Ramon Sotelo

REITs als Anlagevehikel für Hotelimmobilien

Inhalt

1 Einleitung

2 Historie und Erfolg von REITs als Anlagevehikel

3 REITs, offene Immobilienpublikumsfonds und offene Immobilienfonds

4 REITs als Nettokäufer und -verkäufer von Hotelimmobilien

1 Einleitung

Real Estate Investment Trusts (REITs) haben in den letzten Jahrzehnten als Vehikel für Immobilieninvestitionen ausgehend von der Entwicklung in den Vereinigten Staaten international an Bedeutung gewonnen. Nach der frühen Einführung von REITs in Frankreich, folgte die Einführung von REITs zum 01.01.2007 in Großbritannien und Deutschland.

Theoretische empirisch validierbare Überlegungen, zeigen, dass sich REITs ganz besonders für die Finanzierung von verwaltungsintensiven Immobilien eignen. REITs erbringen – wie andere Anlagevehikel auch – Dienstleistungen gegenüber den Anlegern. Der Art der Dienstleistung nach, kann zwischen immobilienbezogenen und portfoliobezogenen Dienstleistungen unterschieden werden. Traditionell dominiert in Deutschland der offene Immobilienfonds den Markt indirekter Immobilienanlagevehikel mit hoher Fungibilität für den Endanleger. Während offene Immobilenfonds sowohl immobilien- wie auch portfoliobezogene Dienstleistungen erbringen, fokussieren sich REITs regelmäßig auf bestimmte Nutzungsarten und/oder Regionen und erbringen folglich primär eine immobilienbezogene Dienstleistung.

Da Hotels sehr managementlastig sind, können REITs bei der Finanzierung von Hotels – wie auch bei Einzelhandelsimmobilien – eine besondere Rolle spielen. Im Zuge der Hotelirisierung der gesamten Immobilienwirtschaft nimmt die Bedeutung von REITs auch insgesamt zu.

2 Historie und Erfolg von REITs als Anlagevehikel

Real Estate Investment Trusts (REITs) wurden in den USA im Jahre 1961 eingeführt. Ursprünglich sollten REITs – so wie auch die bereits 1957 in Deutschland gesetzlich verankerten offenen Immobilienfonds – als Immobilienanlagevehikel für private Kleinanleger dienen, weswegen ein sehr hartes Streubesitzkriterium, die so genannte 5/50-Regel vorgeschrieben wurde. 5/50 bedeutete, dass nicht mehr als 50 % des Kapitals von fünf oder weniger Investoren gehalten werden darf. REITs sind steuertransparent, werden also auf der Ebene der Gesellschaft nicht besteuert.

Um trotzdem eine Besteuerung der Gewinne sicher zu stellen, sind REITs in den USA verpflichtet, mindestens 95 % des Gewinns an die Anleger auszuschütten. Diese Ausschüttungen werden schließlich von den Anlegern zu ihrem persönlichen Grenzsteuersatz versteuert. Voraussetzung für die steuerliche Anerkennung als REIT ist die Konzentration auf das Immobiliengeschäft. So müssen 75 % der Erlöse aus Immobilien stammen. Dies können Mieten und Zinsen oder Erlösen – nach bestimmen Haltefristen – aus Immobilienverkäufen sein.

Die relevante Marktentwicklung der REITs begann erst Jahrzehnte später (siehe Abbildung 1), nachdem die Regulierungen den Anforderungen institutioneller Investoren Rechnung trugen. So hebt der Omnibus Reconcilation Act de facto das harte Streubesitzkriterium auf: Die 5/50-Regel wird bei institutionellen Anlegern (insbesondere Pensionskassen und Aktienfonds) nicht mehr auf den institutionellen

Investor, sondern auf die vielen Anleger, die ihr Geld beim institutionellen Investor angelegt haben, bezogen. Tatsächlich hat sich der REIT zum Vehikel für die institutionellen und nicht als solches der Kleinanleger entwickelt. In den U.S.A. besteht für REITs von Anfang an eine Wahlfreiheit bezüglich der Börsennotierung. Eine Reihe von weiteren Änderungen waren Voraussetzung für den Erfolg von REITs: so die Schaffung der Möglichkeit eines internen Managements sowie die der steuerneutralen der Einbringung von Immobilien mit UP-REIT- und Down-REIT-Konstruktionen.

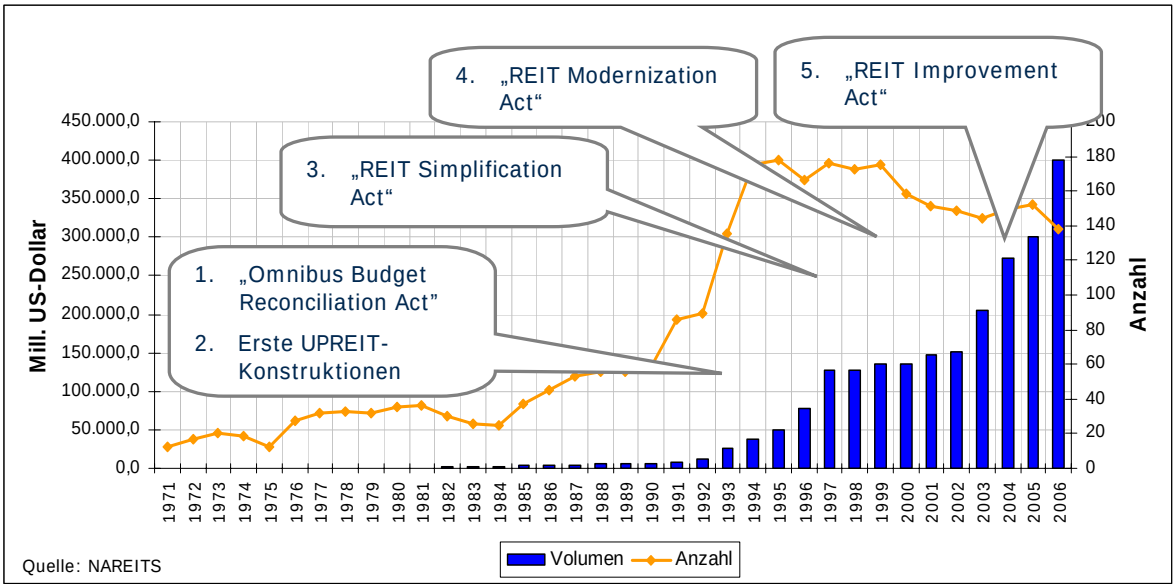


Abb. 1: Entwicklung von REITs in den USA (Quelle: NARIET, eigene Darstellung)

