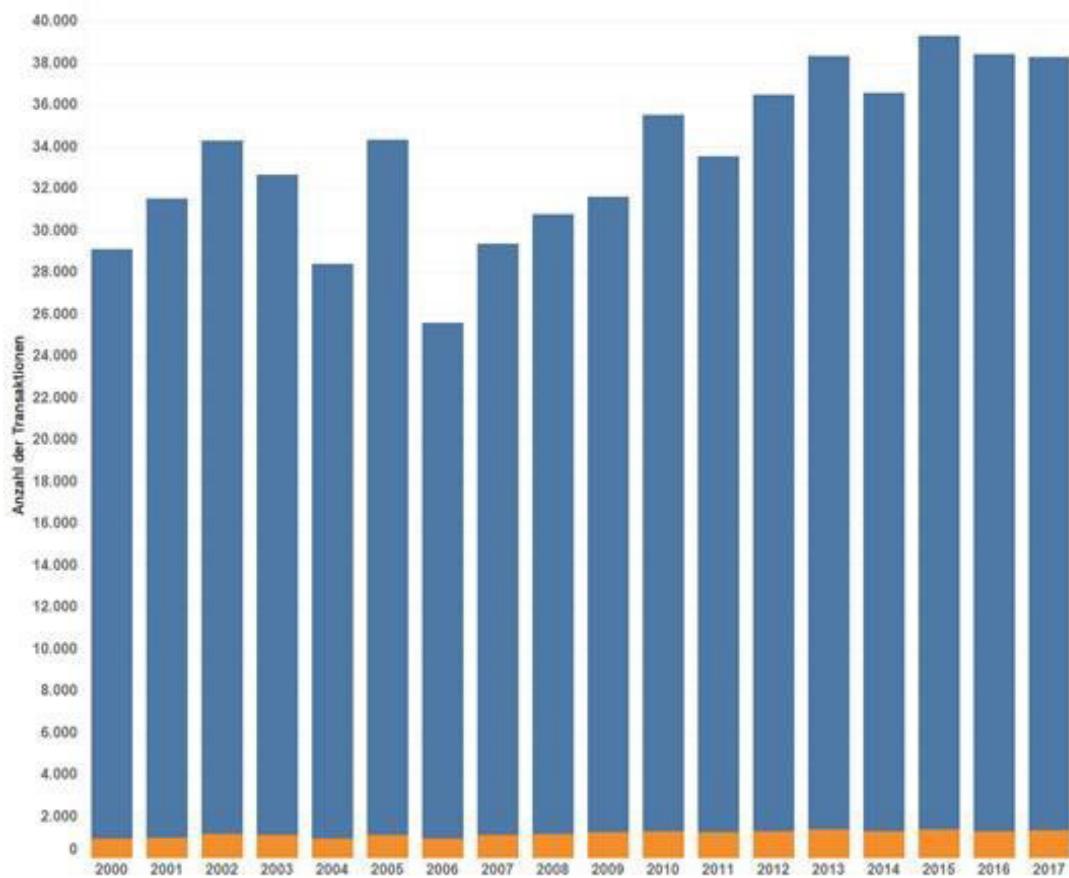


Abbildung 4: Anzahl Transaktionen 2000-2017 zum Erbbaurecht in Niedersachsen

3.2 Großbritannien

Marktvolumen: Während für Erbbaurechte an Wohnimmobilien umfassende Informationen vorliegen, existiert für Gewerbeimmobilien keine vergleichbare Datenlage. Die aktuellsten Zahlen der britischen Regierung für Erbbaurechte an Wohnimmobilien umfassen die Jahre 2015 und 2016, allerdings handelt es sich ebenfalls nur um Schätzungen. Demnach gibt es in Großbritannien circa 1,4 Millionen Häuser sowie 2,9 Millionen Wohnungen, die mit einem Leasehold versehen sind. Gesamt unterliegen in Großbritannien somit rund 18% aller Immobilien dem Leasehold. Dies entspricht einer Steigerung zur Vorperiode von 17% am Häusermarkt respektive 4% auf dem Wohnungsmarkt. Diese Steigerungsraten resultieren vor allem aus der Vergabe von Wohnungen in Großstädten als Leasehold sowie aus der kontrovers diskutierten Beteiligung von Projektentwicklern am Verkauf von Häusern, die dem Leasehold unterliegen.⁴⁰

Eine weitere Regierungsquelle schätzt, dass es gesamt rund vier Millionen Leasehold-Haushalte in England gibt. 70% davon sollen Wohnungen sein.⁴¹ Andere Schätzungen bezüglich des Marktvolumens gehen von circa fünf bis sechs Millionen Leasehold-Haushalten aus und liefern auch differenzierte Zahlen darüber wie sich das Leasehold auf verschiedene Typen aufteilt.⁴²

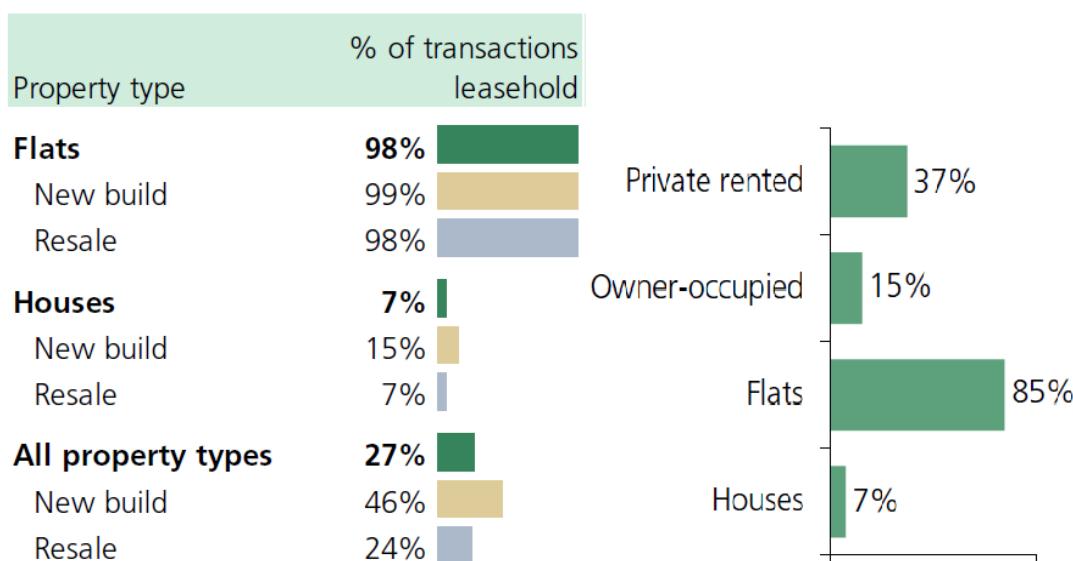


Abbildung 5: Leasehold-Anteil Immobilienmarkt UK (2017)⁴³

Eine Untersuchung auf Postleitzahlenebene zeigte, dass manche Bezirke in London und Manchester zu über 90% aus Leasehold-Eigentum bestehen, während der Anteil für England insgesamt zwischen 15% bis 18% liegt.⁴⁴ In den letzten Jahren gab es einen starken Anstieg an neu ausgegebenen Leasehold. Bei Neubauten lag der Anteil in London insgesamt bei 90%. Generell ist festzuhalten, dass sich der Wert eines Grundstücks mit Leasehold an der verbliebenen Dauer des Vertrages orientiert: Ein Leasehold mit Wohnberechtigung für die

⁴⁰ Vgl. Department for Communities and Local Government, 2017.

⁴¹ Vgl. Wilson & Barton, 2018.

⁴² Vgl. Studie von The Leasehold Partnership & Open Data Institute gemäß Wilson & Barton, 2018.

⁴³ Vgl. Wilson & Barton, 2018, S. 11-12.

⁴⁴ Vgl. My Home Move Ltd., 2016 oder Department for Communities and Local Government, 2017, S. 5.

nächsten 90 Jahre ist mehr wert als ein Leasehold, das auf 40 Jahre ausgelegt ist. Dies spiegelt sich vor allem in den Verkaufspreisen der Liegenschaft wider.

Savills Research führte 2012 eine Studie zu alternativen Investmentmöglichkeiten durch. Eine dieser alternativen Investmentmöglichkeiten stellt das Leasehold dar. Durch Befragungen von Investoren die am Markt für Ground Rents aktiv sind wurden auch Prognosen bezüglich des Kapitalwertes der Ground Rents für die kommenden Jahre erstellt. Aufgrund der aktuellen Änderungen des Leaseholds in Großbritannien sind die Prognosen für das Jahr 2018 anzuzweifeln. Abbildung 6 verdeutlicht allerdings auch den hohen Kapitalwert der Ground Rents vergangener Jahre. Zusätzlich zeigt die Grafik auch die Korrelation des Einkommens durch Ground Rent mit der Anzahl der jährlich erstellten Leaseholds, auf.

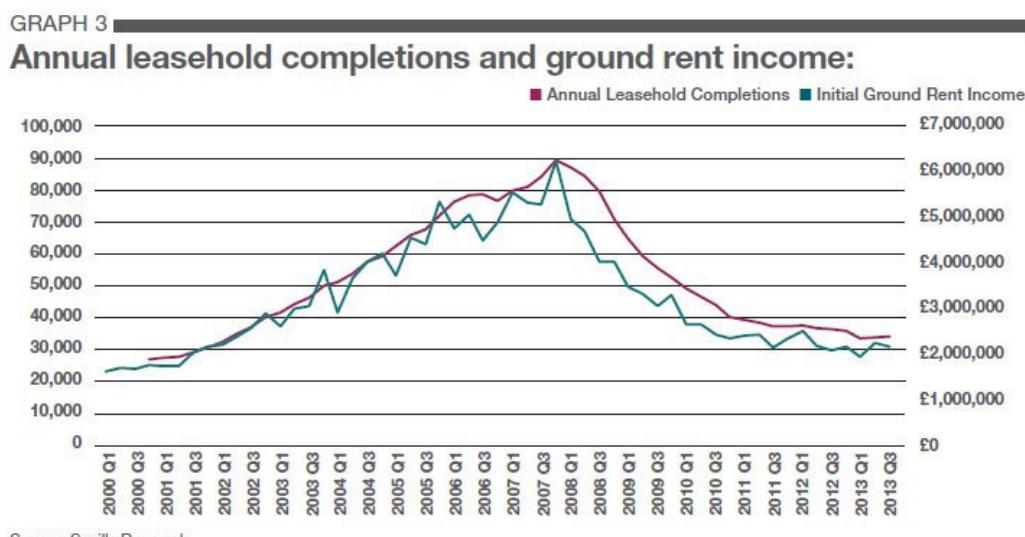
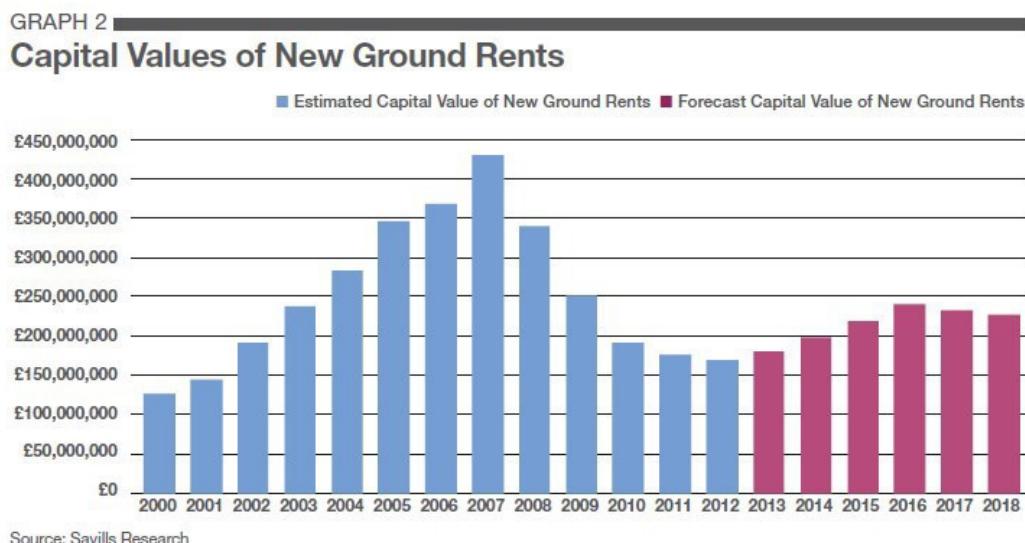


Abbildung 6: Übersicht Ground Rent in UK⁴⁵

⁴⁵ Savills Research, 2014.

