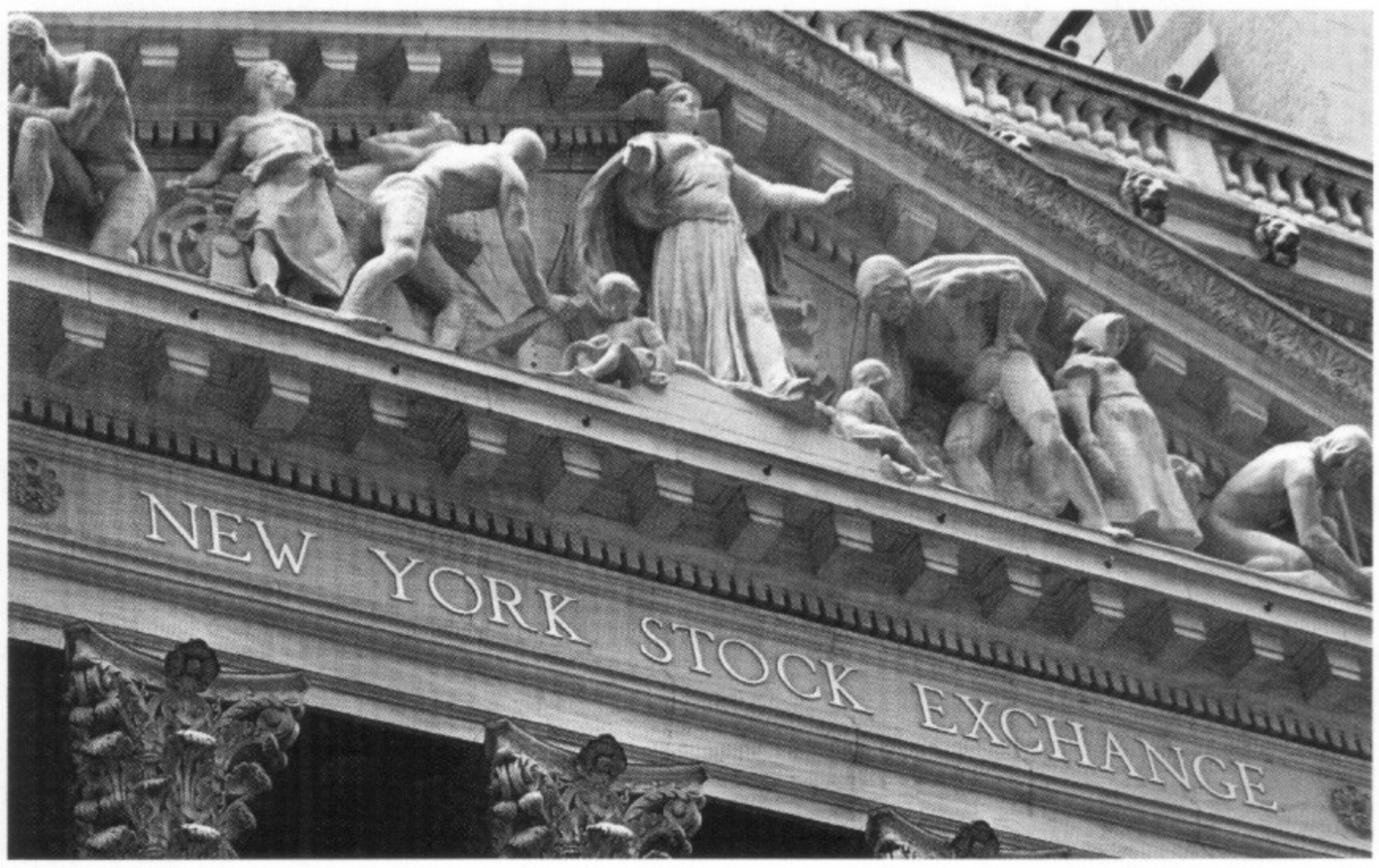
FINANZINVESTOREN UND IMMOBILIENWIRTSCHAFT

EINHEIT ODER GEGENSATZ?