REITs haben sich im Laufe der Zeit jeweils auf bestimmte Nutzungsarten und Regionen spezialisiert. Nur ca. 7 % aller REITs sind bezüglich der Nutzungsart breit diversifiziert. 93 % der REITs sind themenorientiert investiert und verfügen folglich im Bereich der jeweiligen Nutzungsart über ihre Kernkompetenz. REITs sind insbesondere bei verwaltungsintensiven Immobilien – wie bei Einkaufszentren und in der Hotellerie – relativ stark vertreten.

Der Erfolg der REITs ist auch ein Reflex der international zu beobachtenden Tendenz von Anlegern, Immobilieninvestitionen nicht in direkter, sondern in indirekter Form zu realisieren. Die indirekte Investition mittels Anlagevehikeln, hat gegenüber der direkten eine Reihe von Vorteilen:

- Der Anleger muss sich nicht mit der einzelnen Immobilie befassen, vielmehr leistet das Anlagevehikel alle immobilienbezogenen Dienstleistungen (Erwerb, Verwaltung, Bewirtschaftung etc.) für den Anleger.
- Die indirekte Immobilieninvestition kann – wie im Falle des REIT – selbst fungibler als die Direktanlage sein und
- bei Bewertung der REITs an Börsen kann der Anleger zudem eine glaubhafte Bewertung der Anteile am Börsenpreis ablesen.

3 REITs, offene Immobilienpublikumsfonds und offene Immobilienfonds

In Deutschland haben die offenen Immobilienpublikumsfonds die Rolle des fungiblen indirekten Immobilienanlagevehikels übernommen. Auch der bereits 1957 eingeführte deutsche offene Immobilienfonds hat sich erst zu Beginn der neunziger Jahre als Anlageprodukt durchsetzen können.

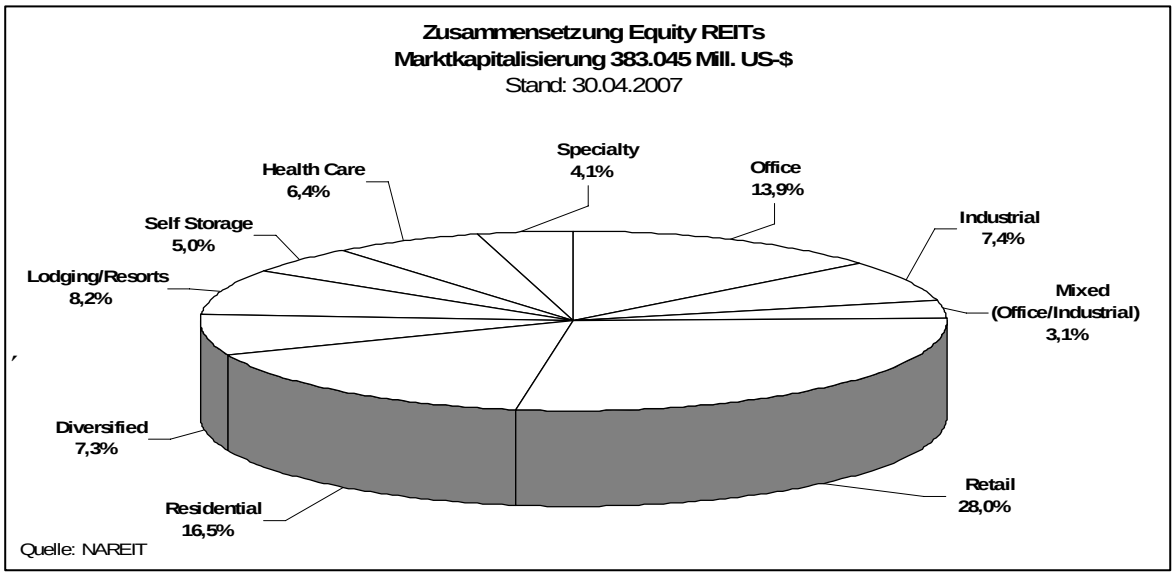


Abb. 2: Zusammensetzung Equity REITs nach Nutzungsarten in den USA (Quelle: NARIET)

Abbildung 3 zeigt deutlich, dass die Entwicklungen der REITs in den USA und der offenen Immobilienfonds in Deutschland trotz völlig unterschiedlicher Konstruktion relativ parallel verlaufen sind. Erst mit der Krise der offenen Immobilienpublikumsfonds im Jahre 2004 ist die Parallelität der Entwicklung unterbrochen worden. Vor Ausbruch dieser Krise und auch unabhängig von ihr stellte sich die Frage, ob wir in Deutschland REITs einführen sollten oder, ob sich nicht ein Export des offenen Immobilienfonds als Produkt in andere Länder anbietet. Beides ist geschehen: Deutschland führt neben den offenen Fonds REITs ein und z. B. auch Frankreich hat parallel zu den REITs noch offene Immobilienfonds eingeführt.