Ground Rent: Die Ausgestaltung der Zahlungsströme für den Grundstückseigentümer lassen sich in zwei Varianten einteilen: Entweder erhält er zu Beginn der Vertragslaufzeit eine Einmalzahlung („*Premium*“) und über die Restlaufzeit eine geringe Ground Rent oder eine monatliche Zahlung ähnlich dem Erbbauzins.⁴⁶ Unabhängig davon erhält der Grundstücks-eigentümer eine Servicegebühr für beispielsweise Instandhaltungen oder Versicherungen et cetera. Es existieren nur wenige Studien und Schätzungen zum Erbbauzins. Nach einer Umfrage von *Direct Line for Business* aus dem Jahr 2016 liegt der Anteil des Leasehold-Nehmers an der Servicegebühr bei durchschnittlich 1863 Pfund pro Jahr. Hinzu kommt die Ground Rent, die jährlich im Durchschnitt 371 Pfund für ein neu errichtetes Haus bzw. 327 Pfund für ein bereits bestehendes Objekt beträgt. Weiterhin können Gebühren und Verpflichtungen wie der Zins einer offenen Hypothek oder aber auch Steuern hinzukommen. Die Gesamtbelastung des Leaseholder variiert stark je nach Lage der Immobilie.⁴⁷

⁴⁶ Vgl. Waldner & Kopp, 2015, Rn. 50.

⁴⁷ Vgl. Direct Line Insurance Group, 2016.

4 Investitionsformen

In der Literatur werden drei Formen der Nutzung des Erbbaurechts durch institutionelle Investoren unterschieden:⁴⁸

- *Direktinvestment:* Der Investor hält individuelle Kapitalanlagen, die mit dem Erbbaurecht belastet sind, direkt in der Bilanz.
- *Fonds:* Der Anleger investiert in eine Fondsstruktur, um den Zugang zu einem Portfolio bestehend aus Anlagen im Bereich Erbbaurecht zu erhalten. Die Anzahl der einzelnen Einheiten die im Fonds gehalten werden definiert den Anteil jedes zugrundeliegenden Assets, zu welchem der Investor Zugang hat.
- *Besicherte Anleihe/Schuldverschreibung:* Die dritte Möglichkeit beschreibt den Kauf einer Anleihe, beziehungsweise einer Schuldverschreibung welche mit dem langfristigen Cashflow des Erbbauzinses besichert ist.

4.1 Immobilien-Spezialfonds mit Fokus Erbbaurecht

In Großbritannien existieren eine Reihe von Immobilien-Spezialfonds mit dem Fokus Erbbaurecht. Einer der größten Fonds ist gemäß eigener Angabe der **Long Harbour Ground Rent Fund** mit Assets under Management in Höhe von 1,4 Milliarden Pfund. Der Fokus des Fonds liegt im wohnwirtschaftlichen Bereich. Der Fonds existiert seit dem Jahr 2010 und hat bisher über 160.000 Wohneinheiten die mit einer Ground Rent belastet sind, erworben. Das Geschäftsmodell sieht vor, Portfolien im Wert von 20.000-240 Millionen Pfund zu erwerben. Diese Portfolien bestehen zumeist aus dem Freehold an Grundstücken, für welche anschließend die Vergabe des Leasehold erfolgt. Dabei ist die ausstehende Laufzeit des jeweiligen Ground-Rent Vertrages uninteressant. Die Verwaltung der angekauften Erbbaurechtsgrundstücke sowie die Betreuung des Leaseholders werden von einer externen Gesellschaft übernommen.⁴⁹

Auch im gewerblichen Bereich existieren große Fonds wie der **Index Linked Income Fund** von Alternative Real Capital mit einem Volumen von über einer Milliarde Pfund. Der Fonds investiert einerseits in bereits existente Ground Leases, schafft andererseits aber auch selbst neue Ground Leases. Bei bereits existenten Verträgen wird auf eine möglichst lange Restlaufzeit geachtet (typischerweise 99 Jahre). Zusätzlich werden primär Ground Leases mit Inflationsindexierung in das Portfolio aufgenommen. Des Weiteren wird versucht, Synergien mit Projektentwicklern in Form von forward commitment arrangements zu erreichen.⁵⁰

⁴⁸ Institute and Faculty of Actuaries, 2015.

⁴⁹ Vgl. Long Harbour Ltd, 2018.

⁵⁰ Vgl. Alternative Real Capital, 2018.

Unternehmen	Produktnname	Auflage	Volumen in GBP	Objective
Long Harbour Ltd.	Long Harbour Ground Rent Fund	2010	1,4 Mrd.	Residential ground rents
Alternative Real Capital	Index Linked Income Fund	02/2016	1 Mrd.	Commercial ground rents
Alternative Real Capital	Social Long Income Fund	05/2017	5,2 Mio.	Social real estate and infrastructure
Pramerica Real Estate Investors	PGIM Real Estate UK Ground Lease Fund	02/2007	641,7 Mio.	Residential and commercial ground rents
Standard Life	Standard Life Commercial Ground Rent Pension Fund	03/2012	291 Mio.	Retail, office, industrial and other commercial sectors

Tabelle 3: Erbbaurechtsfonds in Großbritannien

In Deutschland ist das Produkt Erbbaurecht in der Fondsindustrie derzeit nicht etabliert. Der **Erbbauzins Deutschland Core Fonds** der Arvbo Erbbau AG, Hamburg war unseres Wissens nach der einzige Fonds in Deutschland, der sich auf Erbbaurechte fokussiert hatte. Die Gesellschaft hat über IntReal einen Spezialfonds für institutionelle Anleger aufgelegt. Die Rechtsform wird nicht angegeben. Nach Unternehmensangaben von 2012 war ein Zielvolumen von 100 Millionen Euro und eine Ausschüttung von 4-4,5% geplant. Primär soll es sich dabei um Wohnimmobilien handeln.⁵¹ Auf Anfrage an die Arvbo Erbbau AG teilten diese mit, dass keine weiteren Informationen herausgegeben werden, da dieser Fonds derzeit nicht mehr im Vertrieb sei.

4.2 Fremdkapital-Produkte

Großbritannien: Die erste mit Ground Rent besicherte Anleihe kam im März 2006 auf den Markt.⁵² Emittent war die Fairhold Securitisation Limited. Im Jahr 2015 kam es zu vermehrten Ausfällen aus den Ground Rents, wodurch die Käufer der Anleihe keine Zahlungen mehr erhielten. Die Verbindlichkeiten an die Anteilseigner waren zwar durch Swaps abgesichert, es kam aber zu einem Rechtsstreit mit der ausgebenden Gesellschaft UBS. Durch Absicherung mittels Swaps war es möglich, bis Oktober 2015 zu überleben.⁵³ Die Anleihe hatte eine Laufzeit bis Oktober 2017. Der weitere Verlauf ist uns nicht bekannt.

Unternehmen	Produktname	Art	Auflage	Volumen	Rating	Projektierte Rendite
Fairhold Securitisation Ltd.	Second Issue Further Class A Notes	ABS-Anleihen	März 2006	84,7 Mio. €	AAA	6M LIBOR + 85,5 bps
Fairhold Securitisation Ltd.	Second Issue Further Class B Notes	ABS-Anleihen	Mai 2007	5,8 Mio. €	Baa2	6M LIBOR + 125 bps

Tabelle 4: Ground Rent ABS-Anleihe in Großbritannien

Deutschland: Bei den wenigen Verbriefungstransaktionen, die in Deutschland stattgefunden haben, handelt es sich um CMBS in Kombination mit Schuldverschreibungen mit mehrjähriger Laufzeit der Vivacon AG. Die Verbriefungen hatten Laufzeiten von 7 bis zu 27 Jahren.⁵⁴ Die Verträge

⁵¹ Vgl. Private Banking Magazin, 2012.

⁵² Der deutsche Markt wird im diesem Zusammenhang als Vorreiter für dieses Produkt bezeichnet, vgl. GlobalCapital, 2006. Das Produkt hat sich jedoch auch in Deutschland nicht etabliert.

⁵³ Vgl. McNeill & Williamson, 2017.

⁵⁴ Vgl. Hansen, 2006.

der Erbbaugrundstücke, die im Portfolio enthalten sind weisen dabei typischerweise lange Restlaufzeiten auf. Die Angaben zu Rating und Volumina beziehen sich auf die aktuellsten externen Beurteilungen des Vehikels. Weitere Angaben wurden aus den jeweiligen Pressemitteilungen sowie den Fact-Sheets entnommen. Die nachfolgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Emissionen. Seit der Insolvenz der Vivacon AG im Jahr 2014 verwaltet die Immofori AG deren Anleihen. Weitere Emissionen sind uns nicht bekannt.

