Deutsche REITs - Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung

German REITs - Opportunities and requirements

KARL-WERNER SCHULTE
Prof. Dr., Stiftungslehrstuhl für Immobilienökonomie, ebs Department of Real Estate, Head of Department, Oestrich-Winkel

schulte.ebs@t-online.de

RAMON SOTELO
Jun. Prof. Dr., Juniorprofessur für Immobilienökonomie, Bauhaus-Universität Weimar und Leiter des Arbeitskreises Immobilienanlageprodukte der Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif e.V.)

ramon.sotelo@bauing.uni-weimar.de

Zusammenfassung

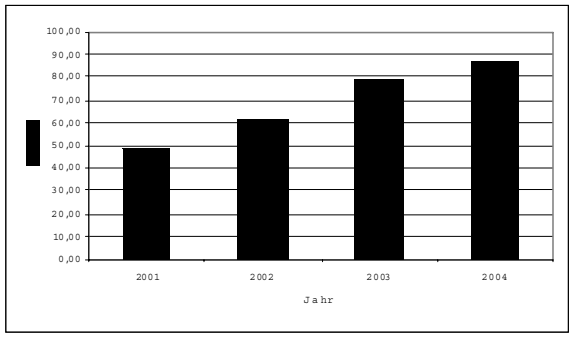
Während in den USA Real Estate Investment Trusts (REITs) seit Jahrzehnten ein erfolgreiches Immobilienanlageinstrument sind, haben sich in Deutschland offene Immobilienfonds etablieren können. Weder konnten sich in Deutschland Immobilienaktiengesellschaften noch in den meisten europäischen Ländern vergleichbare Finanzierungsformen für die Refinanzierung von Immobilienbeständen erfolgreich behaupten. Im Zuge der bereits realisierten bzw. geplanten Einführung von REITs in einigen europäischen Ländern wird auch in Deutschland die Implementierung eines börsengehandelten steuertransparenten Immobilienanlagevehikels - mit angestoßen durch die Vorschläge der Initiative Finanzplatz Deutschland und durch die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (gif e.V.) - diskutiert. In diesem Aufsatz werden Fragen der möglichen Gestaltung von REITs auf Basis einer Weiterentwicklung der transaktionskostenökonomischen Finanzierungstheorie von Oliver Williamson behandelt. Dabei zeigt sich, dass eine Beschränkung der geschäftlichen Aktivitäten von REITs Ursache für geringere Verzinsungsanforderungen von Investoren sein könnte und dadurch möglicherweise Abschläge von der Marktkapitalisierung der REITs zu den Net-Asset-Values vermieden werden könnten, sofern auch adäquate steuerrechtliche Rahmenbedingungen gegeben sind. Die Verhinderung bzw. Minimierung dieser Abschläge erscheint als eine wesentliche Voraussetzung, um im europäischen und weltweiten Wettbewerb mit einem Deutschen REIT bestehen zu können.

A. Einleitung

Deutschland ist der bedeutendste Immobilienmarkt in Europa und wird diese Rolle trotz gegenwärtiger Wachstumsschwäche aufgrund seiner Größe sowie geographischen Lage gerade auch im Zuge der Osterweitung der EU beibehalten und ausbauen. Als führender Finanzplatz konnte sich Deutschland und insbesondere Frankfurt jedoch London gegenüber nicht behaupten und es ist auch vorläufig nicht absehbar, dass sich das ändert. Hingegen können bei der Verteilung von Finanzmarktbereichen in gewissen Nischen einzelne Erfolge verbucht werden, wie die erfolgreiche Implementierung der Deutschen Terminbörse (später Eurex) versus der Liffe in London (später Euronext-Liffe). Auch die Entwicklung der deutschen offenen Immobilienfonds kann als ein Erfolg des deutschen Finanzplatzes gewertet werden, der primär in der Struktur dieses Anlageproduktes und seinen Vorteilen insbesondere im Vergleich zu Immobilienaktiengesellschaften bzw. property companies gesehen werden kann.

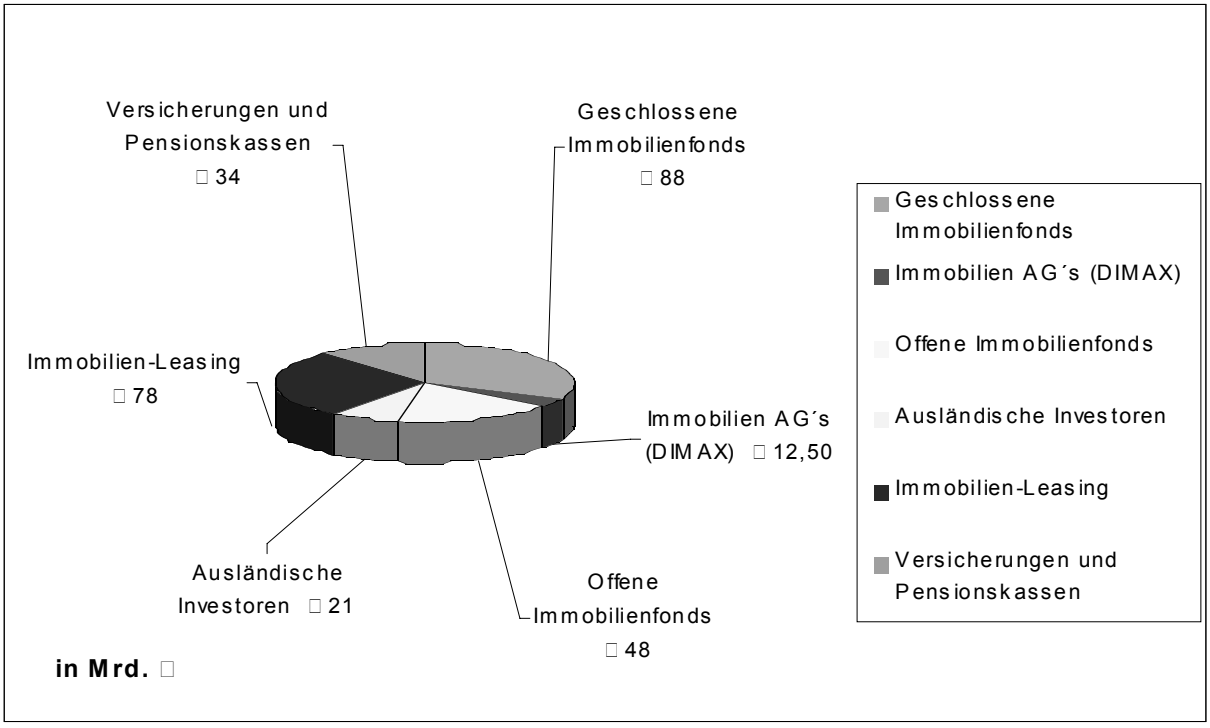
Deutsche offene Immobilienfonds haben in den letzten Jahren ein fulminantes Wachstum erreicht (siehe Abbildung 1) und sich im Gegensatz zu den Immobilienaktiengesellschaften am Markt für Immobilienanlageprodukte (siehe Abbildung 2) durchsetzen können. Das Gesamtvolumen der Immobilienanlagen institutioneller Investoren betrug Ende 2003 ca. 300 Mrd. EUR.