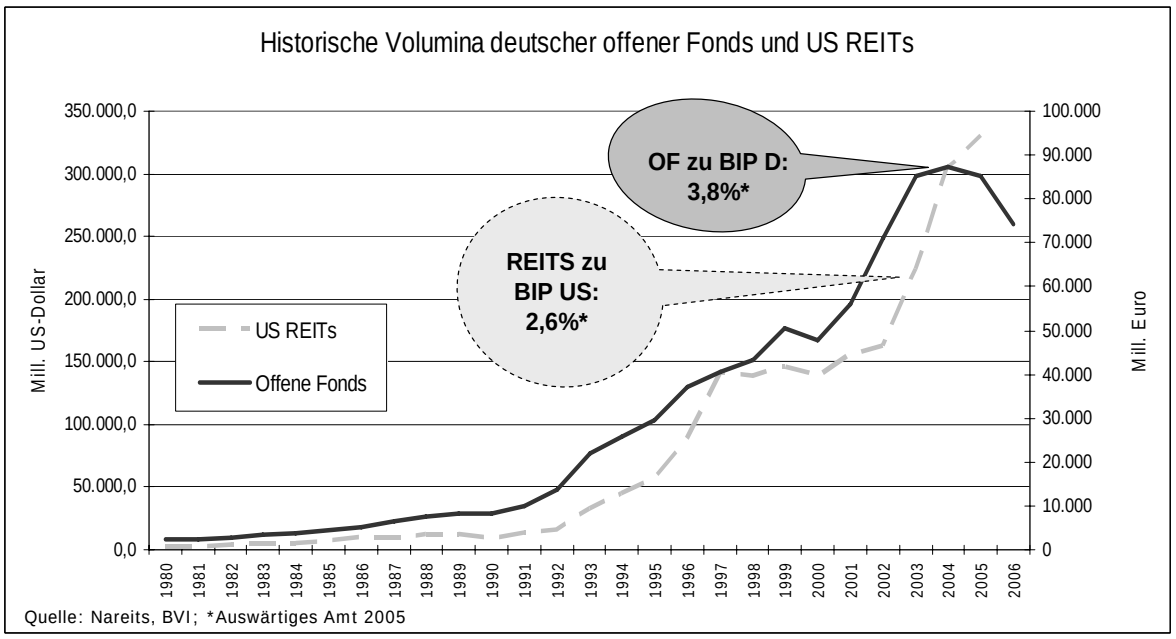


Abb. 3: Entwicklung der US-REITs und der deutschen offene Immobilienpublikumsfonds im Vergleich (Quelle: NAREITs, BVI, Knoflach)

Beim offenen Immobilienfonds – die primäre Rechtsgrundlage ist das Investmentgesetz (InvG) – zahlen Anleger in ein Sondervermögen ein, welches von einer der Bankenaufsicht unterliegenden Kapitalanlagegesellschaft (KAG) verwaltet wird. Die KAG hat bei der Anlage des Geldes in Immobilien die Vorschriften des InvG einzuhalten, die primär auf die Vermeidung (Investitionen in Ertragsobjekte), Vernichtung (Verpflichtung zur Diversifikation) und Beschränkung von Liquiditätsrisiken (Mindestliquiditätsregeln, Regeln über die Fungibilität von Vermögensgegenständen) ausgelegt sind. Die Ermittlung der Verkehrswerte der gekauften und gehaltenen Objekte obliegt dem Sachverständigenausschuss, der aus unabhängigen Grundstückssachverständigen zusammengesetzt ist. Auf der Grundlage dieser ermittelten Werte sowie der Bewertung des weiteren Vermögens, ermittelt die Depotbank börsentäglich den Wert des einzelnen Anteils.

Konstituierend für den offenen Publikumsfonds ist einerseits die fehlende Mitbestimmung der Anleger bei den Investitionsentscheidungen der KAG sowie das grundsätzliche Recht der Anleger, Anteile am Fonds (genannt Zertifikate) täglich auf der Grundlage der ermittelten Werte dem Fonds anzudienen und aus dem Sondervermögen hierfür liquide Mittel zu erhalten. Offene Immobilienfonds leisten über die immobilienbezogene Dienstleitung hinaus eine portfoliobezogene Dienstleistung für den Anleger, insofern sie Investitionen in unterschiedliche Immobiliennutzungsarten und -regionen zur Diversifikation vornehmen.

Offene Immobilienfonds sind nur sehr eingeschränkt in der Lage, themenorientiert zu investieren, da Portfolioumschichtungen der Anleger dann umgehend zu Liquiditätsabflüssen bei den Fonds führen, die von den KAGs aufgrund der geringen Fungibilität der Immobilien im Gegensatz zur täglichen Fälligkeit der Zertifi-

kate (Prinzip der Fristentransformation) nicht hinreichend schnell aufgefangen werden können.

Ein offener Immobilienpublikumsfonds, der auf Hotels fokussiert wäre, sollte eine praktisch nicht mögliche Finanzierung sein, zumindest solange das Prinzip der täglichen Rückgabemöglichkeit der Zertifikate gegeben ist. Ist ein offener Fonds thematisch diversifiziert, werden Anleger nicht zur Wahl eines anderen Themas (Nutzungsart oder Investitionsregion) in den Fonds investieren oder desinvestieren. Gerade Kleinanleger fragen vielmehr die portfoliobezogene Dienstleistung des offenen Immobilienfonds nach. Umgekehrt fragen institutionelle Anleger primär die immobilienbezogenen Dienstleistungen nach, möchten jedoch regelmäßig die portfoliobezogenen Dienstleistungen selbst erbringen und sind auch nicht bereit, für diese Gebühren zu entrichten.

Während also der Erfolg der US-REITs mit der Öffnung des Vehikels für institutionelle Anleger – diese halten heute ca. 70 % der US-REITs – verbunden war, ist die Krise der deutschen offenen Publikumsfonds auch mit der Annahme von eher kurzfristigen Anlagegeldern institutioneller Anleger verbunden. Offene Immobilienfonds und REITs unterscheiden sich im Ergebnis dadurch, dass letztere nur die immobilienbezogene, erstere zusätzlich die portfoliobezogene Dienstleistung erbringen und damit sind offene Immobilienfonds primär ein Anlageprodukt für Kleinanleger und REITs eines für institutionelle Anleger.