Unternehmen	Produktnname	Art	Auflage	Volumen	Rating	Projektierte Rendite
Vivacon AG	German Ground Lease Finance 1	ABS-Anleihen	März 2006	62 Mio. €	Baa1	4,74% (Kupon)
Vivacon AG	German Ground Lease Finance 2	ABS-Anleihen	Dez. 2006	122,8 Mio. €	AAA	1: 3M Euribor + 22 bps 2: 3M Euribor + 33 bps (Kupon)
Vivacon AG	German Ground Lease Finance 3	ABS-Anleihen	Nov. 2008	90 Mio. €	AAA	1: 3M Euribor + 113,8 bps 2: 3M Euribor + 180 bps (Kupon)

Tabelle 5: Erbbaurecht ABS-Anleihe in Deutschland

4.3 Exkurs: Erbbaurecht im Kontext von Solvency II

Die Kapitalvoraussetzung gemäß Solvency II hängt von der Art des Investments ab. Einzelne Erbbaurechte können dabei bis zu 10% des Sicherungsvermögens⁵⁵ ausmachen. Eine Direktinvestition in Erbbaurechtsgrundstücke wird als ein direktes Halten von Immobilien eingestuft, wodurch 25% Eigenkapital vorgehalten werden müssen. Anleihen haben den Vorteil, dass der zugrundeliegende Cashflow der aus dem Erbbauzins beziehungsweise der Ground Rent stammt, vom Risiko der vorzeitigen Tilgung befreit wird. Dies führt dazu, dass die Voraussetzungen für die Matching-Anpassung erfüllt werden. Das Investment kann somit laut Solvency II als Bond behandelt werden. Bei einem nicht bewerteten Bond mit 30 Jahren Laufzeit könnte dies zu Eigenkapitalunterlegung von 20,25% führen.⁵⁶

Um die Kapitalanforderung nach Solvency II zu berechnen, wird entweder auf die Standardformel oder auf interne modelbasierte Ansätze zurückgegriffen. Letztere greifen nicht zwangsläufig auf vorgegebene Stressfaktoren und Ratings zurück, sondern erlauben die eigene Einschätzung des Risikos des jeweiligen Assets. Erbbaurechte sind typischerweise ohne Rating und weisen sehr lange Laufzeiten auf. Dies führt laut Standardansatz, selbst mit Matching-Anpassung⁵⁷, zu vergleichsweise hohen Kapitalanforderungen. Mittels internen Ansätzen ist es möglich, dem geringen Risiko des Erbbaurechts Rechnung zu tragen, womit geringere Kapitalanforderungen möglich sind. Problematisch ist die mangelnde Verfügbarkeit von langen Datenhistorien im Bereich der Erbbaurechte. Ohne entsprechende Zeitreihe können weder Kredit- noch Liquiditätsrisiko richtig eingeschätzt werden. Dies wird für interne Modellierungen benötigt, um das Spreadrisiko richtig einzurichten. Gleichermaßen trifft auf die in England bekannte Ground Lease zu.⁵⁸

⁵⁵ Sicherungsvermögen bezeichnet das vom Versicherungsunternehmen für den Versicherungsnehmer investierte Vermögen.

⁵⁶ Vgl. Institute and Faculty of Actuaries, 2015, S. 79.

⁵⁷ Um die Matching-Anpassung der Solvency 2 Verordnung nutzen zu können müssen gewisse Auflagen vom Asset erfüllt werden. So muss es sich beispielsweise um ein Asset mit fixem Cashflow handeln. Erbbaurechte erfüllen normalerweise diese sowie auch weitere Anforderungen.

⁵⁸ EY jedoch gibt an, interne Modelle entwickelt zu haben, die ohne lange Zeitreihen implementiert werden können, vgl. Ernst & Young, 2017.

5 Dienstleister Deutschland

Aufgrund des wenig entwickelten Marktes gibt es in Deutschland nur einige kleinere Anbieter von Dienstleistungen zu Erbbaurechten, die nachfolgend kurz beschrieben werden sollen. Die Aufstellung erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Immofori AG, Giessen

Die Gesellschaft ist ein Dienstleister, der sich nach eigener Darstellung innerhalb der LOANCOS-Gruppe auf den Bereich der Non Performing Loans fokussiert. Die Gesellschaft hat im Jahre 2014 das Servicing der Verbriefungsstrukturen German Ground Lease Finance I, II und III von der Vivacon AG erworben. Die Aktivitäten der Gesellschaft werden unter der Marke „Deutsches Erbbaurechts-Zentrum“ fortgeführt. Die Gesellschaft agiert als Bestandsverwalter mit deutschlandweit mehr als 20.000 Einheiten. Da die meisten Investoren nicht mehr als 500 Einheiten im Bestand halten, kann hier von einer dominanten Marktposition der Gesellschaft ausgegangen werden. Investoren wird ein „*Komplett-Service zur Verwaltung und Aufwertung von Erbbaurechtsbeständen*“ geboten. Dies umfasst nach Angaben der Gesellschaft „*die Beratung, die Inventarisierung und Digitalisierung der Bestände, das Management und die Buchhaltung der Erbbaurechte, das Back-up-Servicing sowie die Bewertung und der Verkauf der Portfolios und einzelner Assets.*“⁵⁹

Continuum Capital Investment Management GmbH, Frankfurt/M.

Nach Unternehmensangaben liegt die Geschäftstätigkeit ausschließlich in der „Neuschaffung, dem Erwerb sowie der Bewirtschaftung von Erbbaugrundstücken“. Die Gesellschaft tritt hierbei im Regelfall selbst als Investor auf, bietet aber auch die Beratung für institutionelle Anleger an. Die Gesellschaft wurde 2009 in Frankfurt/Main gegründet. Nach eigenen Angaben habe das Unternehmen „mehr als 30.000 Wohnungen im Erbbaurecht gehandelt, finanziert und die daraus generierten Erbbauzinsen in drei AAA eingestuften Verbriefungen platziert.“⁶⁰

GLC Ground Lease Concepts GmbH, Köln

Der Unternehmenszweck ist laut Handelsregister die Vermittlung und Verwaltung von Grundstücken, Gebäuden und Wohnungen für Dritte. Die Gesellschaft unterhält keine Internetpräsenz. Die GLC Ground Lease Concepts GmbH, Köln hat im September 2015 die Depa Deutsche Erbpacht GmbH übernommen. Zu dieser Gesellschaft existieren Pressemitteilungen, aus denen sich auf eine Fokussierung der Geschäftstätigkeit im Bereich der Verwaltung von Erbbaurechten schließen lässt.⁶¹ Angaben über der Volumen oder Anzahl der verwalteten Erbbaugrundstücke sind nicht öffentlich verfügbar.

Operatio Vermögensverwaltung, Berlin

Die Gesellschaft ist nach eigenen Angaben auf die Verwaltung von Erbbaurechtsgrundstücken für den Erbbaurechtsgeber spezialisiert. Als kleineres Familienunternehmen richte sich die

⁵⁹ Vgl. Loancos GmbH, 2018.

⁶⁰ Vgl. Continuum Capital Investment GmbH, 2015.

⁶¹ Vgl. UVZ Database, 2015.

Dienstleistung dieser Vermögensverwaltungsgesellschaft an kleinere Anleger. Das Volumen der verwalteten Erbbaurechtsgrundstücke ist uns nicht bekannt.⁶²

DGR Grundstücksverwaltung, Ahrensburg

Laut eigenen Angaben hat sich das Unternehmen auf die Konzeption von Erbbaugrundstücks-Investments, sowie die Akquisition und Verwaltung von Erbbaugrundstücken spezialisiert. Entweder werden Erbbaurechtsgrundstücke direkt erworben oder es finden neue Erbbaurechtsbestellungen statt. Das Konzept sieht vor, diese Erbbaurechtsgrundstücke beziehungsweise den Cashflow aus dem Erbbauzins zu neuen Investmentprodukten für institutionelle und private Anleger zu bündeln. Eine nähere Beschreibung der Investmentprodukte ist nicht veröffentlicht. Bei einem der realisierten Produkte handelte es sich um eine Schuldverschreibung. Neben der kommerziellen Ausgabe von Erbbaurechten bietet auch diese Gesellschaft einen Verwaltungsservice für Erbbaurechtsgeber an.⁶³

Liemak IT GmbH, Hannover

Im Erbbaurechtsmanagement tätig, verwaltet die Liemak IT GmbH für ihre Kunden über 2200 Erbbaurechte und fast 1000 andere Liegenschaftsverträge (insbes. Landpachten) oder unterstützt und berät als Dienstleister zeitweise andere Erbbaurechtsverwaltungen. Zudem hat sie ebenfalls eine eigene Software zur Verwaltung von Erbbaurechten entwickelt, die ab 2019 am Markt angeboten werden soll. Die Software zielt darauf ab die tägliche Verwaltung, das Reporting, Controlling und Monitoring in der Erbbaurechtsverwaltung zusammenzuführen und zu vereinfachen.⁶⁴

⁶² Operatio Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, 2017.

⁶³ Vgl. DGR Grundstücksverwaltung, 2011.

⁶⁴ Vgl. Liemak IT GmbH, 2018.

6 Erbaurecht – Ein sinnvolles Nischenprodukt?

6.1 Eigenschaften des Erbaurechts als Anlage

Das Erbaurecht ermöglicht eine direkte Investition in Grund und Boden bei gleichzeitiger Vermeidung unmittelbarer Vermietungs-, Instandhaltungs- und Modernisierungsrisiken. Inflationsrisiken werden durch Indexierung des Erbbauzinsen üblicherweise ebenfalls vermieden.⁶⁵ Der Erbbauzins ist somit grundsätzlich ein stabiler, langjähriger Cashflow mit hoher Planungssicherheit, der allerdings von der Bonität des Erbaurechtsnehmers abhängig ist. Bei ausbleibenden Zahlungen kann jedoch auf die Bebauung des Erbaugrundstücks zurückgegriffen werden. Der Erbbauzins ist zudem durch erstrangige Grundbucheintragung in den Aufbauten besichert.⁶⁶

Die Investition in ein Grundstück mit bestehendem Erbaurecht kann in einem Multi-Asset-Portfolio dazu beitragen, ein ausgewogenes Rendite-Risiko-Verhältnis zu erzielen. Auch wenn dies grundsätzlich für jede zusätzliche Anlageklasse gilt, weisen Erbaurechtsgrundstücke besonders niedrige Volatilitäten bei vergleichsweise hoher Rendite aus.