Der Investmentmarkt boomt und oft stehen finanzwirtschaftliche Fragen bei den Investments im Vordergrund. Die Immobilie selbst scheint dabei nur eine Nebenrolle zu spielen. Dennoch müssen finanzwirtschaftliche und immobilienwirtschaftliche Fragestellungen keine Gegensätze sein.



Von Dr. Ramon Sotelo

Deutschland hat in jüngster Zeit verstärkt das Interesse internationaler Anleger auf sich gezogen. Sie haben nach Angaben der BulwienGesa AG insbesondere auf Portfolioebene 2005 rund 33 Milliarden Euro und 2006 rund 44 Milliarden in Deutschland investiert. Eine erste Welle schwappte ab 2001 vor allem auf den Wohnungsmarkt, wobei das Gros der Gelder in den Norden und Osten Deutschlands floss, in Gebiete also, die aus heutiger Sicht nur in Ausnahmefällen zu den künftigen Wachstumsregionen zählen werden.

Inzwischen haben sich – auch politisch bedingt – die Verkäufe kommunaler Wohnungsbestände reduziert, der deutsche Real Estate Investment Trust G-REIT wurde für bestehende Wohnungen nicht geöffnet. Außerdem zeigt sich, dass sich Wohnungen nicht ganz so leicht vermieten und weiterverkaufen lassen, wie mancher Investor annahm, und auch die notwendigen Instandhaltungs- und Vertriebskosten scheinen von den ursprünglichen Prognosen abzuweichen. Daher konzentrieren sich internationale Investoren jetzt verstärkt auf gewerbliche Objekte und sind willkommene Geschäftspartner für manche offenen Immobilienfonds, die diese Nachfrage zur Bereinigung und Umstrukturierung ihrer Portfolios nutzen.

Auf dem Immobilieninvestmentmarkt herrschen derzeit finanzwirtschaftliche Überlegungen vor. Doch reines Portfoliomanagement, das die Immobilie als solche nicht auch im Blick hat, allein ist kein dauerhafter Weg zum Erfolg.

Diese Entwicklung der Märkte wie auch die Debatten um die Einführung von REITs in Deutschland haben dazu geführt, dass finanzwirtschaftliche Fragestellungen in der Immobilienwirtschaft an Bedeutung gewonnen haben. Diese Bedeutungszunahme liegt einerseits im globalen Trend und ist auch in anderen Branchen zu beobachten. Andererseits kann sie aber auch als eine zyklische Erscheinung interpretiert werden, denn bei den Immobilieninvestitionen stehen erneut nicht die Immobilien selbst, sondern begleitende Aspekte im Vordergrund der Betrachtungen. Zur Erinnerung: Bereits mit dem Bauherrenmodell sowie mit der Sonder-AfA waren in Deutschland spezifische Rahmenbedingungen zu primären Kriterien von Investitionsentscheidungen geworden. Diese Phasen endeten für manchen Anleger in einer finanziellen Katastrophe. Die bisherige Lehre daraus schien zu sein, dass es nie gut ist, wenn bei Immobilieninvestitionen nicht die Immobilie selbst das wichtigste Entscheidungskriterium ist, sondern beispielsweise steuerliche Aspekte, Portfoliobetrachtungen oder günstige Refinanzierungsmöglichkeiten.

Daher stellt sich die Frage, ob die derzeit zu beobachtende Konzentration auf finanzwirtschaftliche Fragestellungen bei den heutigen Immobilieninvestitionen auch entsprechend negativ enden wird. Besteht ein grundsätzlicher Konflikt zwischen einer immobilienbezogenen und einer finanzwirtschaftlichen Betrachtungsweise? Verlangt eine Rückbesinnung auf immobilienbezogene Fragestellungen gar eine Abkehr von der finanzwirtschaftlichen Perspektive?

Der Markt als Regulativ

Die betriebliche Finanzwirtschaft ist weder als akademische Disziplin und schon gar nicht in ihrer praktischen Anwendung ein monolithischer Block. Auch unter Finanzanalysten gibt es unterschiedliche Positionen, bei denen sich zwei Hauptrichtungen unterscheiden lassen. Vertreter der einen Richtung gehen von effizienten Kapitalmärkten aus und nehmen daher an, dass der für eine Immobilie erzielbare Preis auch dem jeweiligen Wert entspricht.