Offene Immobilienpublikumsfonds und REITs stehen folglich nicht direkt im Wettbewerb, sondern ergänzen sind wechselseitig: REITs können ein sinnvolles Anlagevehikel für offene Immobilienfonds werden, weil die Kernkompetenz der offenen Fonds die portfoliobezogene Dienstleistung ist und der Aufbau einer Kernkompetenz in allen relevanten Nutzungsarten weltweit eine Kontradiktion darstellt; weil offene Fonds nicht in allen Nutzungsarten weltweit Kernkompetenz aufbauen können, sollten themenfokussierte REITs zu geeigneten Investitionsvehikeln für die offenen Immobilienfonds werden können. Zudem ist ein effektives Portfoliomanagement für offene Immobilienfonds via REITs wesentlich leichter als mittels Direktanlagen, da sowohl die Transaktionskosten als auch die jeweiligen Mindestinvestitionsvolumina geringer sind.

4 REITs als Nettokäufer und -verkäufer von Hotelimmobilien

Angestoßen von der Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) wird die Diskussion um die Einführung von REITs in Deutschland seit 2003 geführt. Wenngleich ein REIT kein Bank-, sondern ein Immobilienprodukt ist, fand die Diskussion um die Einführung und Gestaltung des REITs primär in Finanzkreisen – die Bundesregierung wird durch das Bundesministerium der Finanzen (BMF) vertreten – statt. Dies mag auch ein Grund sowohl für die Ausgestaltung des REITs als auch für die ablehnende Haltung von Teilen der traditionellen deutschen Wohnungswirtschaft und des Deutschen Mieterbunds sein. Der derzeitige Entwurf sieht einen deutschen REIT in der Rechtsform der Aktiengesellschaft vor, der komplett von der Körper-

schafts- und Gewerbesteuer befreit ist, 90 % der Gewinne an die Aktionäre ausschütten muss, die diese voll, d.h. nicht im Halbeinkünfteverfahren versteuern müssen. 75 % des Vermögens sowie 75 % der Erträge müssen Immobilien sein bzw. von Immobilien stammen. 50 % des Immobilienvermögens darf in fünf Jahren umgeschichtet werden. REITs müssen börsennotiert sein, sogenannte Private REITs bzw. Non-Listed-REITs sind folglich nicht zulässig und REITs dürfen nicht in Wohnimmobilien investieren.

Anlagevehikel unterscheiden sich nach dem jeweiligen Handlungsspielraum, welche die Anleger der Verwaltung mittels des Vehikels einräumen. Im Falle der offenen Immobilienfonds ist der Handlungsspielraum durch die Regulierungen des InvG beschränkt und REITs erfahren die Beschränkung des Handlungsspielraums durch die steuerlichen Bestimmungen. Hedge-Fonds sowie Private-Equity-Fonds verfügen über einen sehr weiten Handlungsspielraum. Der von den Anlegern eingeräumte höhere Handlungsspielraum ist für diese mit erhöhten Risiken verbunden, weswegen Anleger bei diesen Vehikeln eine dementsprechend höhere Rendite erwarten. Der Handlungsspielraum eines Investitionsvehikels ist folglich für die Kapitalkosten determinierend. Abbildung 4 zeigt diesen Zusammenhang auf.

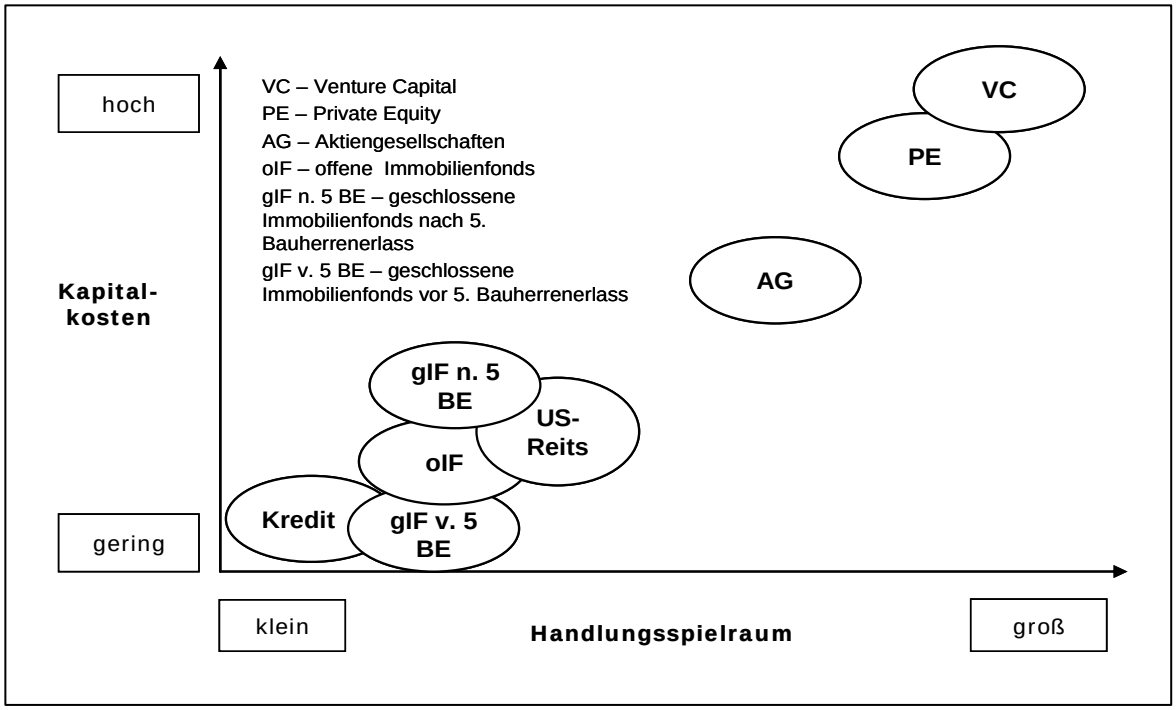


Abb. 4: Zusammenhang zwischen Handlungsspielraum umd Kapitalkosten (Quelle: Eigene Darstellung)