Abbildung 1: Volumen offener Immobilienfonds im BVI



Quelle: BVI

Abbildung 2: Immobilienanlagen institutioneller Investoren in Deutschland per Ultimo 2003



Quelle: Bulwien AG, 2004

Neben Kapitalanlagegesellschaften und Fondsinitiatoren stellen die deutschen Immobilienaktiengesellschaften weitere unter immobilienökonomischen Gesichtspunkten relevante Institutionen dar. In Deutschland bildet seit 1995 der DIMAX-Index des Bankhauses Ellwanger & Geiger die Performance von Immobilienaktiengesellschaften ab, bei denen mindestens 75 % von Umsatz und Ertrag aus dem Immobiliengeschäft stammen. Als relevante Geschäftsfelder der Immobilienwirtschaft wurden dabei hauptsächlich die folgenden definiert:

- Vermietung und Verpachtung,
- Immobilienverwaltung,
- Immobilienhandel,
- Projektentwicklung,
- Immobilienberatung.

Zudem müssen die Aktiengesellschaften entweder im Prime Standard oder im Freiverkehr notiert sein, so dass insgesamt 51 Gesellschaften im DIMAX abgebildet werden.

Im Folgenden sind die nach Marktkapitalisierung gegenwärtig wichtigsten deutschen Immobilienaktiengesellschaften dargestellt. (vgl. Tabelle 1)

Tabelle 1: Ranking nach Marktkapitalisierung deutscher Immobilienaktiengesellschaften

Rang	Gesellschaft	Marktkapitalisierung per 30.6.2004 in Mio. EUR
1	IVG Immobilien AG	1.186,96
2	Harpen AG	664,26
3	Deutsche Euroshop AG	593,46
4	Deutsche Wohnen AG	560,00
5	DIBAG Industriebau AG	468,00
6	RSE Grundbesitz und Beteiligungs AG	442,45
7	WCM Beteiligungs- und Grundbesitz AG	332,15
8	Nymphenburg Immobilien AG	288,00
9	GBWAG Bayerische Wohnungs-AG	240,50
10	B&L Immobilien AG	227,70

Quelle: Ellwanger & Geiger

Interessant ist, dass ein Teil der Immobilienaktiengesellschaften ursprünglich über ein anderes Kerngeschäft verfügte als das Immobiliengeschäft. Dieses wurde jedoch im Laufe der Zeit abgespalten, eingestellt oder zurückgestuft, wie dies bei der Harpen AG der Fall ist. Andere Aktiengesellschaften fungieren innerhalb eines Konzerns als Immobilienholding, so z. B. die Maschinenfabrik Esslingen AG. Schließlich gibt es die Unternehmen, die bewusst in das Geschäftsfeld Immobilien diversifiziert haben wie beispielsweise die IVG AG (vgl. Scharpernack / Nack / Haub, 1998, S. 665f).

Die Entwicklung des Aktienkurses ist grundsätzlich unabhängig von der der Verkehrswerte. Bewertungen orientieren sich primär an den Grundsätzen der Unternehmensbewertung mittels CAPM, weniger am Net-Asset-Value (NAV) der gehaltenen Immobilien (vgl. Sotelo, 2000). Deutsche und europäische Immobilienaktien leiden systematisch unter hohen Discounts der Bewertung des Eigenkapitals vom NAV durch die Börse, wie am Beispiel der gemessen an der Marktkapitalisierung größten deutschen Immobilienaktiengesellschaft, der IVG AG, erkennbar ist (vgl. Tabelle 2).

Tabelle 2: Disagio der IVG-Aktie im Zeitablauf

Jahr	NAV / Aktie	Kurs (Ulimo)	Disagio in %
1997	14,59	7,87	46,1
1998	15,15	13,97	7,8
1999	15,73	15,45	1,8
2000	15,91	12,99	18,4
2001	16,33	10,75	34,2
2002	14,16	8,3	41,4
2003	14,41	9,27	35,7