Investoren, die dieser Richtung anhängen, befassen sich folglich primär mit Portfoliomanagement zur optimalen Diversifikation. Denn wenn es keinen Unterschied zwischen Wert und Preis geben kann, weil – so die Grundannahme – die Märkte effizient sind, dann lässt sich eine Vermögensposition nur verbessern, indem man das Portfolio optimal

diversifiziert. Es geht also um die Vernichtung aller unsystematischen Risiken in einem Portfolio. Eine profunde Analyse der einzelnen Immobilien steht dann nicht zwingend im Vordergrund. Vertreter dieser Richtung sind regelmäßig transaktionsorientiert und die dominante Spezies nicht nur auf dem deutschen Immobilienmarkt, sondern auch an der Wall Street.

Das Thema auf der EXPO REAL 2007
Dienstag, 9. Oktober 2007
EXPO REAL FORUM
Halle B3
11.00 bis 11.50 Uhr

Investititionsstrategien
Portfolio Compositions:
In welche Segmente und Standorte wird investiert?

Detaillierte Informationen zum Programm finden Sie unter www.exporeal.net

Die andere Richtung ist das so genannte Value-Investing, das ursprünglich von Benjamin Graham entwickelt wurde und dessen renommiertester Vertreter derzeit Warren Buffett ist. Investoren, die aus dieser Schule kommen, gehen davon aus, dass Wert und Preis einer Immobilien (oder eines Unternehmens) keineswegs identisch sein müssen. Vielmehr ergibt sich der Wert eines Vermögensgegenstands aus dem Barwert aller künftigen Zahlungen, die vom Vermögensgegenstand selbst ausgehen. Dabei wird bewusst der mögliche Verkaufspreis des Vermögensgegenstandes bei einer späteren Desinvestition aus der Kalkulation ausgeschlossen.

Terminologisch gelten Anleger, die sich bei Investitionsentscheidungen auf die Zahlungen aus dem Vermögensgegenstand selbst beziehen, als Investoren, während Investments, bei denen der spätere (gewinnträchtige) Verkauf des Vermögensgegenstands in die Kalkulation mit einfließt, als spekulativ bezeichnet werden. Value-Investoren sind folglich langfristig ausgerichtet und nicht transaktionsorientiert.

Eine zweite finanzwirtschaftliche Sichtweise bevorzugt das so genannte Value-Investing. Hier steht nicht die steuerliche und finanztechnische Optimierung des Investments im Vordergrund, sondern der Investmentgegenstand selbst. Er muss einen „Goodwill" aufweisen. Bei Immobilien entspricht diesem Goodwill die Lage-Rente.

Ziel von Value-Investoren ist es folglich, „gute" Immobilien (oder Unternehmen) zu kaufen, diese zu pflegen und zu behalten. „Gut" ist eine Immobilie oder ein Unternehmen, wenn sie/es langfristig eine hohe Verzinsung des Eigenkapitals aufgrund einer strategischen Marktstellung versprechen. Warren Buffett selbst kauft gern Unternehmen, die buchhalterisch einen „Goodwill" aufweisen, bei denen der Wert (nicht notwendigerweise der Preis) über dem Buchwert des Eigenkapitals liegt. Bezieht man es auf Immobilien, so lohnen sich insbesondere solche, die über hohe Bodenwertanteile verfügen, sich also in 1a-Lagen befinden. Denn dann ist der Anteil der wirtschaftlichen Abschreibung des Gebäudes bezogen auf die Gesamtinvestition am geringsten. Nach Warren Buffett sind bei einer Investitionsrechnung vom Cashflow eines Unternehmens nicht die planmäßigen steuerlich oder handelsbilanziell bedingten Abschreibungen abzuziehen, sondern jene Aufwendungen, die notwendig sind, um den Kapitalstock wirtschaftlich nachhaltig aufrecht zu erhalten. Der „Goodwill" nutzt sich im Gegensatz zum physisch gebundenen Kapital nicht ab, so wie analog wirtschaftlich im Zeitablauf nur das Gebäude, nicht aber das Grundstück an Wert verliert.