Das Finanzierungspostulat lautet also wie folgt: Reduziere so weit wie möglich den Handlungsspielraum eines Finanzierungsvehikels zur Minimierung der Kapitalkosten. Oder anders: Der vom Vehikel gebotene Handlungsspielraum soll von den Agenten voll ausgenutzt werden, bezahlt wird er sowieso. Schließlich folgt hieraus auch: Trenne geschäftliche Aktivitäten, die jeweils einen unterschiedlichen Hand-

lungsspielraum benötigen und: Passe den Handlungsspielraum über den Zeitverlauf stets an die Notwendigkeiten an. Der Handlungsspielraum ist damit die Kategorie, mit welcher erklärbar wird, wieso eigentlich Eigenkapital – unabhängig von den finanzierten Aktiva – teurer als Fremdkapital ist.

Offene Immobilienfonds haben in der Vergangenheit praktisch gar nicht in Wohnungsbestände investiert. Einerseits sind Wohnimmobilien verwaltungsintensiv und andererseits ist gerade bei großen Wohnportfolios außerhalb von exzellenten Wohnlagen nur bedingt mit einer Wertentwicklung zu rechnen. Mit Ausnahme der Fonds der Difa (heute Union Investment) haben die offene Immobilienfonds auch praktisch nicht in Hotels investiert. Noch heute sind die deutschen offenen Immobilienfonds übergewichtig in Büros – der Nutzungsart geringster Verwaltungsintensität – investiert (siehe Abbildung 5).

Aufgrund des reduzierten Handlungsspielraums können REITs mit geringeren Finanzierungskosten als Private-Equity-Fonds Hotels finanzieren. REITs können sich thematisch auf Hotels konzentrieren und dabei einen Teil des Betreiber-Know-Hows in Betreibergesellschaften als nicht steuertransparente Tochtergesellschaften halten.

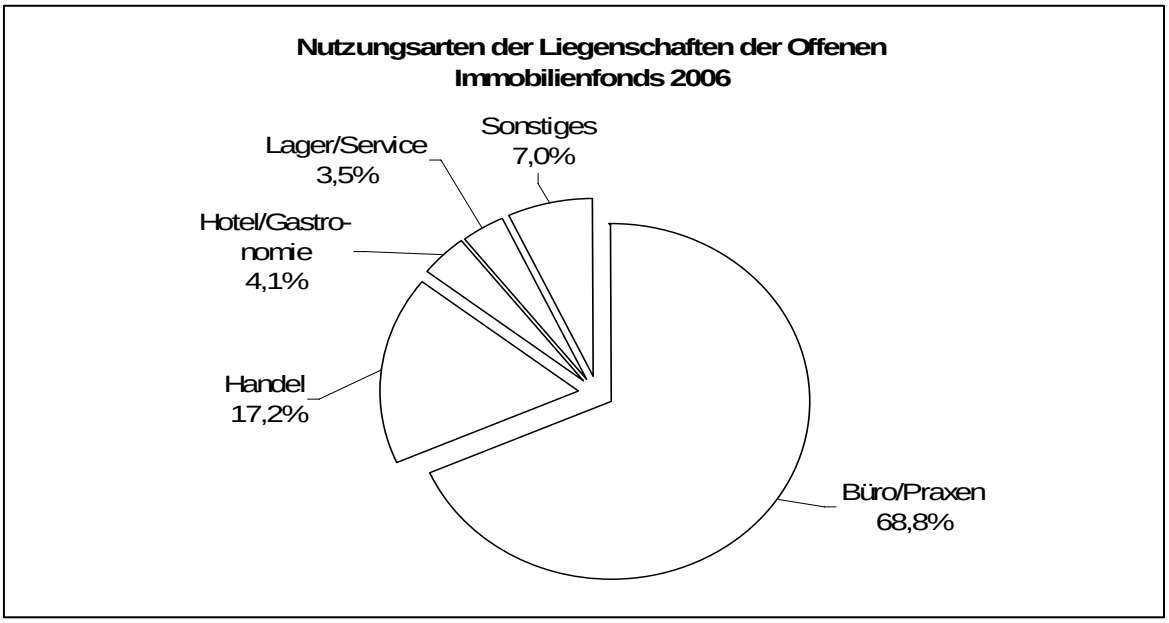


Abb. 5: Nutzungsarten der Liegenschaften der offenen Immobilienfonds (Quelle: BulwienGesa AG)

Da REITs eine Mezzaninefinanzierungsform zwischen Eigen- und Fremdkapital darstellen, können sie sich insbesondere für die Refinanzierung von Immobilienbeständen eignen, für die, beispielsweise aufgrund der Verwaltungsintensität der Handlungsspielraum des Fremdkapitals zu gering ausfällt. Für Hotelinvestitionen ist es weiterhin schwer, Fremdfinanzierungen zu erhalten. Zugleich ist die Finanzierung mit klassischem Eigenkapital häufig zu teuer, weil diese Finanzierungsform einen zu weiten Handlungsspielraum anbietet. REITs eignen sich daher be-

sonders für die Finanzierung von Hotels. Der amerikanische Markt zeigt, dass der Anteil von REIT-Investitionen deutlich stärker als der Gesamthotelmarkt gestiegen ist, wie Abbildungen 6 und 7 zeigen.