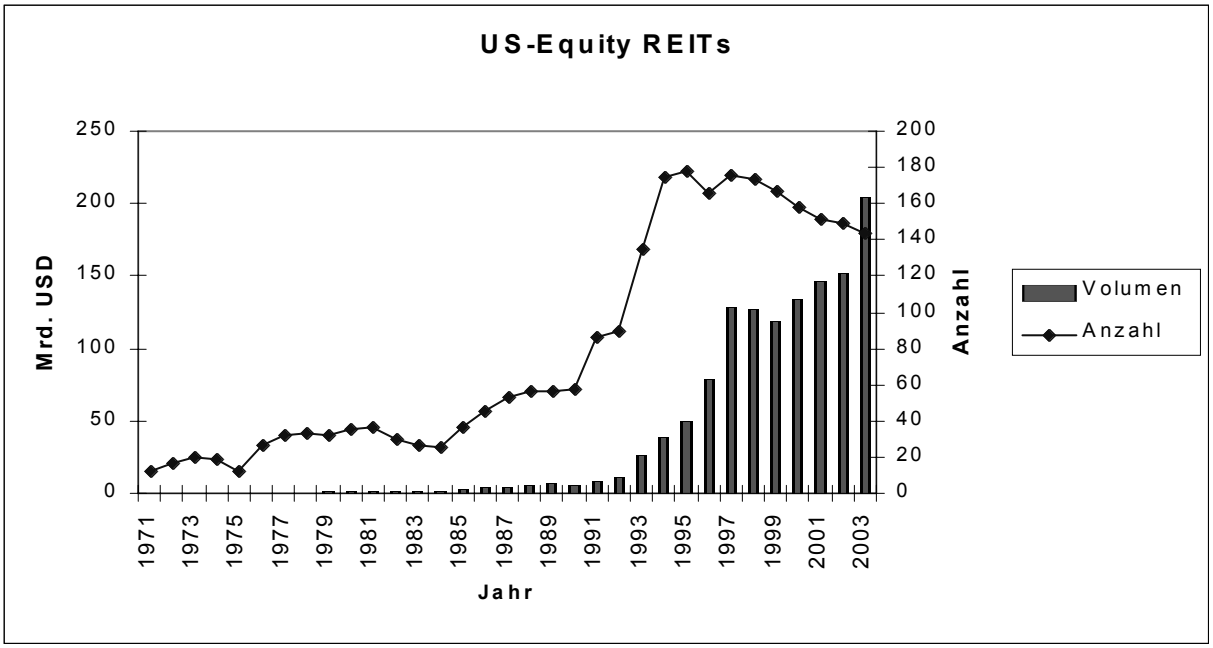
Quelle: IVG AG, eigene Berechnungen

Mit dem Rückzug von der Börse der - bezogen auf die Marktkapitalisierung - größten Immobilienaktiengesellschaft, der Bayerischen Immobilien AG, und den weiter recht hohen Discounts vom NAV zur Marktkapitalisierung des Eigenkapitals bei deutschen Immobilienaktiengesellschaften hat die Debatte über die Brauchbarkeit dieses Investitionsvehikels eine neue Phase erreicht.

In den Vereinigten Staaten haben sich Real Estate Investment Trusts (REITs) als Immobilienanlagevehikel durchsetzen können. Bei REITs handelt es sich um steuertransparente Aktiengesellschaften, deren Aktivitäten ganz überwiegend immobiliärer Natur sind und die mindestens 95 % der Gewinne an die Anleger ausschütten. Equity-REITs investieren direkt in Immobilien, während Mortgage-REITs als Kreditgeber von Immobilieninvestoren auftreten und Hybrid-REITs beide Funktionen übernehmen.[1] Im Folgenden werden

ausschließlich Equity-REITs betrachtet, die primär als Immobilienanlagevehikel identifiziert werden können und auch den wesentlichen Teil des Marktes (über 90 % per 2003) darstellen. Abbildung 3 zeigt die Entwicklung von Equity-REITs in den Vereinigten Staaten.

Abbildung 3: Anzahl und Marktvolumen von US-Equity-REITs



Quelle: Nareit

In Europa hat Frankreich derweil einen REIT-Status eingeführt und Großbritannien soll demnächst folgen. Vor dem Hintergrund der insbesondere innerhalb der EU gegebenen grenzüberschreitenden Bedeutung dieser Vehikel stellt sich die Frage der Einführung eines ähnlichen Anlageprodukts in Deutschland. Da sich ein Wettbewerb zwischen unterschiedlichen europäischen REITs auf der Ebene der Anlagegüter, gegebenenfalls aber auch fiskalisch abzeichnet, wird die Einführung eines "Deutschen REIT" in der Branche diskutiert. In diesem Aufsatz werden die Argumente für die Einführung eines Deutschen REIT zusammengefasst. Auf der Grundlage finanzierungstheoretischer Überlegungen werden adäquate gesellschaftsrechtliche und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen für REITs in Deutschland formuliert.

B. Gründe für die Implementierung von REITs in Deutschland

Die Funktion als Anlageprodukt, welche die REITs in den Vereinigten Staaten übernehmen, wird in Deutschland bislang von den offenen Immobilienfonds wahrgenommen. Aufgrund der täglichen Bewertung der Anteile eignen sich offene Immobilienfonds sehr gut zur Abbildung von Wertentwicklung (Sotelo, 2002). Die extreme Fristentransformation von den täglich fälligen Zertifikaten hin zur langfristigen Investition in Immobilien birgt einerseits Risiken, führt aber zunächst zu einem Wohlstandsgewinn. Die offenen Immobilienfonds konnten sich in den letzten Jahren aufgrund der spezifischen Eigenschaften der Vertriebsstrukturen in Deutschland, aber auch im Zuge der Verschlechterung der Rahmenbedin-

gungen für geschlossene Immobilienfonds (steuerliche Rahmenbedingungen § 2 b EStG, ehemaliger § 2 Abs. 3 EStG, 5. Bauherrenerlass) sowie für Immobilienaktiengesellschaften (Abschaffung der Anrechenbarkeit der Körperschaftsteuer auf die Einkommenssteuer), des schwachen Aktienmarktes und der niedrigen Zinsen am Rentenmarkt relativ und absolut durchsetzen. Von daher könnte einerseits argumentiert werden, dass eine Alternative zum offenen Immobilienfonds entbehrlich ist. Schließlich beträgt in den USA die Marktkapitalisierung der REITs per Ultimo 2003 ca. 205 Mrd. US-$ (Quelle: Nareits) bei einem BIP von ca. 10.857 Mrd. US-$ (Quelle: OECD), während in Deutschland offene Immobilienfonds ein Volumen von ca. 85 Mrd. EUR (Quelle: BVI) bei einem BIP in Deutschland von 1.988 Mrd. EUR (Quelle: Dt. Bundesbank) haben, so dass das Verhältnis REITs/BIP in den Vereinigten Staaten 1,9 % und jenes der offenen Immobilienfonds zum BIP mehr als das doppelte, nämlich 4,3 % beträgt.