Die Immobilie im Mittelpunkt

Das, was Value-Investoren „strategische Marktposition" nennen und in der Terminologie der Mikroökonomik auch als monopolartige Marktstellung bezeichnet werden kann, entspricht in der Immobilienwirtschaft jener Erscheinung, die ursprünglich von Johann Heinrich von Thünen als Lage-Rente erkannt wurde und die in der zweiten Hälfte des 20. Jahrhunderts in William Alonsos Stadtmodell als Central Business Distrikt (CBD) erfasst worden ist. Die beschränkte Duplizierbarkeit von Standorten ist die Voraussetzung für eine reale Wertentwicklung von Immobilien in Wachstumsprozessen.

Immobilieninvestoren, die eine Anlagepolitik nach den Prinzipien des Value-Investing verfolgen, werden sich also zunächst mit der Immobilie selbst und mit ihrer nachhaltigen Ertragskraft befassen. Value-Investoren analysieren primär die Nutzung von Flächen. In der Regel sind Menschen die Nutzer von Immobilien und müssen daher im Mittelpunkt der Überlegungen stehen. Andere Fragen wie jene der steuerlichen oder finanzwirtschaftlichen Optimierung sind zwar auch wichtig, aber nachrangig. Je reifer und wettbewerbsfähiger ein Immobilienmarkt ist, desto stärker müssen die Bedürfnisse der Nutzer im Vordergrund stehen. Ziel muss es daher sein, die richtigen Gebäude mit dem passenden Service an den richtigen Standorten zu haben.

Doch welche Richtung, das portfoliobezogene oder das Value-Investing, ist nun die richtige? Die überraschende Antwort lautet: beide. Denn wenn alle Marktteilnehmer an die Effizienz des Marktes glauben und diese voraussetzen, aber nicht erzeugen, kann der Markt gar nicht effizient sein. Wenn umgekehrt alle Marktteilnehmer nach den Prinzipien des Value-Investing handeln, wäre der Markt sehr effizient und ließen sich nur mittels Portfoliomanagement Werte schaffen. Sollten also künftig wieder stärker immobilienwirtschaftliche Aspekte in den Vordergrund rücken, bedeutet das keine Abkehr von der finanzwirtschaftlichen Sichtweise, sondern lediglich eine notwendige Ergänzung zur portfoliotheoretischen Betrachtung. ■

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS

DER G-REIT UND SEINE BRÜDER

Die Einführung von REITs in Deutschland war ein langer Prozess. Er erforderte politische Kompromisse, die nicht unumstritten sind. Doch wo liegen die Unterschiede zu anderen europäischen und zu den REITs der USA?

Von Fraser Hughes und Dr. Marcus Cieleback

Der erste Real Estate Investment Trust REIT wurde 1960 in den USA eingeführt, doch dauerte es noch bis in die frühen 90er-Jahre, bevor der US-REIT in Schwung kam. In Europa waren die Niederländer die ersten, die 1969 mit Fiscale Beleggings Instellingen FBI eine eigene REIT-Struktur entwickelten. Heute haben weltweit 25 Länder REIT-Strukturen eingeführt – darunter nach langen Diskussionen auch Deutschland. Was diesen G(erman)-REIT auszeichnet und wie er sich in das globale REIT-Universum einfügt, soll hier im Vergleich mit den Niederlanden, Frankreich und Großbritannien sowie den USA beleuchtet werden.