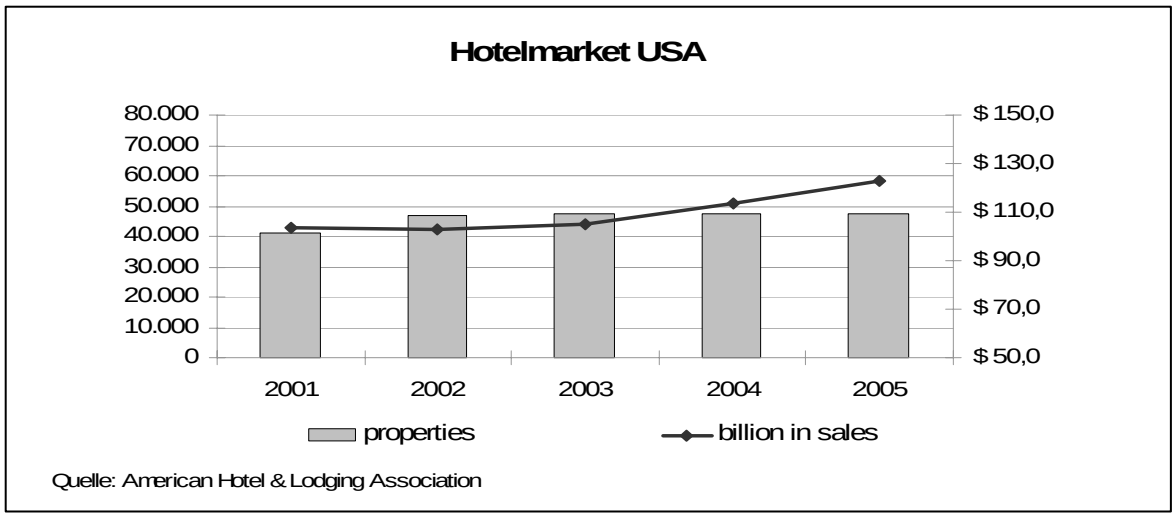


Abb. 6: Anzahl und Volumen des Hotelmarkts in den USA von 2001-2005 (Quelle: American Hotel & Lodging Association)

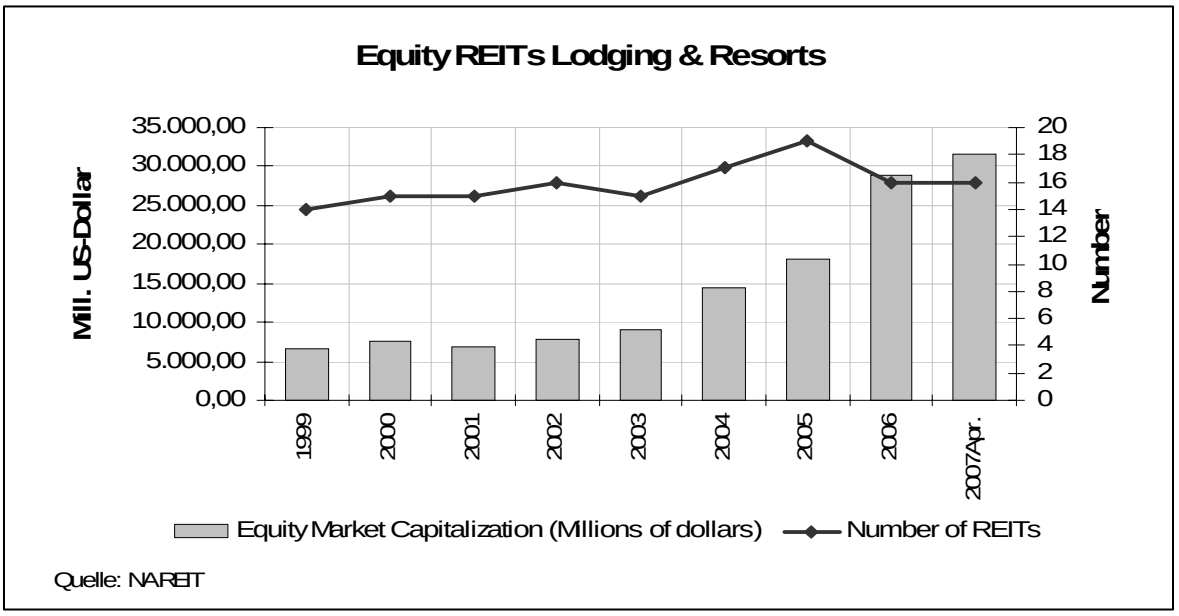


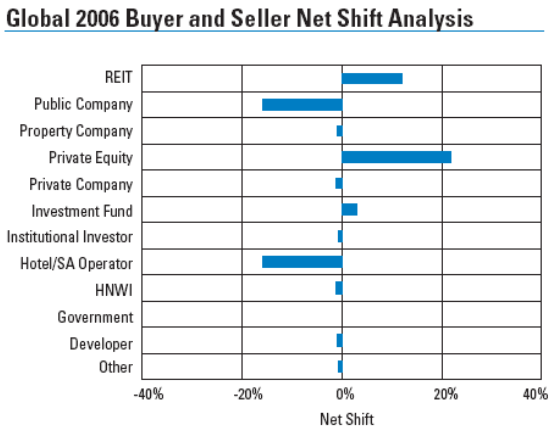
Abb. 7: Anzahl und Marktkapitalisierung von Equity REITs auf dem Bereich Lodging & Resort (Quelle: NAREIT)

Es zeigt sich auch (Abbildung 7), dass REITs insbesondere in den größeren Hotels höherer Kategorie tätig sind. Zwar finanzieren REITs nur ca. 3 % der Hotels, doch rund doppelt so viele Zimmer und rund nochmals das Doppelte an Umsatz.