Andererseits lässt sich als allgemeiner Trend am Anlagemarkt die Ausdifferenzierung auf der Produktebene feststellen. In den letzten Jahrzehnten haben sich beispielsweise bei Aktienfonds Differenzierungen nach Branchen, Wachstumsmärkten, Regionen und Risikomaßen ergeben. Gerade weil private wie institutionelle Investoren stets die Entscheidung über die Allokation von Kapital unter unterschiedlichen Märkten von der optimalen Investition innerhalb der jeweiligen Märkte trennen möchten, um regelmäßig bei der Allokationsentscheidung zwischen den Märkten eine größere Mitsprache als bei der innerhalb von Märkten wahrnehmen zu können, müssen sich die Anlagevehikel stets weiter ausdifferenzieren. Während dies aufgrund der hohen täglichen Fungibilität von Aktien für Aktienfonds problemlos darstellbar ist, könnten offene Immobilienfonds hier an ihre Grenzen stoßen. Themenfonds sind bei offenen Immobilienfonds zumindest als Publikumsfonds bislang nicht vorhanden, weil aufgrund von Allokationsentscheidungen der Investoren die Möglichkeit höherer Mittelabflüsse bei gleichzeitig kleineren Fondsvolumina gegeben wäre, was zu einem untragbaren Liquiditätsrisiko für die Fonds führen würde. Zwar können offene Spezialfonds in Absprache mit den Investoren themenorientiert investieren, doch ist dann de facto die Rückgabe der Zertifikate und damit die Fungibilität aus der Sicht der Investoren beschränkt. Erste Verlautbarungen[2] der Vorsitzenden des Immobilienausschusses des BVI, Barbara Knoflach, belegen hingegen, dass die Branche die Notwendigkeit der Produktausdifferenzierung erkannt hat. Deutsche REITs könnten - wie die US-REITs - problemlos thematisch differenziert werden, so dass z. B. ein REIT, der ausschließlich in Einzelhandel im Rhein-Main-Gebiet investiert, oder einer, der nur in deutsche Viersternehotels investiert, möglich ist. Private wie institutionelle Investoren hätten dann die Möglichkeit zu entscheiden, in welche Märkte sie investieren wollen, während die Agenten, die den REIT betreuen, in den jeweiligen Märkten eine Optimierung des Anlageerfolges, messbar über Benchmarking, anstreben würden. Die Möglichkeit der Schaffung themenorientierter Anlagevehikel für den Immobilienbereich ist ein wesentlicher Grund für die Einführung von REITs.

Offene Immobilienfonds bauen ökonomisch auf dem Bankenprinzip auf und leisten folglich eine extreme Fristentransformation. Offene Immobilienfonds können daher nur beschränkt Risiken eingehen, weil Risiken immer auch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Anlegern und Geschäftsbesorgern implizieren, die dazu führen könnte, dass unsichere Anleger vom Rücknahmerecht der Anteile vermehrt Gebrauch machen, was letztlich zu einem Banken-Run führen könnte. Auch aus diesem Grund schreibt das Investmentgesetz den offenen Immobilienfonds eine risikoaverse Anlagepolitik vor. Da offene Immobilienfonds Wertentwicklung sehr gut abbilden können, investieren sie vornehmlich in 1a-Lagen. Typische Anlagegüter für offene Fonds sind Büroimmobilien und Einkaufszentren in sehr guten innerstädtischen Lagen. Dass sich die offenen Fonds in den letzten Jahren in Deutschland als Immobilienanlageprodukt durchsetzen konnten hat auch zur Folge, dass bestimmte Immobilienbewertungen, welche am Markt zu beobachten sind, im Aggregat nur noch mittels einer Finanzierung eben durch offene Immobilienfonds dargestellt werden können, was gerade auch angesichts der täglich fälligen Zertifikate der offenen Fonds ein Marktrisiko für den gesamten Anlagemarkt impliziert. Schließlich sind die am Markt beobachtbaren Immobilienbewertungen auch ein

Spiegelbild der verschiedenen Finanzierungsmöglichkeiten mittels unterschiedlicher Finanzierungsformen bzw. Anlageprodukte. Ein Blick auf aktuelle Vervielfältiger der Jahresnettomiete (vgl. Tabelle 3) zeigt, dass es in Deutschland einerseits aufgrund der Zurückhaltung der Banken bei Immobilienfinanzierungen sowie der beschriebenen Rückgänge bei geschlossenen Immobilienfonds zu einem gespaltenen Immobilienmarkt gekommen ist. Objekte in 1A-Lagen, die typischerweise von offenen Immobilienfonds erworben werden, werden mit hohen Faktoren bewertet, während jene Objekte, die nicht primär von offenen Immobilienfonds nachgefragt werden, deutlich geringer bewertet werden, als dies noch vor ein paar Jahren der Fall war.