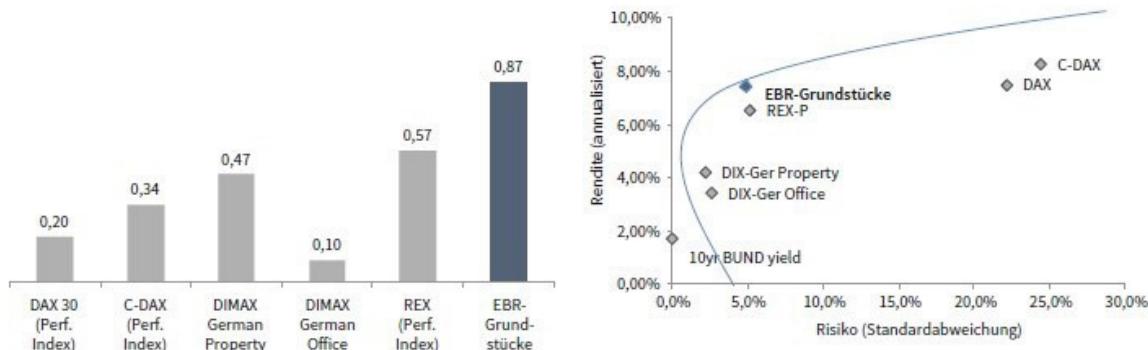


Abbildung 7: Risikoadjustierte Renditen diverser Assetklassen 2000 – 2017.⁶⁷

6.2 Risiken und Grenzen des Investmentvehikels Erbaurecht

Risikoadäquate und marktgerechte Verzinsung: Aufgrund der geringen Markttransparenz sind Aussagen für Deutschland nur bedingt möglich. Die wenigen empirischen Befunde deuten jedoch darauf hin, dass Erbbauzinsen entsprechend dem allgemeinen Kapitalmarktfeld ebenfalls gefallen sind. Aufgrund der üblichen Indexierung des Erbbauzinssatzes mit der

⁶⁵ Allerdings ist die Kappungsgrenze gemäß § 9a ErbbauRG zu beachten. Hierbei darf eine Erhöhung des Erbbauzinses nicht über den Mittelwert aus der Entwicklung von Bruttolöhnen und Verbraucherpreisindex hinausgehen. Handelt es sich beispielsweise um einen Vertrag mit Inflationsklausel bei aktueller Inflation von 2%, während im selben Zeitraum durchschnittlich die Bruttolöhne und Lebenshaltungskosten um 1% gestiegen sind, darf der Erbbauzins nur um 1,5% angepasst werden.

⁶⁶ Erbbauzinsen sind bei vermieteten Objekten abzugsfähiger Zinsaufwand bei der Körperschafts- und Einkommensteuer. Sie fallen nicht unter die steuerliche Schuldzinsengrenze („Zinsschranke“) für Unternehmen.

⁶⁷ Vgl. Nagel, 2017. Die Grafik zeigt einen möglichen Verlauf des effizienten Randes. Wahrscheinlich beruht dieser Verlauf aber nicht auf tatsächlichen Berechnungen, sondern ist als schematische Darstellung zu verstehen. Zum einen wird nicht angegeben, welche Daten zum Erbaurecht verwendet wurden. Zum anderen werden die gutachterbasierten Daten des DIX ohne Bereinigung (Unsmoothing) mit den transaktionsbasierten Daten von REX-P, DAX und C-DAX verglichen. Zudem müsste die Grafik eigentlich im riskantesten Portfolio, hier dem C-DAX enden und die Anlage in Erbaugrundstücken wäre wahrscheinlich kein Tangentialpunkt.

Inflationsrate kann zusätzlich eine Absicherung gegen Inflationsrisiken erreicht werden, was gegenüber Staatsanleihen einen Renditeabschlag zur Folge haben könnte. Bonitätsrisiken und Illiquidität begründen hingegen einen Zuschlag. Der Verlauf der Erbbauzinsen in NRW gegenüber dem Zinsverlauf (siehe nachfolgende Grafik) lässt jedoch eher vermuten, dass die Bepreisung von Erbaurechten weitgehend von Kapitalmarkt entkoppelt ist.

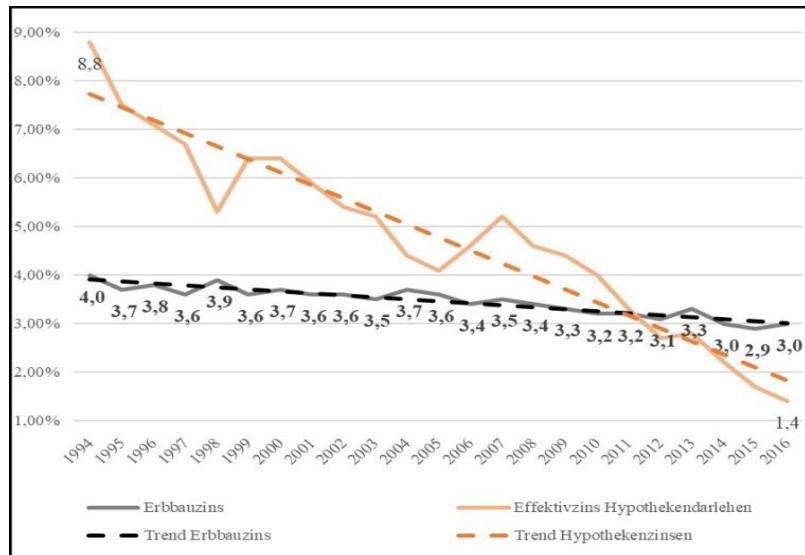


Abbildung 8: Entwicklung Erbbauzins in Nordrhein-Westfalen vs. Hypothekenzinsen in Deutschland seit 1994⁶⁸

Erbaurechten werden von Kommunen in Deutschland in der Regel zu einem Erbbauzins von 3 oder 4% des Bodenwertes vergeben. Eine Anpassung an veränderte Marktbedingungen, insbesondere an die Entwicklung der langfristigen Kapitalmarktzinsen, findet hierbei nicht statt. Auch ist nach unserem Kenntnistanstand eine zwischenzeitliche Anpassung des Bodenwertes, die zumindest bei gewerblich genutzten Grundstücken möglich ist, derzeit üblicherweise nicht Gegenstand der Vertragsverhandlung. Aufgrund des niedrigen Zinsumfelds bewirkt eine nicht marktkonforme Festsetzung der Erbbauzinsen eine sinkende Attraktivität der Erbaurechte für Erbaurechtsnehmer bzw. für steigende Attraktivität für Erbaurechtsgeber. Nach Löhr (2017) setzen Stiftungen und Kirchen die Erbbauzinsen zumindest marktnäher als Kommunen fest. Nur institutionell-kommerzielle Ausgeber von Erbaurechten sollen sich marktkonform verhalten. Der Markt für Erbaurechte ist insoweit weitgehend vom Kapitalmarkt entkoppelt.

Fehlende Partizipation an Bodenwertsteigerung: Eines der Hauptargumente aus Investorensicht, welches für das Erbaurecht spricht, ist die konstante und risikoarme Verzinsung. Sofern aber die Inflationsrate deutlich niedriger als die Grundstückspreisenentwicklung ist, kann dies zum wirtschaftlichen Nachteil für den Grundstückseigentümer werden. Zwar ist eine Indexierung des Erbbauzinses mit der Inflationsrate möglich, eine zwischenzeitlich eingetretene Wertsteigerung des Grundstücks bleibt jedoch in der Regel unberücksichtigt; bei Nutzung zu Wohnzwecken sogar aufgrund zwingender Rechtslage.

Von der zwischenzeitlichen Steigerung des Bodenwertes profitiert daher zunächst nur der Erbaurechtsnehmer, sofern sich diese auch in höheren Erträgen niederschlagen. So kommt

⁶⁸ Vgl. Studie von The Leasehold Partnership & Open Data Institute gemäß Wilson & Barton, 2018.

es vor, dass der Erbbaurechtsnehmer einen vergleichsweise geringen Erbbauzins für das von ihm genutzte Grundstück zahlt. Der Erbbaurechtsgeber muss hingegen bis zum Laufzeitende warten, um von der Bodenwertsteigerung zu profitieren. Aufgrund der sehr langen Laufzeiten kann die Bodenwertsteigerung auch nicht durch den Verkauf des Grundstücks realisiert werden.

Unter den Aspekt der Partizipation an Wertsteigerungen erscheint eine Investition in gewerblich genutzte Erbbaurechtsgrundstücke aufgrund der größeren Vertragsfreiheit sowohl in Deutschland als auch in Großbritannien deutlich attraktiver.

Kleiner Markt für Erbbaurechte: Der Markt mit Erbbaurechten hat (vermutlich) nur einen geringen Anteil am Gesamtmarkt. Der Markt ist im Vergleich zu Immobilien im Volleigentum deutlich intransparenter. Hieraus kann sich eine zusätzliche Illiquidität von Erbbaurechten und Erbbaurechtsgrundstücken ergeben, woraus längere Transaktionszeiten resultieren können. Bei effizienten Märkten würde dies zusätzliche Illiquiditätsprämien rechtfertigen. Erbbaurechte eignen sich aufgrund ihrer Illiquidität somit eher für Institutionen mit geringeren Anforderungen an die Liquidität der Assets, beispielsweise aufgrund sehr langen Planungshorizonten.

6.3 Erbbaurecht – Ein sinnvolles Nischenprodukt?

Der Nutzen für Investoren hängt insbesondere in Deutschland stark von der konkreten Vertragsgestaltung ab. Es sind dingliche und schuldrechtliche Vereinbarungen, Vorkaufsrechte, Berechnungsverfahren sowie etwaige andere Verpflichtungen zu überprüfen.⁶⁹ Aufgrund der Komplexität übersteigt für Privatpersonen der Aufwand häufig den Nutzen. Hingegen sind wegen des Potenzials zu höherem Know-How, die finanziellen und zeitlichen Gestaltungsspielräume institutionelle Investoren ein prädestinierter Anlegerkreis. Die Volumina der auf Erbbaurecht spezialisierten Immobilienfonds in Großbritannien zeigt das Marktpotenzial auf, das deutsche Fonds bisher nur in geringem Maße genutzt haben. Auch der britische Markt für Erbbaurechte ist deutlich besser etabliert als der Deutsche. In Deutschland lassen sich evtl. aufgrund der Marktenge in Einzelfällen Überrenditen erzielen. Dennoch erscheint für deutsche Immobilienfonds der britische Markt aufgrund der höheren Liquidität besser geeignet.

⁶⁹ Durch die aktuelle Gesetzeslage ist in Deutschland – im Gegensatz zu Großbritannien – noch kein Standard etabliert. Als wichtige Aspekte sind in Deutschland die Zusicherung bzw. Vorkaufsrechts nach §2 Nr.7 ErbbauRG und die Ermittlung der Entschädigung (analog zum Enfranchisement) vertraglich zu fixieren.

7 Anhang

7.1 Rechtliche Grundlagen

Der Begriff des Bauwerks umfasst neben wohnwirtschaftlich genutzten auch Büro- und Gewerbeimmobilien oder Sonderimmobilien wie Tennisplätze oder Kirchen.⁷⁰ Eine nähere Bestimmung muss im Erbbaurechtsvertrag zwischen den Parteien getroffen werden.⁷¹ Nach neuerer Rechtsprechung wird dies aber sehr weit ausgelegt, so dass auch Erbbaurechte zulässig sind, die dem Erbbauberechtigten ermöglichen „jede baurechtlich zulässige Zahl und Art von Gebäuden“⁷² zu errichten. Letztlich ist die Maßgabe des Bebauungsplans, die limitierende Komponente. Eine sogenannte horizontale und vertikale Teilung ist dabei grundsätzlich verboten. Entscheidend ist die Selbständigkeit der Gebäude.

Der Grundstückseigentümer kann weiter frei über sein Grundstück verfügen, ist jedoch durch die vertraglichen und gesetzlichen Regelungen zum Erbbaurecht beschränkt.⁷³ Er hat i.d.R. ein Vorkaufsrecht im Fall einer Veräußerung. Zudem erfolgt kein partizipieren an Wertsteigerungen des Bodenwerts in der Erbauzeit. Es ist auch zulässig, dass der Grundstückseigentümer selbst Erbbauberechtigter ist, dann liegt ein sogenanntes Eigentümer-Erbbaurecht vor.⁷⁴ Dies wäre der Fall, wenn das Erbbaurecht durch einen Heimfall an den Grundstückseigentümer rückübertragen wird, oder aber von vornherein geplant sein.