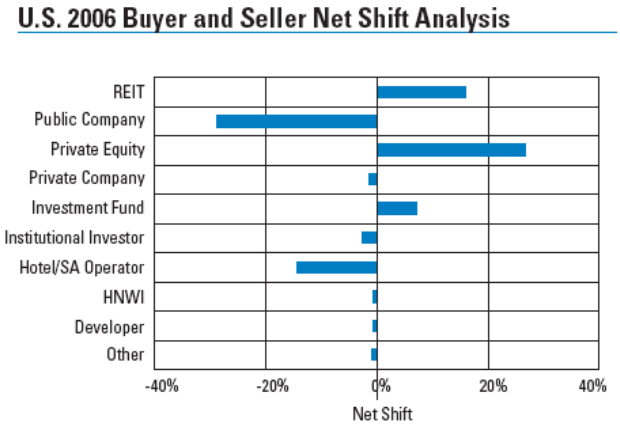
	Hotelmarkt USA ***2005***	**REITs Lodging & Resort** ***2006***	**Anteil REITs am Gesamtmarkt**
Hotels	47.590	1.328	2,79 %
Zimmer	4.402.466	248.359	5,64 %
average daily rate	$ 90,9	$ 131,7	
Occupancy percentage	63,1 %	71,9 %	
RevPar	$ 57,4	$ 93,7	
Umsatz Mrd. US-$	$ 90,9	$ 8,4	9,22 %

Tab. 1: Der Hotel-REIT-Markt als Teil des Hotelmarkts (Quelle: American Hotel & Lodging Association, NAREIT, eigene Berechnungen)

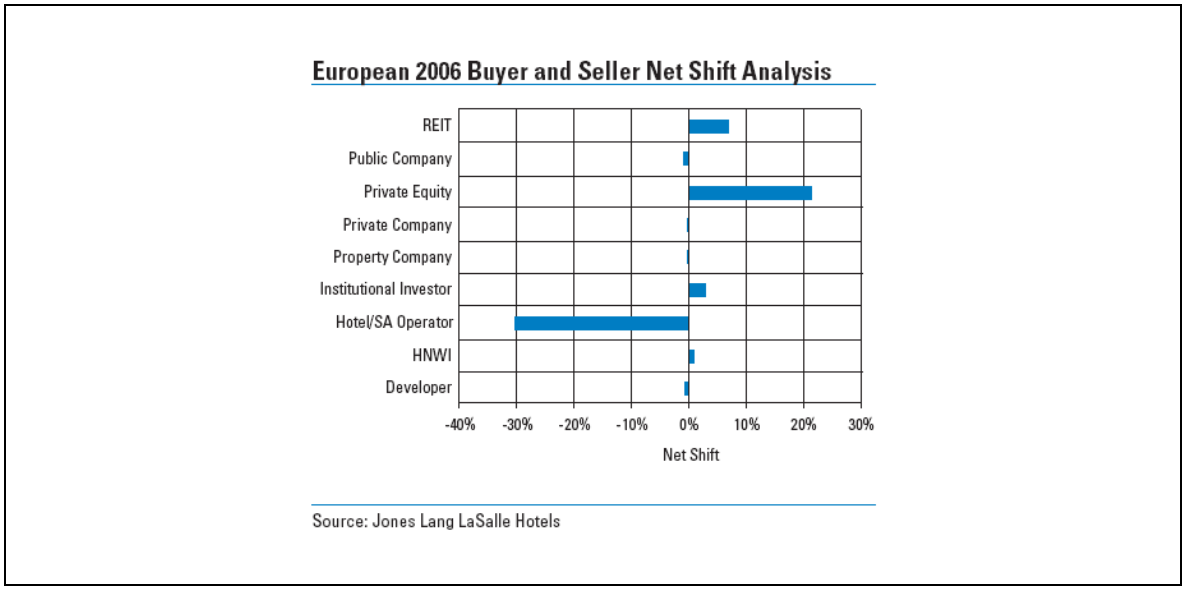
REITs sind in den letzten Jahren als Nettokäufer von Hotels international in Erscheinung getreten. Abbildung 8 zeigt die Zahlen für das Jahr 2006. Hintergrund dieser Entwicklung ist einerseits die mögliche Trennung zwischen der immobilienbezogenen und der portfoliobezogenen Dienstleistung mittels REITs, weiter die geringeren Kapitalkosten als bei Hotelbetreibergesellschaften und die Möglichkeit, spezifisches Know-how aufzubauen.



Source: Jones Lang LaSalle Hotels



Source: Jones Lang LaSalle Hotels



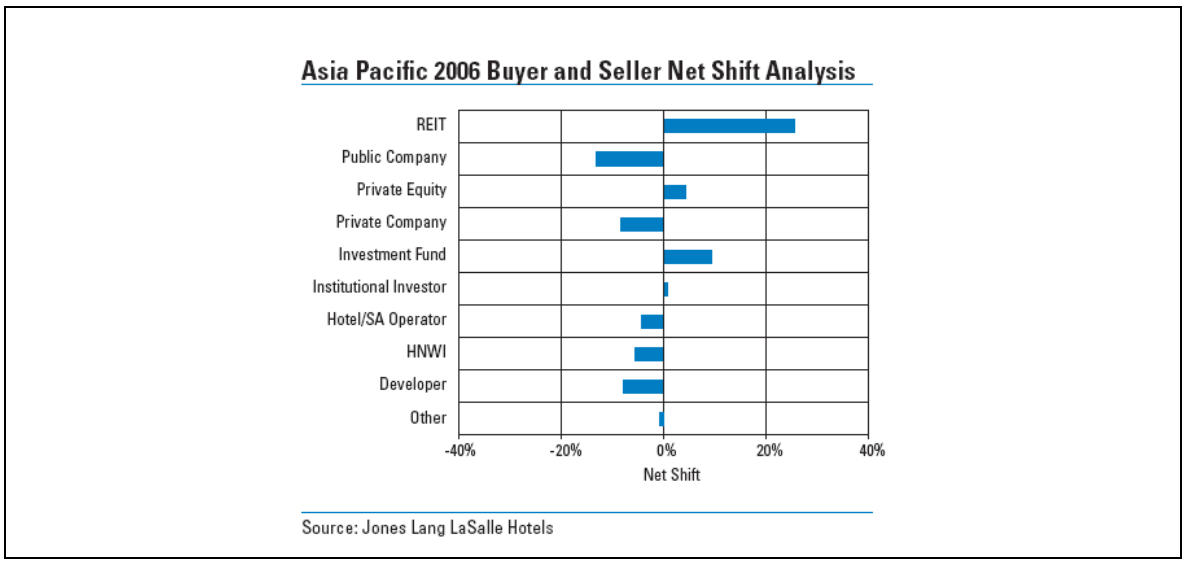


Abb. 8: Nettokäufer und -verkäufer von Hotels weltweit (Quelle: Jones Lang LaSalle Hotels)