Tabelle 3a: Kaufpreise als Vielfaches der Jahresnettomiete

Lage	Objektart	1995	1996	1997	1998	1999
1a	Büro-/Geschäftshaus	19,2	19,1	18,9	19,0	18,8
1b	Büro-/Geschäftshaus	15,7	15,8	15,7	16,1	16,2
2er	Büro-/Geschäftshaus	14,1	13,9	13,8	14,1	14,2
	Wohn-/Geschäftshaus	15,1	14,5	14,3	14,6	14,5
gute Stadt-teilelage	Büro-/Geschäftshaus	13,0	13,2	13,2	13,1	13,0
	Wohn-/Geschäftshaus	13,7	14,0	14,1	13,7	13,7
Vervielfältigter-Durchschnitt		15,1	15,1	15,0	15,1	15,1

Tabelle 3b: Kaufpreise als Vielfaches der Jahresnettomiete

Lage	Objektart	2000	2001	2002	2003	2004
1a	Büro-/Geschäftshaus	19,2	19,6	19,3	18,8	18,2
1b	Büro-/Geschäftshaus	16,4	16,6	16,3	15,7	15,1
2er	Büro-/Geschäftshaus	14,2	14,3	14,2	13,4	12,8
	Wohn-/Geschäftshaus	14,5	14,3	14,0	13,2	12,5
gute Stadt-teilelage	Büro-/Geschäftshaus	13,1	13,1	13,0	12,1	11,8
	Wohn-/Geschäftshaus	13,5	13,5	13,2	12,2	11,9
Vervielfältigter-Durchschnitt		15,2	15,2	15,0	14,2	13,7

Tabelle 4 zeigt, dass die Faktoren von Objekten, die typischerweise von offenen Fonds gehalten werden, in der Zeit von 1995 bis 2004 deutlich weniger gefallen sind als jene Objekte, die typischerweise nicht von offenen Immobilienfonds gehalten bzw. erworben werden.

Tabelle 4: Prozentuale Veränderung der Vervielfältiger 1995-2004

Lage	Objektart	%-Veränderung 1995-2004
1a	Büro-/Geschäftshaus	-5,2%
1b	Büro-/Geschäftshaus	-3,8%
2er	Büro-/Geschäftshaus	-9,2%
	Wohn-/Geschäftshaus	-17,2%
gute Stadt-teilelage	Büro-/Geschäftshaus	-9,2%
	Wohn-/Geschäftshaus	-13,1%
Vervielfältigter-Durchschnitt		-9,3%

Diese Bewertungsunterschiede müssen dabei - und sind es u. E. auch nicht - weder Folge davon sein, dass Sachverständige "falsch" bewerten, noch dass die Akquisiteure offener Immobilienfonds "zu teuer" einkaufen, sondern sind lediglich der Marktreflex, welcher sich aufgrund der komparativen Vorteile offener Immobilienfonds bei der Refinanzierung von Immobilien in Verbindung mit den von den Zeichnern investierten Mittel ergibt. Der Umstand, dass es im Aggregat institutionell keinen vergleichbar signifikanten, potentiellen Abnehmer für die von offenen Immobilienfonds gehaltenen Immobilien in Deutschland gibt, stellt ein Marktrisiko für den gesamten deutschen Immobilienanlagemarkt dar, welches durch die Implementierung eines entsprechenden Vehikels (REIT) reduziert werden könnte. Insofern gibt es ein allgemeines öffentliches Interesse an der Implementierung von REITs. Die institutionelle Stärkung der anderen Anlageformen bzw. die Schaffung neuer Formen wie beispielsweise die eines Deutschen REIT sollte zur Reduktion dieses Marktrisikos auch im Interesse der offenen Immobilienfonds sein.

Nachdem Frankreich bereits REITs eingeführt hat und Großbritannien gleiches plant, stellt sich nicht mehr die Frage, ob Deutschland innerhalb der weiter zusammenwachsenden EU REITs einführt oder nicht, sondern nur noch, ob und in welcher Form Deutschland diese Entwicklung beeinflusst bzw. von dieser profitiert. Wenn hierzulande kein REIT-Status implementiert wird, werden deutsche Anleger stattdessen ausländische REIT-Formen verwenden.

C. Voraussetzungen für Deutsche REITs

Die erfolgreiche Implementierung von REITs in Deutschland setzt gesellschaftsrechtlich sowie steuerrechtlich adäquate Rahmenbedingungen voraus. Aufgrund der nachhaltig angespannten bzw. desolaten Haushaltslage ist nicht mit der Schaffung zusätzlicher Steuererleichterungen zu rechnen. Zugleich ist auch kritisch zu hinterfragen, ob alle - beispielsweise von der Initiative Finanzplatz Deutschland - geforderten steuerli-

chen Änderungen wie beispielsweise die empfindliche Einschränkung der Grunderwerbsteuer oder substantielle Änderungen des § 6b EStG für die erfolgreiche Implementation von REITs notwendig sind. Steuerliche Regulierungen spielen stets eine Rolle; so hat sich die Situation der deutschen Immobilienaktiengesellschaften mit der Abschaffung der Anrechenbarkeit der Körperschaftsteuer auf die Einkommensteuer nicht verbessert, doch sind auch gesellschafts- und aufsichtsrechtliche Fragestellungen von primärer Bedeutung. Ansätze der betrieblichen Finanzwirtschaft anwendend, werden zunächst gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen entwickelt, um anschließend die hieraus sich ergebenden notwendigen aufsichtsrechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen zu formulieren.

I. Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen für Deutsche REITs

Da Immobilienanlageprodukte Finanzierungsformen sind, bedarf es zum Verständnis der Funktionsweise eines kurzen Überblicks zu Finanzierungstheorien, die sich historisch als Theorien von Kapitalstrukturregeln erfassen lassen. Wenngleich diese Theorien zunächst der neoklassischen Finanzierungstheorie zuzuordnen sind, haben sich in jüngster Zeit transaktionskostenökonomische Ansätze insbesondere zur Evaluierung von Finanzierungsformen durchgesetzt.