Ein genereller Unterschied besteht in den Grenzen, bis zu der ein einzelner Investor Anteile an einem REIT halten darf. Diese Begrenzung soll sicherstellen, dass die Eigentümer des REIT eine möglichst breite Gruppe von Anlegern sind. Frankreich hat erst vor kurzem das Maximum der Anteile, die ein Gesellschafter halten darf, auf 60 Prozent verringert, nachdem sich in den vergangenen Jahren vor allem spanische Investoren auf der Suche nach einem möglichst steuergünstigen Weg, auf dem französischen Markt aktiv zu werden, in die SIICs (die französische Variante des REIT) eingekauft haben. Der G-REIT versucht, diese Möglichkeit von vornherein auszuschließen, indem kein einzelner Anleger mehr als zehn Prozent der Stimmrechte auf sich vereinigen darf. In Großbritannien darf ein REIT keine „geschlossene" Gesellschaft sein, was in den USA noch genauer festgelegt ist: Hier muss ein REIT 100 und mehr Eigentümer haben und dürfen keine fünf Einzelpersonen zusammen mehr als 50 Prozent der Anteile besitzen.

Bei den erlaubten Aktivitäten gilt für alle REIT-Strukturen gleichermaßen, dass Geschäftsgegenstand das Erträge produzierende Immobilieneigentum ist. Mit anderen Worten: Der Prüfung unterliegen sowohl die Erträge als auch die Assets selbst. In den USA müssen beide Komponenten nachgewiesen werden. In den Niederlanden darf ein FBI nur Bestandsobjekte umfassen, Projektentwicklungen gelten als steuerpflichtige Tochterunternehmen, wobei Developments grundsätzlich nur für das eigene Portfolio des jeweiligen FBI zulässig sind. In Frankreich unterliegen Projektentwicklungen der Körperschaftsteuer. In Großbritannien und Deutschland gilt gleichermaßen die Regel, dass 75 Prozent der Erträge und Assets auf qualifizierte Vermögenswerte entfallen müssen.

Generell gelten für alle REITs bestimmte Einschränkungen für Fremdfinanzierungen, sei es von Seiten des Gesetzgebers oder durch den jeweiligen Markt. Hier legen zum Beispiel der niederländische FBI und der G-REIT das Gewicht auf die Kennziffern der zugrunde liegenden Immobilienwerte. Im

Das Thema auf der EXPO REAL 2007
Dienstag, 9. Oktober 2007
PLANNING & PARTNERSHIPS FORUM
Halle C3
14.00 bis 14.50 Uhr

REITs in Deutschland: Status quo und Perspektiven

Detaillierte Informationen zum Programm finden Sie unter www.exporeal.net

Immobilienaktiengesellschaften: Die Top 15 des DIMAX

Name	Marktkapitalisierung in Millionen Euro
Gagfah	5.386
IVG Immobilien	3.775
Patrizia Immobilien AG	1.069
Deutsche Wohnen AG	1.030
Deutsche Euroshop AG	968
DIC Asset AG	874
DIBAG Industriebau AG	612
Colonia Real Estate AG	583
GAG Gemeinnütz. AG f. Wohnungsbau Köln	562
Vivacon AG	520
GBWAG Bayrische Wohnungs-AG	458
GBH Grundstücks- und Baugesellschaft AG	375
TAG Tegernsee AG	304
DGAG Deutsche Grundvermögen AG	289
Hamborner AG	263

Börsenotierte Unternehmen mit großen Wohnungsportfolios

Quelle: Eurohypo RAC research, Ellwanger & Geiger; Stand: 31. 12. 2006

REITs in Europa

Land	Struktur	Eingeführt	Anzahl der REITs	Anzahl der Immobilien-aktiengesellschaften
Etablierte Märkte				
UK	REIT	Jan. 2007	13	158
Niederlande	FBI (Fiscal Investment Institution)	1969	9	5
Belgien	SICAFI (Societe d'Investissements a Capital Fixe Immobiliere)	1990 – 1995	14	32
Frankreich	SIIC (Societes d'Investissements Immobiliers Cotees)	2003	27	48
Italien	REIT	Juli 2007	0	14
Deutschland	G-REIT	2007	0	92
Aufstrebende Märkte				
Bulgarien	REIT	2004	19	1
Türkei	REIT Real (Estate Investments Trusts Gayrimenkul Yatirim Ortakligi)	1998	11	1
Griechenland	REMF (Real Estate Mutual Fund)	1999	2	5

Quelle: AME Capital/Bloomberg; Stand: Sommer 2007

Falle des FBI beträgt die Kennziffer 60 Prozent des steuerlichen Buchwertes, während der G-REIT vom NAV (Net Asset Value) ausgeht. In Großbritannien müssen REITs sicherstellen, dass ihre Finanzierungskennziffer größer als 1,25 ist. In den USA gibt es zwar diese Restriktionen nicht, doch straft hier der Mark REITs ab, bei denen die Fremdfinanzierung einen Anteil von 35 bis 45 Prozent überschreitet.