Der Hotelmarkt selbst hat in den Vereinigten Staaten in den letzten Jahren an Bedeutung zugenommen, wie Abbildung 5 aufzeigt. Die Bedeutungszunahme des Hotelsektors geht einher mit jenem Phänomen, welches auch als Hotelisierung der Immobilienwirtschaft bezeichnet wird. Mit zunehmendem Wohlstand nimmt zum einen der Anteil der Fremdfinanzierungen bei der Finanzierung der Erträge von Immobilien zu, zugleich aber auch der Anteil der Fremdfinanzierung auf der Ebene der Nutzung von Flächen. Es wird nicht mehr die nackte Wohnung, sondern eine renovierte Wohnung mit Einbauküche bzw. Teilmöblierung vermietet. Weitere Dienstleitungen bzw. Fazilitäten, die Nutzer gemeinsam mit den Flächen nachfragen, führen zu dem, was mit „Hotelisierung der Immobilienwirtschaft“ gemeint ist. Mit der Hotelisierung der Immobilienwirtschaft wird aufgrund zunehmender Ver-

waltungsintensität die Bedeutung von REITs als immobilienbezogenes indirektes Immobilieninvestmentvehikel insgesamt zunehmen.

Company	equity market cap. 30.04.2007 in mio. $	total assets 31.12.06 in mio. $	Hotels	rooms	average daily rate in US-$	Occu-pancy percen-tage	RevPar
Host Hotels & Resorts	13.269,5	11.808,0	121	64.000	184,77	73,3 %	$ 135,46
Hospitality Pro-perties Trust	4.192,7	3.957,5	310 hotels and 146 travel centers	45.366	99,00	72,5 %	$ 71,78
LaSalle Hotel Properties	1.854,9	2.151,5	32	9.000	190,42	73,9 %	$ 140,78
Diamondrock Hospitality	1.667,2	1.819,0	21	9.797	165,27	72,8 %	$ 120,26
Sunstone Hotel Investors	1.645,3	2.760,4	53	17.333	141,28	74,4 %	$ 105,11
Strategic Hotels & Resorts	1.629,9	k.A.	20	10.006	214,81	74,3 %	$ 159,50
FelCor Lodging	1.583,0	2.583,2	83	24.000		72,6 %	$ 91,49
Ashford Hospita-lity Trust	1.394,6	2.011,9	81	15.492	112,91	75,6 %	$ 85,40
Highland Hospi-tality	1.163,4	k.A.	27	8.382	118,56	68,5 %	$ 81,09
Equity Inns	943,5	1.943,5	132	15.767			$ 72,02
Innkeepers USA	793,8	1.102,0	76	10.259	111,54	74,8 %	$ 83,45
Hersha Hospital-ity Trust Cl A	470,3	968,2	66	8,641	117,91	71,8 %	$ 84,60
Winston Hotels	432,6	540,2	53	7.205	94,10	70,2 %	$ 66,07
Eagle Hospitality Properties	235,2	k.A.	12	3.243	136,60	72,1 %	$ 98,52
Supertel Hospi-tality	153,4	202,1	88	6.777	55,18	63,3 %	$ 34,92
MHI Hospitality	70,7	k.A.	7	1.723	101,90	67,7 %	$ 68,96
	31.500,2	**31.847,5**	**1.328**	**248.359**	**131,73**	**71,9 %**	**$ 93,71**

Tab. 2: Der Hotel-REIT-Markt als Teil des Hotelmarkts (Quelle: American Hotel & Lodging Association, NAREIT, eigene Berechnungen)

Literatur

Becker, Martin / Bone-Winkel, Stephan / Sotelo, Ramon / Väth, Arno: Real Estate Investment Truts, in: Handbuch Immobilien Portfoliomanagement, Prof. Dr. Karl-Werner Schulte, Prof. Dr. Matthias Thomas (Hrsg.), Köln 2007, S. 509-524.

Becker, Martin / Bone-Winkel, Stephan / Meitner, Matthias / Schäfer, Anne / Sotelo, Ramon / Väth, Arno / Westerheide, Peter: Real Estate Investment Trusts (REITs) – Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für Bundesministeriums der Finanzen, Berlin. Mannheim 2005.

ERNST&YOUNG (2006): Die Einführung des deutschen Real Estate Investment Trust (GREIT) – Aktuelle Entwicklungen, Eschborn.

IFD – Initiative Finanzstandort Deutschland (2006b): Warum Deutschland den G-REIT braucht, Frankfurt am Main.

IW (2006): Der deutsche REIT – Grundzüge und steuerpolitischer Anpassungsbedarf, in: IW-Trends – Vierteljahresschrift zur empirischen Wirtschaftsforschung aus dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln, 33. Jg., Heft 1/2006.

MURPHY, Devin (2004): REITs – A Great American Invention, Präsentation im Rahmen der gif/ERES-Veranstaltung: Die Einführung von REITs in Deutschland – der europäische Kontext, 15.10.2004, Frankfurt am Main.

PFEFFER, Tobias (2005): Efficient Real Estate Asset Allocation − Do sector-specific REITs outperform diversified REITs?

Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramon: Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), 2/2004, S. 31-48.

Sotelo, Ramon: REITs – Immobilienanlageprodukte als Herrschaftsformen, in Handbuch Real Estate Private Equity, Dieter Rebitzer / Nico Rottke (Hrsg.), Köln 2006, S. 543-560.

Sotelo, Ramon: Regeln schaffen Werte – Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie, in: Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie – Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Stephan Bone-Winkel et. al. (Hrsg.), Köln 2006, S. 41 – 54.

Sotelo, Ramon / Bone-Winkel, Stephan / Pfeffer, Tobias / Schlump, Patrick / Becker, Martin: Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland. Berlin 2006, 130 S.