Der neoinstitutionalistische Ansatz[3] begreift eine Investition bzw. eine Finanzierung als Regelwerk, bei dem Informations- und Mitbestimmungsrechte sowie Zahlungsansprüche festgelegt werden.[4] Eine Finanzierung kann alternativ als eine Zahlungsreihe verstanden werden, die mit einer Einzahlung beginnt, auf die hin Auszahlungen folgen; bei der Investition erfolgen die Zahlungen in umgekehrter Reihenfolge. Auf der neoklassischen Investitions- und Finanzierungstheorie basieren Investitionsrechnungen (z. B. DCF, VOFI-Rendite) wie auch die Quantifizierung und Transformation des Risikos in Ertrag beim Capital Asset Pricing Modell (CAPM). Folglich findet der neoklassische Ansatz der betrieblichen Finanzwirtschaft primär bei Fragen der Investitionsrechnung und im Portfoliomanagement Anwendung. Bei Fragen der Gestaltung von Investitionsvehikeln ist hingegen primär auf Theorieansätze der Neuen Institutionenökonomik zur betrieblichen Finanzwirtschaft zurückzugreifen (vgl. dazu Richter/Furubotn, 1999, Neus, 2003).

Die Frage der optimalen Finanzierung einer Investition, die i. d. R. als Frage der optimalen Finanzierungsstruktur eines Unternehmens behandelt wird, führt zu einem Grundproblem der betrieblichen Finanzwirtschaft, welches an dieser Stelle nicht mit der der Thematik gebührenden Breite behandelt werden kann. Skizzenhaft dargestellt ging die Entwicklung von der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, gemäß welcher Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva herrschen soll, über das Leverage-Theorem, bei dem aufgrund bestimmter Verhaltens- und Marktannahmen eine Optimierung des Eigenkapitalanteils möglich ist, hin zur Irrelevanzthese der Finanzierungsstruktur nach Modigliani/Miller von 1958. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne der Erhöhung des Aussagegehalts mittels Reduktion der Annahmen [vgl. Modigliani/Miller (1963), Stiglitz (1974), Miller (1977) und Fama (1978)] sowie im Sinne der Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten aus der Agency-Theorie [vgl. Jensen/Meckling (1976), Meyers (1977)], als auch aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern [vgl. Meyers/Majluf (1984)].

Parallel und zunächst unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie. Williamson zählt neben Klein, Crawford und Alchian zu den wichtigsten Vertretern der Transaktionskostenökonomie, deren Ursprung mit Coase `The Nature of the Firm´ auf das Jahr 1937 datiert werden kann. Die ursprüngliche und die die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage ist jene nach der optimalen Transaktion als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens oder über den Markt (vgl. Coase, 1937).

Nach Williamson sind wesentliche Determinanten für die Transaktion die Faktorspezifität, die Unsicherheit und die Häufigkeit der Transaktion (vgl. Williamson, 1990, S. 59 ff.). Die Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen Faktor anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, so dass bei einer Markttransaktion gerade auch im Zusammenhang mit der Annahme opportunistischen Verhaltens ein hohes Risiko besteht, Kosten zu "versenken", was auch bei Antizipation durch den Anbieter zu hohen Transaktionskosten führt. Unterschiedliche Transaktionsformen reagieren auf die Faktorspezifität mit verschieden hohen Transaktionskosten, so dass die Transaktionsform funktionell von der Faktorspezifität in Abhängigkeit gebracht wird.

Mit Williamsons Aufsatz "Corporate Finance and Corporate Governance" (vgl. Williamson, 1988) erfolgt die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die unterschiedlichen Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Fremdkapital und Nicht-Fremdkapital als Transaktionsform bzw. als Herrschaftsform, identifiziert werden.

Bilanziell kann das Finanzierungspostulat von Williamson gemäß Abbildung 4 dargestellt werden.

Abbildung 4: Das Finanzierungspostulat von Williamson

Aktiva	Passiva
Spezifische Aktiva	Eigenkapital
Unspezifische Aktiva	Fremdkapital

Das aus dem Italienischen stammende Wort Mezzanine bedeutet Zwischengeschoss und soll in der finanzierungstheoretischen Verwendung zum Ausdruck bringen, dass Mezzanine-Kapital eine Zwischenform zwischen dem Eigenkapital und dem Fremdkapital ist.[5] Diese lässt sich neoklassisch im Rahmen der linearen Transformation von Risiko und Ertrag nach der Kapitalmarkttheorie als Finanzierungsform begreifen, die entsprechend ihres mittleren Risikos auch einen mittleren Ertrag verspricht. Institutionenökonomisch betrachtet sind Finanzierungsformen Regelungen, bei denen Informations- und Mitbestimmungsrechte sowie Zahlungsansprüche geregelt werden.[6] Tabelle 5 stellt eine typische Verteilung von Rechten bei Eigen- und Fremdfinanzierung dar:

Tabelle 5: Typische Aufteilung von Rechten bei EK- und FK-Finanzierung

Rechte	EK	FK
Informationsrechte	++	+
Mitbestimmungsrechte	++	0
Zahlungsansprüche	0	++

Institutionenökonomisch können Mezzaninefinanzierungen demnach eine weitere Form der Gestaltung der Rechte sein und werden häufig - beide Betrachtungsformen integrierend (siehe Abbildung 5) - bilanziell zwischen dem Eigen- und dem Fremdkapital angesiedelt.