7.2 Laufzeit & Grunderwerbssteuerpflichten

Ein Erbbaurecht kann entweder durch eine gemäß § 26 ErbbauRG in beiderseitigen Einvernehmen erklärte Aufhebung beendet werden, oder durch Zeitablauf, d.h. mit dem Ende der vereinbarten Laufzeit. Beispiele für die vorzeitige Aufhebung wären bei Verlust des wirtschaftlichen Interesses des Erbbaurechtsnehmers oder unklaren Rechtssituation aufgrund mangelnder Vertragsregelungen. Aufhebende Bedingungen, die das Erbbaurecht beenden sind nach § 1 Abs. 4 ErbbauRG ausdrücklich ausgeschlossen. Für die mögliche Dauer eines Erbbaurechts gibt es keine Mindest- oder Höchstlaufzeiten.⁷⁵

Wird das Erbbaurecht durch Zeitablauf beendet, muss der Grundstückseigentümer dem Erbbaurechtsnehmer eine Entschädigung für das Bauwerk zahlen. Die Höhe der Entschädigung ist nicht gesetzlich geregelt und kann gemäß § 27 Abs. 1 ErbbauRG als Inhalt des Erbbaurechts festgelegt oder auch ganz ausgeschlossen werden. Eine gesetzliche Mindesthöhe i. H. v. 2/3 des Verkehrswertes ist nur bei Erbbaurechten für den sozialen Wohnungsbau festgelegt.⁷⁶ Besteht keine vertragliche Vereinbarung müssen sich die Parteien über die Höhe einigen, in Streitfällen ggf. durch einen Prozess.⁷⁷ Die

⁷⁰ Vgl. Böttcher, 2017, S. 2.

⁷¹ Vgl. Grizwotz, 2017, § 1 Rn. 1.

⁷² BFH, Urteil v. 22.04.1994, V ZR 183/93.

⁷³ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 1 Rn. 22.

⁷⁴ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 1 Rn. 47f.

⁷⁵ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 1 Rn. 122-125.

⁷⁶ Vgl. Bardenhewer, 2014, § 27 Rn. 18f.; Grizwotz, 2009, Rn. 130 sieht nur eine Indizwirkung des sozialen Wohnungsbaus und stellt für die Anwendung der Mindesthöhe auf die Umstände des Einzelfalls ab.

⁷⁷ Vgl. Bardenhewer, 2014, § 27 Rn. 14-16.

Entschädigungshöhe bemisst sich hierbei nach dem Verkehrswert der mit den Verfahren der §§ 15 bis 23 ImmoWertV zu ermitteln ist.⁷⁸ Zweck des Entschädigungsanspruches ist es, den Erbbaurechtsnehmer auch gegen Ende der Laufzeit dazu anzuhalten, dass er die notwendigen Instandhaltungen durchführt.⁷⁹ Durch den Entschädigungsanspruch wird die ursprünglich gegensätzliche Interessenlage aufgelöst. Sowohl Erbbaurechtsgeber als auch Erbbaurechtsnehmer sind durch diese Regelung an einem guten Zustand des Gebäudes zum Zeitpunkt der Übergabe interessiert. Möchte der Erbbaurechtsgeber keine Entschädigung zahlen, so kann er dem Erbbaurechtsnehmer eine Verlängerung der Laufzeit des Erbbaurechts anbieten, und zwar um die „voraussichtliche Standdauer des Bauwerks“⁸⁰. Dies ist ein unbestimmter Rechtsbegriff⁸¹, der als die wirtschaftliche Restnutzungsdauer des Gebäudes zu interpretieren sein dürfte. Lehnt der Erbbaurechtsnehmer die angebotene Verlängerung ab, verliert er den Entschädigungsanspruch.

Bei einem Heimfall erlischt das Erbbaurecht nicht wie bei Aufhebung oder Zeitablauf, sondern es wird auf den Grundstückseigentümer rückübertragen,⁸² dieser hat sodann ein Eigentümer-Erbbaurecht. Diese Regelung hat den Vorteil, dass etwaige Belastungen durch Grundpfandrechte bestehen bleiben, was die Beleihbarkeit des Erbbaurechts deutlich verbessert.⁸³ Die Voraussetzungen wann ein Heimfall eintritt sind nicht gesetzlich geregelt, sondern können nur vertraglich bestimmt werden. Diese Form der Vertragsfreiheit kann sehr weit ausgelegt werden,⁸⁴ eine Einschränkung besteht bei Zahlungsverzug des Erbbauzinses. Dieser Verzug kann nach § 9 Abs. 4 ErbbauRG einen Heimfall erst dann auslösen, wenn der Erbbaurechtsnehmer mit mindestens zwei Jahresbeträgen im Rückstand ist. Darüber hinaus sind u. a. der Verstoß gegen vertragliche Instandhaltungspflichten oder eine vertragswidrige Verwendung des Bauwerks als Heimfallgründe üblich. Tritt ein Heimfall ein, hat der Erbbaurechtsnehmer nach § 32 ErbbauRG einen Anspruch auf eine Vergütung für den Verlust des Erbbaurechts. Die Regelungen zur Bestimmung der (Mindest-)Höhe entsprechen im Übrigen denen des Entschädigungsanspruchs bei Zeitablauf.

Grunderwerbssteuer fällt generell bei der Übertragung des Erbbaurechts an. Beispielsweise, wenn der Grundstückseigentümer das Erbbaurecht inklusive der errichteten Gebäude erwirbt, der Heimfall eintritt oder eine Verlängerung vor Ablauf des Vertrags stattfindet. Ausnahmen hiervon die Verlängerung nach bereits 40 Jahren laufenden Erbbaurechts oder bei Rückübertragung an den Grundstückseigentümer nach Ablauf der regulären Laufzeit.

7.3 Instandhaltung und sonstige Rechte und Pflichten

Die weiteren zulässigen vertraglichen Inhalte des Erbbaurechts sind in den §§ 2 bis 8 ErbbauRG abschließend normiert. Wird zu einem der in diesen Paragraphen geregelten Punkten eine Vereinbarung im Erbbaurechtsvertrag getroffen, wird sie Inhalt des Erbbaurechts und ist dadurch dinglich abgesichert.⁸⁵ Darüber hinaus gehende Abmachungen zwischen den

⁷⁸ Vgl. Winkler & Schlägel, 2016., § 5 Rn. 212, oder Grizwotz, 2009, Rn. 129.

⁷⁹ Vgl. Bardenhewer, 2014, N., § 27 Rn. 6 oder Winkler & Schlägel, 2016, § 5 Rn. 207.

⁸⁰ § 27 Abs. 3 ErbbauRG.

⁸¹ Vgl. Winkler & Schlägel, 2016, J., § 5 Rn. 224.

⁸² § 2 Nr. 4 ErbbauRG.

⁸³ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 2 Rn. 52.

⁸⁴ Vgl. Hustedt & Ingenstau, 2014, § 2 Rn. 63-71.

⁸⁵ Vgl. Kröll, et al., 2015, S. 18f.

Vertragsparteien haben nur schuldrechtlichen Charakter, d. h. sie können bei einer Übertragung des Erbbaurechts erlöschen. Als vertraglicher Inhalt kann nach § 2 Nr. 1 ErbbauRG eine Instandhaltungspflicht des Erbbaunehmers vereinbart werden. Gesetzlich besteht grundsätzlich keine Pflicht zur Instandhaltung des Bauwerks, das bedeutet der Erbbaurechtsgeber könnte das Gebäude sogar verfallen lassen.⁸⁶ Allerdings können einer Partei vertraglich sämtliche, laufende wie außergewöhnliche, Instandhaltungskosten auferlegt werden. Durch eine entsprechende Vereinbarung befindet sich der Erbbaurechtsnehmer bezüglich der Instandhaltung in einer ähnlichen Position wie der Mieter bei einem Triple Net-Mietvertrag. Nach der in der Literatur vorherrschenden Meinung steht dem Erbbaurechtsgeber auch ein Besichtigungsrecht zu, um die Einhaltung der Instandhaltungspflichten zu kontrollieren.⁸⁷

7.4 Beleihbarkeit

Sofern ein Objekt beleihbar ist, ist selbigem auch ein Wert beizumessen, was für die Marktfähigkeit und die Akzeptanz essentiell ist. Sofern diese Ermittlung standardisiert ist, wird sie auch transparent für die Marktteilnehmer.

Münchener Verfahren

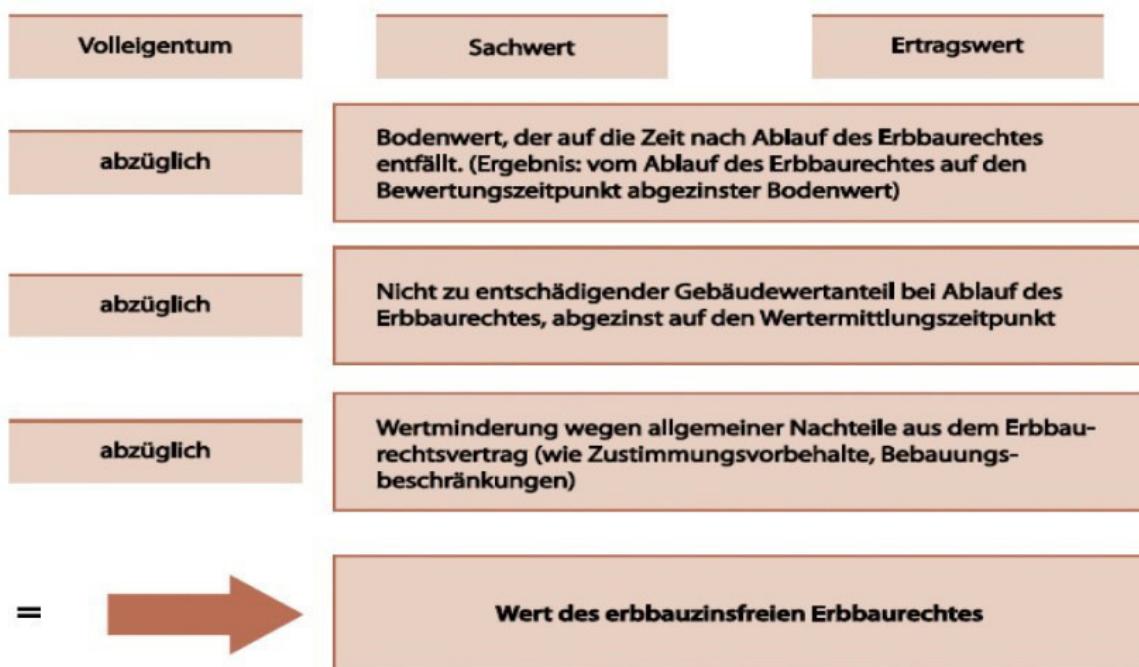


Abbildung 9: Ablauf des Münchener Bewertungsverfahrens⁸⁸

Aus seiner Eigenschaft als grundstücksgleiches Recht folgt, dass das Erbbaurecht wie ein Grundstück mit Hypotheken oder Grundpfandrechten belastet werden kann. Die Wertermittlung erfolgt in der Praxis meist durch inländische Verfahren, wie das Münchener Verfahren. Dabei wird das Erbbaurecht ausgeblendet und ein regulärer Beleihungswert aus fiktiven Volleigentum bestimmt. In einem nachgelagerten Schritt werden zeitadäquat

⁸⁶ Vgl. Grizwotz, 2009, Rn. 108f.