Eines der grundsätzlichen Kriterien eines REIT ist die Verpflichtung, die Gewinne an die Anteilseigner ganz oder zumindest zum größten Teil auszuschütten. Diese Ausschüttungsverpflichtung variiert zwischen 80 und 100 Prozent. Allerdings gibt es gewisse Unterschiede bei der Einschätzung dessen, was ausgeschüttet werden muss. In den meisten Ländern richtet sich die Ausschüttung nach den jeweiligen Mieteinnahmen, während Kapitalerträge durchaus unterschiedlich gehandhabt werden. So müssen beispielsweise SIICs in Frankreich auch 50 Prozent der Kapitalerträge ausschütten, in Großbritannien dagegen besteht diese Verpflichtung nicht.

Stimmt ein REIT mit den jeweiligen Bestimmungen über die Assets überein, ist er generell von der Körperschaftssteuer befreit. Darüber hinaus gibt es in manchen Ländern auch Bestimmungen, wie lange die Immobilien gehalten werden müssen. So muss ein REIT in Großbritannien, der ein Projekt verkauft, das er weniger als drei Jahre gehalten hat, eine bestimmte Gebühr bezahlen. Alle der hier betrachteten REITs unterliegen der Quellensteuer, wobei die europäischen REITs die Doppelbesteuerungsabkommen nutzen können.

Für die neuen REITs in Europa ist eine Umwandlungsgebühr fällig. Frankreich führte eine Exit Tax ein, bei der die aufgedeckten stillen Reserven nur dem halben Körperschaftssteuersatz unterliegen. Die britische Regierung folgte entsprechend 2007 mit einer zweiprozentigen Umwandlungsgebühr auf die qualifizierten Vermögenswerte. In Deutschland wiederum unterliegen nur 50 Prozent der aufgedeckten stillen Reserven von Immobilien, die bis 31. Dezember 2009 in einen REIT überführt werden, der Körperschafts- und Gewerbesteuer. Ein US-amerikanisches Unternehmen kann sich ohne steuerliche Auflagen in einen REIT umwandeln, muss dafür aber bei jedem Immobilienverkauf innerhalb von zehn Jahren nach der Umwandlung die Gewinne versteuern. Der niederländische FBI bietet keine Vorzugskonditionen bei einer Umwandlung.

Für Investoren, die auf dem deutschen Markt aktiv werden wollen, bietet die Einführung des G-REIT eine neue Möglichkeit des indirekten Investments. Allerdings bietet der G-REIT von Gesetzes wegen nicht das ganze Spektrum der Investmentmöglichkeiten: Der G-REIT darf nicht oder nur sehr begrenzt in deutsche Wohnungsportfolios investieren.

Dieser politische Kompromiss ergibt aus wirtschaftlicher Sicht wenig Sinn. Betrachtet man die entsprechend ihrer Marktkapitalisierung 15 größten Immobilienaktiengesellschaften des DIMAX, so halten neun dieser Unternehmen beachtliche Wohnungsportfolios oder sind ganz und gar auf Wohnimmobilien spezialisiert. Sie sind gleichsam der Beweis dafür, dass es auch ohne G-REIT einen Weg an die Börse gibt. Ebenso ist die Gagfah ein Beispiel dafür, wie über eine ausländische Holding ein „Quasi-REIT" mit deutschen Wohnimmobilien geschaffen werden kann. Auch der Weg über eine ausländische Börse ist möglich. Für den deutschen Kapitalmarkt jedoch kann das alles keine Lösung sein. ■