Abbildung 5: Bilanzielle Betrachtung der Mezzanine-Finanzierung

Aktiva	Passiva
	Eigenkapital
	Mezzaninekapital
	Fremdkapital

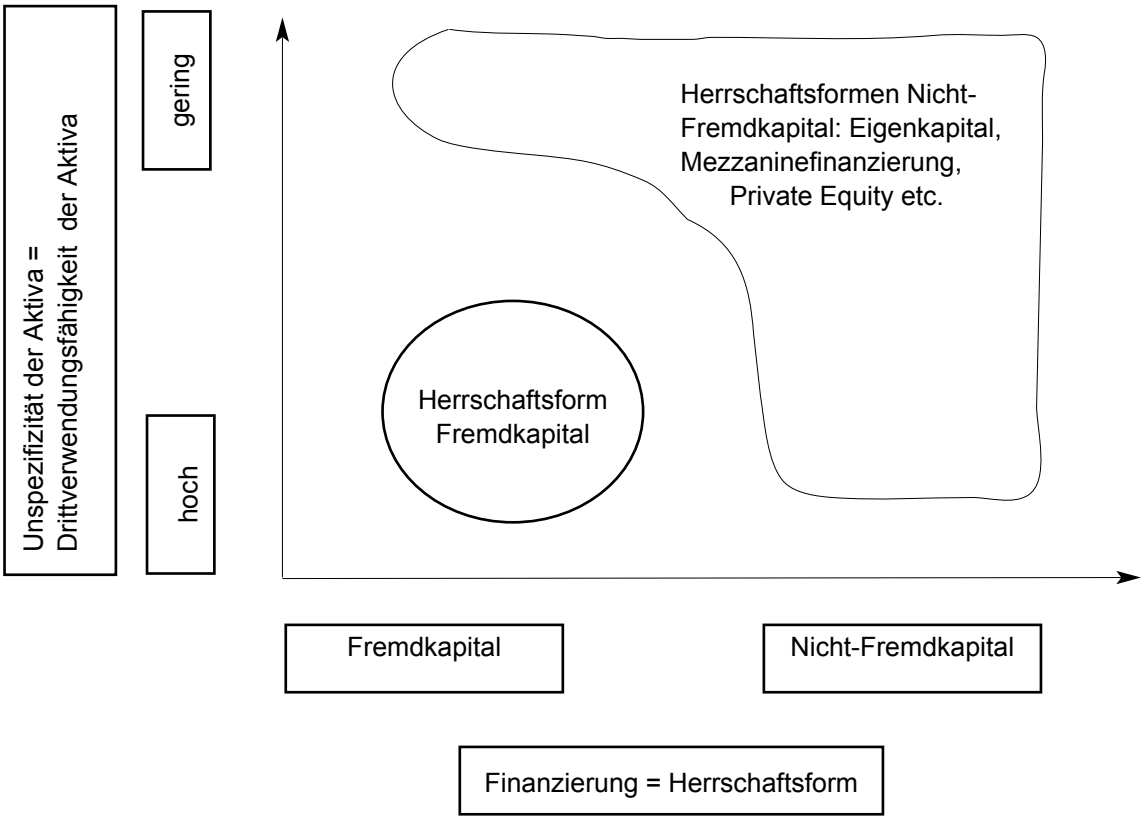
Williamson postuliert einen Zusammenhang zwischen der Drittverwendungsfähigkeit der zu finanzierenden Aktiva und der Frage, ob diese mit Fremdkapital finanziert werden können oder nicht. Eine Alternative zum Fremdkapital stellen nicht nur das Eigenkapital, sondern alle Finanzierungsformen dar, die nicht direkt Fremdkapital sind, wie beispielsweise alle Arten von Mezzaninefinanzierungen, aber auch die hier zu behandelnden Immobilienanlagevehikel. Eine präzise Neuinterpretation von Williamson lautet: Drittverwendungsfähige Aktiva können und sollen mit Fremdkapital finanziert werden, nicht drittverwendungsfähige Aktiva sollten nicht mit Fremdkapital finanziert werden, wobei Williamson die Terminologie der "Spezifität" verwendet, wonach nicht drittverwendungsfähige Aktiva also spezifisch und drittverwendungsfähige Aktiva unspezifisch sind.[7] Die Abbildung 6 zeigt die bilanzielle Betrachtung.

Abbildung 6: Neuinterpretation des Finanzierungspostulats von Williamson

Aktiva	Passiva
Spezifische Aktiva	Nicht-Fremdkapital
Unspezifische Aktiva	Fremdkapital

Williamson erkennt die Finanzierung als Herrschaftsform (governance) und stellt den Zusammenhang zwischen der Spezifität der Aktiva, die sich an der Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva orientiert, und der Herrschaftsform her. Abbildung 7 stellt dies in der Neuinterpretation graphisch dar.

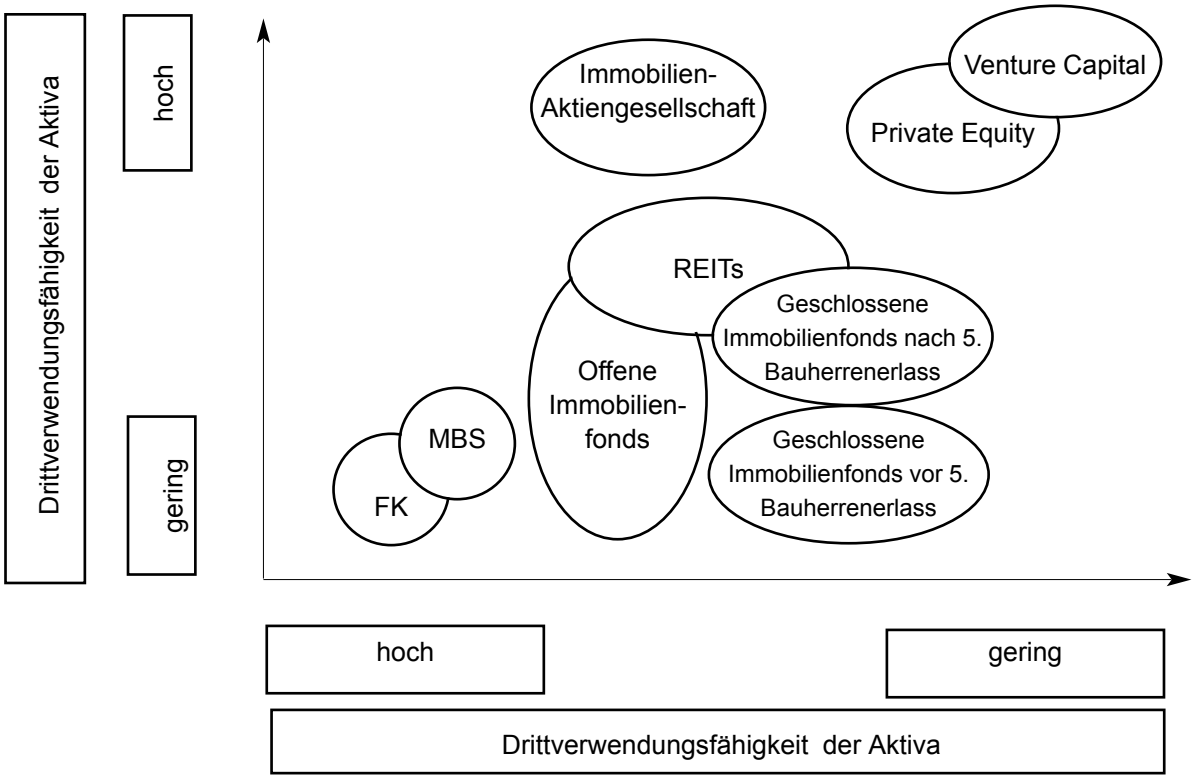
Abbildung 7: Zusammenhang zwischen Drittverwendungsfähigkeit und Finanzierung nach Williamson