⁸⁷ Vgl. Böttcher, 2017, S. 33, Grizwotz, 2009, Rn. 111 oder Hustedt & Ingenstau, 2014, § 2 Rn. 26.

⁸⁸ Vgl. Nagel, 2017.

Wertabschläge durch das Erbbaurecht einberechnet. Diese umfassen den Bodenwert an sich, bezogen auf die Zeit nach Ablauf des Erbbaurechtes, um den Wegfall des Bodennutzungsrechts einzubeziehen. Zusätzlich berichtet wird um einen möglichen nicht abzulösenden Gebäudewert am Ende der Laufzeit durch den Erbbaurechtsgeber sowie individuelle Vertragsbestimmungen, die wiederum aufgrund ihrer Komplexität mit einem Pauschalabschlag berücksichtigt werden. In einem letzten Schritt werden die Erbbauzinsen kapitalisiert hinzugerechnet. Aus dem ersten Abschlag und dieser Kapitalisierung werden marktunübliche Erbbauzinssätze angemessen berücksichtigt. In Summe erhält man den Beleihungswert des erbbaubelasteten Bodenwerts. Die BaFin bestätigt die Validität dieses Verfahrens zumindest sofern Mindestabschläge bzw. Höchstkapitalisierungsgrenzen eingehalten werden.

Für die Beleiung, die für die letztendliche Finanzierung ausschlaggebenden ist, ist neben der Beleihungsgrenze auch noch die Rangstelle relevant. Dabei sind zwei Grundbücher zu unterscheiden, die des Grundstücks und des Erbbaurechts. So besteht ein Vertrag zwischen den Eigentümern des Erbbaurechts und des originären Grundstückseigentümers. Das Erbbaurecht wird in Abteilung II per Gesetz an 1. Rangstelle eingetragen. Der zu entrichtende Erbbauzins als Reallast wiederum jedoch in Abteilung II des Erbbaugrundbuches. Da der dingliche Erbbauzins demnach nicht Inhalt des Erbbaurechts ist, gibt es nach §9 ErbbauRG Spielraum für die Rangstelle und somit sind grundsätzlich drei Konstellationen möglich, die die Beleihungsgrenze und somit das Fremdfinanzierungsvolumen beeinflussen. Grundsätzlich sind dingliche Vorlasten von der Beleihungsgrenze abzuziehen. Eine Ausnahme hiervon liegt vor, falls (1) der Erbbauzins im Nachrang ohne Vereinbarung zum Bestehenbleiben des Erbbaurechts im Zwangsversteigerungsfall eingetragen ist. Dann bleibt die Beleihungsgrenze des Erbbaurechts unberührt vom Erbbauzins. Falls (2) der Erbbauzins im Vorrang ohne eine Vereinbarung eingetragen ist, muss er in kapitalisierter Form von der Beleihungsgrenze in Abzug gebracht werden. (3) Gibt es eine solche Vereinbarung für den Zwangsversteigerungsfall ist der Erbbauzins vom Beleihungswert in Abzug zu bringen. Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die konkrete Ausgestaltung der Grundbucheintragungen verschiedene Beleihungsgrenzen erzeugen. Die Variante ohne Vereinbarung mit Nachrangigkeit würde ceteris paribus günstigere Zinskonditionen induzieren. Daneben muss auch beachtet werden, dass die planmäßige Tilgung eines Darlehens durch eine maximale Laufzeit, gleich der Erbbaurechtslaufzeit abzüglich 10 Jahre, nach oben hin limitiert ist.

7.5 Marriage Value

Das Konzept des Marriage Value beschreibt den Wertzuwachs bei Vereinigung von Leasehold und Freehold. Das Konzept wurde in Großbritannien entwickelt, ist aber grundsätzlich auf alle Erbbaurechte anwendbar. Allgemein ist der Marriage Value in der Immobilienbewertung nach der Definition der European Valuation Standards „ein höherer Wert, der sich ergibt, wenn der Gesamtwert mehrerer Immobilien (bzw. mehrerer Rechtspositionen am gleichen Objekt) zusammen höher ist als der Wert der Summe aller Bestandteile.“⁸⁹ Deutsche Bezeichnungen wären in etwa Verschmelzungs- oder Synergiewert.

⁸⁹ TEGOVA - The European Group of Valuers' Associations, 2016, EVS 2, Gliederungspunkt 5.3.2.

Im hier betrachteten Zusammenhang entsteht ein Marriage Value dadurch, dass der Wert des unbelasteten Freehold höher ist als die Summe aus dem Wert des Leasehold und dem Wert des belasteten Freehold.⁹⁰ Dies impliziert folgende Gleichung:

$$\text{Marriage Value} = \frac{\text{Wert des unbelasteten Freehold}}{\text{Wert des Leasehold} + \text{Wert des belasteten Freehold}}$$

Der auch als Vacant Possession Value bekannte Wert des (hypothetisch) unbelasteten Freehold wird mit den üblichen Verfahren der Immobilienbewertung ermittelt, vorzugsweise anhand von Vergleichstransaktionen. Der Wert des Leasehold ergibt sich als ein prozentualer Anteil am Marktwert des unbelasteten Freehold. Allgemein liegt er zwischen einem Wert nahe 100% für noch sehr lange laufende Leasehold und sinkt dann auf 0% bei kurzen Restlaufzeiten. Zur Ermittlung des Prozentsatzes kommen in der englischen Bewertungspraxis die sogenannten Graphs of Relativity zum Einsatz. Diese ordnen der noch vorhandenen Restlaufzeit eines Leaseholds jeweils einen zum Wert des unbelasteten Freehold relativen Prozentsatz zu.⁹¹ In der Praxis werden diverse Graphen und Modelle verwendet, die sich je nach veröffentlichter Institution und betrachtetem Markt unterscheiden. Einen beispielhaften Verlauf zeigt die untenstehende Abbildung 10: *Relativitätsgraph*. Der Wert des belasteten Freehold berechnet sich schließlich aus dem kapitalisierten Cashflow der Ground Rent sowie dem Wert des Freehold nach Ablauf des Leaseholds, das als Freehold Reversion bezeichnet wird.⁹² Dieser Ansatz findet sich auch im Münchener Verfahren wieder.

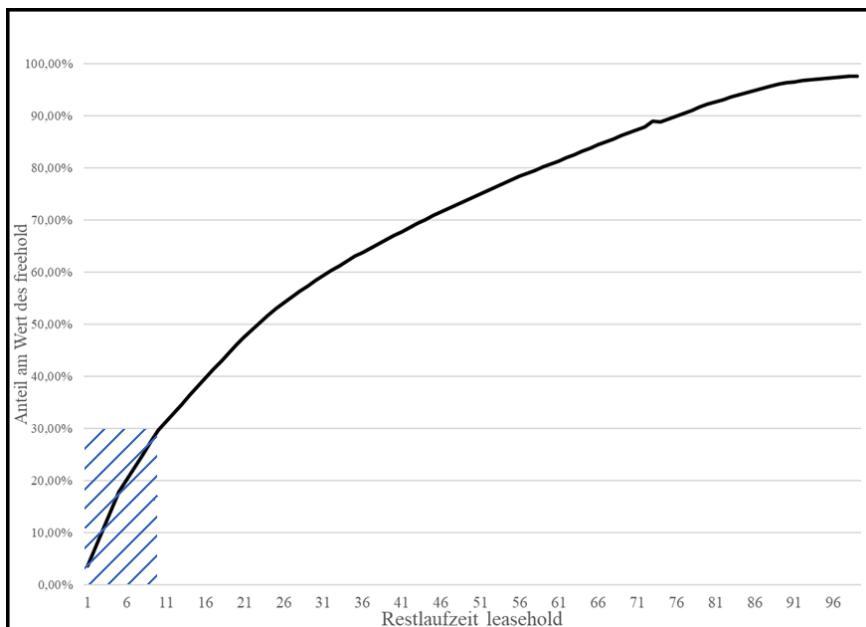


Abbildung 10: *Relativitätsgraph*

Ein Marriage Value kann durch die Vereinigung von Leasehold und Freehold in einer Hand erzielt werden, aber auch durch Verlängerung eines bestehenden Leasehold hin zu einer sehr langen Restlaufzeit. Bei Astberrys (2009) entsteht der Marriage Value etwa durch

⁹⁰ Vgl. Eisenhauer, 1997, S. 82.

⁹¹ Vgl. Grover, 2016, S. 643-651.

⁹² Vgl. Eisenhauer, 1997, S. 103.

Verlängerung eines noch 70 Jahre laufenden Leasehold um weitere 90 Jahre.⁹³ Maßgeblich dafür, ob ein Marriage Value entsteht, ist eine Vereinigung der Kapitalinteressen der Eigentümer von Freehold und Leasehold.⁹⁴

Der Grund der Entstehung eines Marriage Value erklärt sich durch die Betrachtung der zugrundeliegenden Kapitalwertberechnung.⁹⁵ Eine Werterhöhung kann bei Anwendung der Kapitalwertmethode entweder durch eine Veränderung der Höhe der Ein- und Auszahlungen oder durch einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz zustande kommen. An der Höhe der Ein- und Auszahlungen ändert sich durch den Erwerb des Freeholds durch den Leasehold-Eigentümer nichts. Auch die jährliche Ground Rent bleibt ebenfalls unverändert bestehen. Der Marriage Value muss also durch das Sinken des Kapitalisierungszinssatzes entstehen. Dieser sinkt zum einen dadurch, dass ein Freehold ohne eine Belastung als riskanter gilt als derselbe Freehold mit einer auf ihm ruhenden Belastung durch einen Leasehold. Zum anderen sinkt der Kapitalisierungszins auch in Fällen wie bei Astberrys (2009), wenn der Leasehold zwar bestehen bleibt, dieser allerdings zeitlich deutlich ausgedehnt wird. Dies ist der Fall, weil am Markt nur noch kurzfristig laufende Leases als riskanter gelten als solche mit längerer Laufzeit. Daraus folgt, dass das Phänomen des Marriage Value vor allem bei Leaseholds mit kurzer Laufzeit zu beobachten ist.⁹⁶

7.6 Konzept “Hope Value”

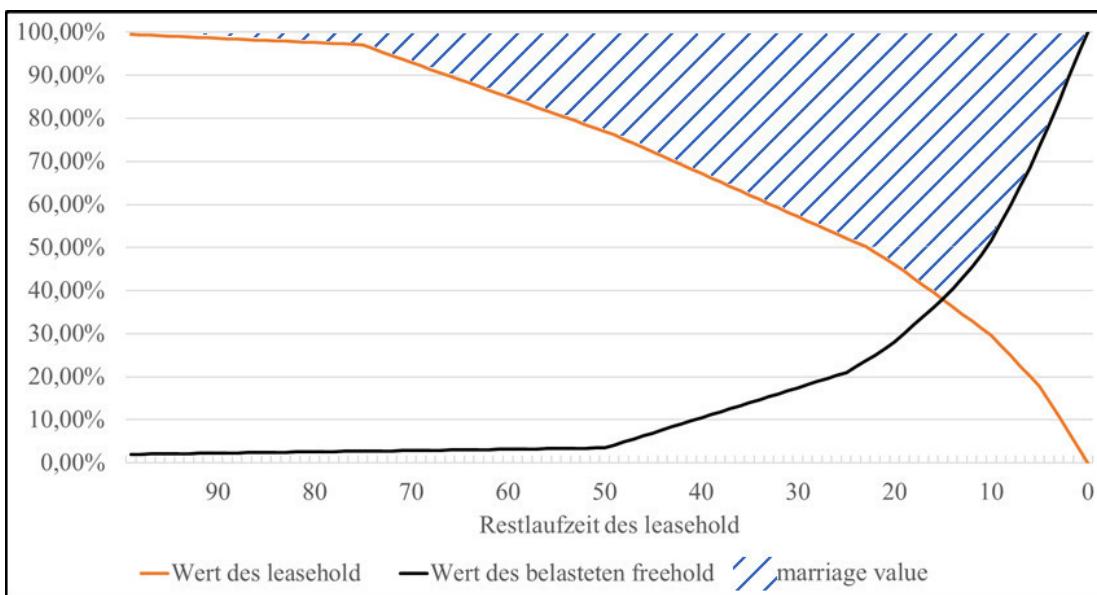


Abbildung 11: Marriage Value Maximierung⁹⁷

Der sogenannte Hope Value beschreibt die Möglichkeit den Mehrwert in Form des Marriage Value durch das Halten beider Positionen zu erzielen. Als Bestandshalter könnte man in die Position des Erbbaurechtsnehmers treten, um das Objekt gewerblich oder wohnwirtschaftlich vermieten und im Gegenzug zu dem Nutzen der Mieterräge die Erbbauzinsen bedienen, die i.d.R. nur einen Bruchteil davon ausmachen. Auch wenn dies die Beleihungsgrenze reduziert,

⁹³ Vgl. Astberrys, 2009, S. 1f.

⁹⁴ Vgl. Eisenhauer, 1997, S. 103f.

⁹⁵ Vgl. Baum, et al., 2018, S. 192.

⁹⁶ Vgl. Baum, et al., 2018, S. 194.

⁹⁷ Eisenhauer, 1997, S. 121.

so ist ein stabiler und grundsätzlich sicherer Cashflow gewährleistet, inklusive Liquiditätsvorteil.⁹⁸ Zusätzlich „hofft“ der Bestandshalter darauf, vor Ablauf der regulären Laufzeit das Grundstück zu erwerben. Somit würde er den Wert des belasteten Grundstücks nebst Nebenkosten leisten und erhält aber dadurch den Wert des unbelasteten Grundstücks inklusive Marriage Value. Es existieren optimale Erwerbsbereiche die den Marriage Value maximieren. Falls es nicht zu einem vorzeitigen Aufkauf kommt, erhält der Erbbaurechtsnehmer nach britischem Recht jedoch eine Prolongation bzw. im Zweifel in jedem Fall eine Ausgleichzahlung, was das Spekulationsrisiko limitiert.

7.7 Fallbeispiele: Verkehrswertermittlung bei Erbbaurechten

Verkehrswert nach ImmoWertV

Die Ermittlung des Verkehrswertes des Erbbaurechtes sowie des mit dem Erbbaurecht belasteten Grundstückes kann nach den Verfahren der ImmoWertV erfolgen. Theoretisch ist es möglich, dass sich durch die Schaffung eines Erbbaurechts ein Mehrwert gegenüber dem Verkehrswert des Volleigentums ergibt. Folgendes Beispiel illustriert das Verfahren:⁹⁹

Bodenwert des unbelasteten unbebauten erschließungsbeitragsfreien Grundstücks	60.000 Euro
Verkehrswert des unbelasteten bebauten Grundstücks	165.000 Euro
Sachwert der baulichen Anlagen	100.000 Euro
Restnutzungsdauer der baulichen Anlagen	50 Jahre
Restlaufzeit des Erbbaurechtsvertrags	50 Jahre
jährlich erzielbarer Erbbauzins (wertgesichert) 3,0%	748,95 Euro
Verzinsungsbetrag des Bodenwerts (Liegenschaftszins)	1.800 Euro

Tabelle 6: Beispiel Verkehrswert nach ImmoWertV

Zur Ermittlung des Verkehrswertes des Erbbaurechtes wird ein Vergleichsfaktor i.H.v. 0,85 herangezogen, der auf Transaktionen vergleichbarer Objekte mit und ohne Erbbaurecht basiert. Aufgrund dieses Faktors ergibt sich der Verkehrswert des Erbbaurechtes von ca. 140.000 Euro, berechnet aus dem Verkehrswert des unbelasteten bebauten Grundstücks i.H.v. 165.000 Euro multipliziert mit 0,85. Die zweite Komponente, der Verkehrswert des belasteten Erbbaugrundstücks ergibt sich gemäß Vergleichswertverfahren aus der Multiplikation des Bodenwertes des unbelasteten Grundstücks (60.000 Euro) mit einem Vergleichsfaktor von 0,7. Der Verkehrswert des Erbbaugrundstücks wird somit auf 42.000 Euro geschätzt.

Zusammengefasst ergibt sich nach diesem Beispiel ein Gesamtwert i. H. v. 182.000 Euro. Somit könnte in diesem durch die erbaurechtliche Aufspaltung des Grundstückes gegenüber dem Volleigentum ein Mehrwert von 17.000 Euro geschaffen werden. Sofern sich am Markt andere Vergleichsfaktoren ergeben, ist entsprechend auch ein Mindererlös möglich.

⁹⁸ Ein Erwerb des Erbbaurechts aus einem Zwangsversteigerungsfall heraus, kann die erwartete Rendite des Objekts zusätzlich erhöhen.

⁹⁹ Vgl. Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau & Reaktorsicherheit, 2006.

Wertermittlung nach dem Konzept des Marriage Value

Ein weiteres Verfahren zur Ermittlung des Verkehrswertes stellt das Konzept des Marriage Value dar. Gemäß Eisenhauer (1997) besteht lediglich die Möglichkeit für einen positiven Marriage Value (siehe Anhang 9.5 & 9.6). Es sind allerdings je nach Marktbedingungen auch Konstellationen denkbar, in welchen ein negativer Marriage Value möglich ist. Dazu muss die Summe aus Wert des Leaseholds und Wert des belasteten Freeholds den Wert des unbelasteten Freeholds übersteigen. Das folgende Beispiel verdeutlicht die Zusammenhänge:¹⁰⁰

Der Leasehold-Eigentümer eines im 19. Jahrhundert gebauten Londoner Wohnhauses möchte den Freehold erwerben. Der Leasehold hat eine 99-jährige Laufzeit und läuft seit dem 01.01.1927, der Stichtag der Wertermittlung ist der 01.01.2018. Die weiteren Daten des Gebäudes sind folgende:

Restlaufzeit des Leasehold	9 Jahre
Ground Rent	£ 5 p. a.
Cap Rate	7 %
Deferment Rate	4,75 %

Tabelle 7: Beispiel Marriage Value

Anhand der Daten vergleichbarer Transaktionen unbelasteter Grundstücke in der Nachbarschaft wurde ein aktueller Marktwert des Grundstücks als unbelasteter Freehold von 850.000 Pfund ermittelt. Abgeleitet aus einem Graph of Relativity für London ergibt die neunjährige Restlaufzeit einen Wert des Leasehold von 27% des Werts des unbelasteten Freehold, gerundet 230.000 Pfund. Der Wert des belasteten Freehold ergibt sich aus dem mit der Cap-Rate abgezinsten Zahlungsstrom der Ground Rent¹⁰¹ sowie dem anhand der Deferment Rate von 4,75% ermittelten Wert des Freehold nach Ablauf des Lease:

$$\text{Wert des belasteten Freehold} = \text{£ } 33 + \frac{\text{£ } 850.000}{1,0475^9} \approx \text{£ } 559.832$$

Der Marriage Value ergibt sich in diesem Beispiel wie folgt:

$$\text{Marriage Value} = \text{£ } 850.000 - (\text{£ } 230.000 + \text{£ } 559.832) = \underline{\text{£ } 60.168}$$

Anhand dieses Beispiels wird erkennbar, dass der Wert des belasteten Freehold maßgeblich durch die Deferment Rate bestimmt wird. Diese basiert auf einer regressionsbasierten Schätzung, welche sich an inflationsindexierten Staatsanleihen, Risikoprämie sowie langfristiger Wachstumsrate des Wertes des Grundstücks orientiert. Eine weitere Stellschraube um den Wert, der sich durch das Verfahren des Marriage Value ergibt, zu beeinflussen, stellen die Graphs of Relativity dar. In der Praxis sind verschiedene Graphen im Einsatz, die sich je nach veröffentlichter Institution und betrachtetem Markt unterscheiden. Des Weiteren stellt sich die Datenlage für kurzfristige Restlaufzeiten bis 10 Jahre als schwierig dar.¹⁰² Zusätzlich ist die Existenz des Rechts, ein Leasehold

¹⁰⁰ Vgl. Shapiro, et al., 2013.

¹⁰¹ $33 \approx 5 * \frac{1,07^9 - 1}{1,07^9 * (1,07 - 1)}$

¹⁰² Vgl. RICS, 2009, S. 8.

Enfranchisement durchzuführen, der Grund für die Schwierigkeiten der Praxis bei der Ermittlung der Graphs of Relativity.¹⁰³

Um den Marriage Value bestimmen zu können, ohne dass es in Erwartung seiner Existenz zu Verzerrungen kommt, wären Transaktionsdaten zu Leaseholds notwendig, für die kein Recht auf Enfranchisement besteht. Da aber heutzutage nahezu alle Leaseholds zu einem Enfranchisement berechtigt sind, existieren entsprechende Daten nicht in ausreichender Anzahl. Die in der Bewertungspraxis verwendeten Graphs of Relativity werden anhand unterschiedlicher Methoden ermittelt. Diese beinhalten neben historischen Daten von vor Inkrafttreten des Act 1993 auch Daten aus Gerichtsentscheidungen sowie Verhandlungsresultate oder Markteinschätzungen von Immobilienbewertern.¹⁰⁴ Eine von der RICS eingesetzte Arbeitsgruppe zur Lösung dieser Schwierigkeiten konnte kein endgültiges Ergebnis erzielen.¹⁰⁵

Ein negativer Marriage Value ist nach dieser Vorgehensweise technisch nicht möglich, da sowohl der Wert des Leaseholdes als auch der Wert des belasteten Freeholds rechnerisch so voneinander abhängen, dass diese nicht die Summe des unbelasteten Freehold übersteigen können. Eine Änderung des einen Faktors bedingt eine gleichzeitig proportionale Änderung des anderen Faktors.

¹⁰³ Vgl. Grover, 2014, S. 647-651.

¹⁰⁴ Vgl. RICS, 2009, S. 7.

¹⁰⁵ Vgl. RICS, 2009, S. 4.

8 Literaturverzeichnis

- Aholt, H., 2016. *Ermittlung marktgerechter Erbbauzinsen*. Hannover: s.n.
- Alternative Real Capital, 2018. *Index Linked Income Fund*.
<https://alternativerealcapital.com/funds/ilif/>
- Arvbo Erbbau AG, 2018. *Vorteile für Erbbaurechtsnehmer*. <http://www.erbbau-ag.de/ihre-vorteile>
- Astberrys, 2009. *What price do you put in marriage? The concept of "marriage value" in a lease of less than 80 years*. <http://www.astberrys.co.uk/Images/ASTB/Misc/July-August-2009-Newsletter.pdf>
- Bardenhewer, N., 2014. In: *ErbbauRG • Gesetz über das Erbbaurecht*. s.l.: Carl Heymanns.
- Baum, A., Mackmin, D. & Nunnington, N., 2018. *The income approach to property valuation*. Abingdon: Routledge.
- Böttcher, R., 2017. *Praktische Fragen des Erbbaurechts*. Köln: RWS Verlag Kommunikationsforum GmbH.
- Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz, Bau & Reaktorsicherheit, 2006. *bmu.de*.
https://www.bmu.de/fileadmin/Daten_BMU/Download_PDF/Staedtebaurecht/wertermittlungsrichtlinien_anlage_12-22_bf.pdf
- Christoph, C., 2017. Perspektive Europa. *Rote Seiten: Erbbaurecht - Neue Perspektiven auf einen Klassiker*. Ausgabe 03.
- Collinson, P., 2017. Leasehold in England and Wales is last redoubt of a colonial relic. *The Guardian*, Ausgabe 26.07.2017.
- Collinson, P. & Walker, P., 2017. *Leaseholds on new-build houses in England to be banned*.
<https://www.theguardian.com/money/2017/jul/25/leaseholds-new-build-houses-england-banned-ground-rent-flats>
- Continuum Capital Investment GmbH, 2015. *Unternehmensprofil*. <http://www.continuum-capital.de/unternehmensprofil.html>
- Continuum Capital, 2009. *Neu formierte Continuum Capital investiert speziell in deutsche Erbbaurechtsgrundstücke*. Frankfurt: s.n.
- Department for Communities and Local Government, 2017. *Estimating the number of leasehold dwellings in England*.
https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/646152/Estimating_the_number_of_leasehold_dwellings_in_England__2015-16.pdf
- Department for Communities and Local Government, 2017. *Tackling unfair practices in the leasehold market*. London: The National Archives.
- Deutscher Erbbaurechtsverband e.V., 2017. *Studie zum Erbbaurecht - Befragung von Erbbaurechtsgebern*. Hamburg: Analyse & Konzepte.

DGR Grundstücksverwaltung, 2011. *Wir kaufen Grundstücke im Erbbaurecht.*

<https://www.dgr-erbpaecht.de/index.php>

Direct Line Insurance Group, 2016. *Property Pain: Service Charges Increasing Rapidly.* Leeds: Direct Line Group.

Dixon, M., 2016. Modern Land Law. Band 10, S. 2-7.

Driscoll, J., 2016. *Whatever happened to Commonhold?*

<https://www.leaseholdknowledge.com/wpcontent/>

Eisenhauer, M., 1997. *Moderne Entwicklungen im Englischen Grundstücksrecht,* Tübingen: Mohr Siebeck.

Ernst & Young, 2017. *Ground Rents: An Opportunity for Institutional Investors to diversify Exposure.* s.l.: EYGM Limited.

Erzbistum Bamberg, 2018. *Erbbaurecht Übersicht.* <http://liegenschaften.erzbistum-bamberg.de/erbbaurecht/rechenbeispiel>

ExRotaprint gGmbH, 2018. *ExRotaprint - Erbbaurecht.*

<https://www.exrotaprint.de/erbbaurecht/>

GlobalCapital, 2006. *Vivacon German ground rent securitisation is market first.*

<https://www.globalcapital.com/article/k5b963lrn5zs/vivacon-german-ground-rent-securitisation-is-market-first>

Grizwotz, H., 2009. Notarieller Erbbaurechtsvertrag als Ausgangspunkt. In: *Das Erbbaurecht in der Finanzierungspraxis.* Heidelberg: Finanz-Colloquium Heidelberg.

Grizwotz, H., 2017. *Erman BGB - Das renommierte Standardwerk zum BGB.* s.l.:Dr. Otto Schmidt.

Grover, R., 2014. Leasehold enfranchisement and graphs of relativity. *Journal of Property Investment & Finance.*

Grover, R., 2016. Leasehold enfranchisement and graphs of relativity. *Journal of Property Investment & Finance,* 326.

Hansen, K., 2006. *Pressemitteilung HVB.*

<http://presseservice.pressrelations.de/pressemitteilung/erste-verbriefung-von-erbbaurechten-in-deutschland--strukturierung-und-platzierung-der-eur-62-mio-durch-die-hvb-fuer-vivacon-ag-221969.html>

Hüren, D., 2015. *Eigenes Heim auf fremdem Boden - Fragen zum Erbbaurecht - Frankfurter Neue.* <http://www.fnp.de/ratgeber/geldundrecht/Eigenes-Heim-auf-fremdem-Boden-Fragen-zum-Erbbaurecht;art360,1205183>

Hustedt, V. & Ingenstau, J., 2014. *ErbbauRG, Gesetz über das Erbbaurecht.* s.l.: Carl Heymanns.

Institute and Faculty of Actuaries, 2015. *Non-traditional investments - key considerations for insurers*. London: Non-traditional investments Working Party.

Kröll, R. & Hausmann, A., 2011. *Rechte und Belastungen bei der Verkehrswertermittlung von Grundstücken*. s.l.:Werner Verlag.

Kröll, R., Hausmann, A. & Rolf, A., 2015. *Rechte und Belastungen in der Immobilienbewertung*. Köln, Werner Verlag.

Licher, T., 2009. *Das Erbbaurecht - Königsweg für Kommunen: Studie der Initiative Erbbaurecht*.

https://www.vhw.de/fileadmin/user_upload/08_publikationen/verbandszeitschrift/2000_2014/PDF_Dokumente/2009/FWS_1_2009/FWS_1_2009_Das_Erbbaurecht_T._Licher.pdf

Liemak IT GmbH, 2018. *Erbbaurechtsmanagement*. <https://www.liemak-it.de/erbbaurechtsmanagement/>

Loancos GmbH, 2018. *Deutsches Erbbaurechts Zentrum*.

<https://www.loancos.de/partners/deutsches-erbbaurechts-zentrum>

Löhr, D., 2017. Zur Ermittlung eines marktgerechten Erbbauzinses – ein Praktikermodell. *Zeitschrift für Immobilienökonomie*, Issue 1.

Long Harbour Ltd, 2018. *Long Harbour Ground Rent Fund*.

<http://www.longharbour.co.uk/our-focus/real-estate/long-harbour-ground-rent-fund/>

McNeill, S. & Williamson, D., 2017. *Out-Law.com: Securitisation dispute should remind trustees of their duty of impartiality, says expert*. <https://www.out-law.com/en/articles/2017/july/securitisation-dispute-should-remind-trustees-of-their-duty-of-impartiality-says-expert/>

My Home Move Ltd., 2016. *London and North-West emerge as England and Wales' leasehold hotspots*. <https://www.myhomemove.com/news/london-and-north-west-emerge-as-england-and-wales-leasehold-hotspots>

Nagel, M., 2017. Erbbaurecht als Instrument der Vermögensanlage für Stiftungen. *Rote Seiten: Erbbaurecht - Neue Perspektiven auf einen Klassiker*, Band 03.

Oberer Gutachterausschuss für Grundstückswerte im Land Nordrhein-Westfalen, 2017. *Grundstücksmarktbericht 2017*.

https://www.boris.nrw.de/borisfachdaten/gmb/2017/GMB_000_2017_pflichtig.pdf

Operatio Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, 2017. *Operatio Vermögensverwaltung*. <https://operatio-gmbh.de/>

Private Banking Magazin, 2012. *Inflationssicherheit mit Erbau-Grundstücken*. s.l.: Franklin Templeton Investments.

RICS, 2009. *Leasehold reform: Graphs of relativity*. <http://www.rics.org/Global/leasehold-reform-graphs-of-relativity.pdf>,

Runder Tisch Liegenschaftspolitik, 2017. *Erbbaurechte in Berlin - Dokumentation der Expertenwerkstatt*, Berlin: Stiftung trias,.

Savills Research, 2014. *Spotlight - Alternative Residential Investments*. s.l.: Savills World Research - UK Residential.

Schmenger, W., 2006. Aktuelle Rechtsfragen beim Erbbaurecht. *Zeitschrift für das Notariat in Baden-Württemberg*, Issue 4.

Schroth, H.-J., 2007. *Bewirtschaftung von Immobilien mit Erbbaurechten in Private Equity Fällen*. Berlin: Beiten Burkhardt.

Shapiro, E., Mackmin, D. & Sams, G., 2013. *Modern methods of valuation*. Abingdon: Routledge.

TEGOVA - The European Group of Valuers' Associations, 2016. *Europäische Bewertungsstandards*, s.l.: EVS.

The Leasehold Reform Regulations, 1993. *Collective Enfranchisement and Lease Renewal*. London: s.n.

UBS Real Estate GmbH, 2017. *Jahresbericht zum 31. August 2017*. München: UBS.

UVZ Database, 2015. *UVZ Database: GLC Ground Lease Concepts GmbH*.
<https://uvzinfo.com/company/info/168755>

von Oefele, H., Winkler, K. & Schlägel, J., 2016. *Handbuch des Erbbaurechts*. München: Beck C.H.

Waldner, W. & Kopp, B., 2015. In: *Handbuch Immobilienrecht in Europa*. England: C.F. Müller.

Wertermittlungsforum Aktuell, 2007. *Zeitschrift für Bewertungssachverständige*.
https://gutachterausschuss.duesseldorf.de/fileadmin/Media/Downloads/marktanpassung_wfa_2007.pdf

Wilson, W. & Barton, C., 2018. *Leasehold and Commonhold Reform*. s.l.:s.n.

Winkler, K. & Schlägel, J., 2016. In: *Handbuch Erbbaurecht*. München: C. H. Beck.