Wenn unterschiedliche Finanzierungsinstitutionen als Herrschaftsformen begriffen werden und diese jeweils in unterschiedlicher, doch wohl in sich konsistenter Form Mitbestimmungs- und Informationsrechte sowie Zahlungsansprüche regeln, so kann - quasi in Spiegelung des Gedankens von Williamson zur Drittverwendungsfähigkeit von Aktiva - die Kategorie der Drittverwendungsmöglichkeit von Passiva eingeführt werden.

Die Kategorie der Drittverwendungsmöglichkeit von Passiva beschreibt den Spielraum, den die jeweiligen Agenten (Vertreter des Anlagevehikels) gegenüber den Prinzipalen (Anleger) bei der Geschäftsbesorgung haben. Eine hohe Drittverwendungsmöglichkeit führt unter den Annahmen der beschränkten Rationalität (bounded rationality) und des opportunistischen Verhaltens (moral hazard), welche die Neue Institutionenökonomik voraussetzt, zu erhöhten Transaktionskosten. Zugleich verlangen bestimmte Aktiva bzw. die Kombinationen bestimmter Aktiva untereinander sowie mit anderen Produktionsfaktoren nach Spielräumen, da sonst eine geschäftliche Aktivität nicht möglich ist. Unterschiedliche geschäftliche Aktivitäten - auf die immobilienwirtschaftliche Dimension herunter gebrochen bedeutet dies: unterschiedliche Immobiliennutzungen - bedürfen jeweils verschieden weiter Spielräume. Finanzierungskosten können bezogen auf die Struktur der Regularia der Passiva minimiert werden, wenn nur soviel Drittverwendungsmöglichkeiten gewährt werden, wie sich aus der jeweiligen geschäftlichen Aktivität - immobilienwirtschaftlich: Flächennutzung - zwingend ergibt. Mit der Einführung der Drittverwendungsmöglichkeit von Passiva neben der Drittverwendungsfähigkeit von Aktiva kann - wie in Abbildung 8 ersichtlich - eine Matrix aus unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten erstellt werden, in die dann die Immobilienanlagevehikel eingeordnet werden können.

Abbildung 8: Anlageprodukte und Finanzierungsformen im Spannungsfeld der Drittverwendungsfähigkeit von Aktiva und Passiva



Mit diesem Analyseinstrumentarium wird ein Erklärungsmuster für die Probleme der Immobilienaktiengesellschaften in Form nachhaltiger Discounts der Marktkapitalisierung vom Net-Asset-Value geliefert: Das Investitionsvehikel Aktiengesellschaft bietet bezogen auf die notwendigen Spielräume für das Halten von Immobilienbeständen einen deutlich zu hohen Mittelverwendungsspielraum für die Anleger, die diesen - aufgrund der damit verbundenen Risiken - mit erhöhten Renditeanforderungen beantworten, welche wiederum nicht mit Immobilienbeständen erwirtschaftet werden können. Ähnlich kann ein Teil des Erfolges der offenen Immobilienfonds erklärt werden: Weil das InvG eine Fülle von risikovermeidenden, -vernichtenden und -verlagernden Regelungen enthält, ist die Drittverwendungsmöglichkeit des Kapitals bei offenen Immobilienfonds sehr gering, so dass die Anleger Vertrauen in das Produkt haben, mit dem Ergebnis, dass aufgrund der steten Bewertung der Anteile zum NAV der Immobilien die offenen Immobilienfonds die Performance der gehaltenen Immobilien darstellen können, obgleich eine tägliche Rücknahme der Fonds zumindest für den individuellen Anleger gewährleistet ist.

Wenn bei der gesellschaftsrechtlichen Konstruktion von REITs die dargelegten theoretischen Erkenntnisse sowie die empirischen Befunde beachtet werden , so liegt die Empfehlung nahe, die Drittverwendungsmöglichkeit des Kapitals entsprechend gering ausfallen zu lassen. Eine Argumentation, jede Immobilienaktiengesellschaft bzw. jeder REIT könne individuell-technisch z. B. mittels Begrenzung der geschäftlichen Aktivitäten durch Eintragung im Handelsregister - die Drittverwendungsmöglichkeit des Kapitals beschränken, übersieht, dass es für private wie institutionelle Anleger viel zu kompliziert wäre, die einzelnen unterschiedlichen Beschränkungen zu identifizieren und zu bewerten. Ein liquider Markt, in dem die Drittverwendungsmöglichkeit des Kapitals in standardisierter Form reduziert wird, erscheint eher Erfolg zu versprechen.

Die gesellschaftsrechtliche Lösung der Problematik könnte also darin bestehen, die Anlagepolitik bei Deutschen REITs zu beschränken. Für diese Lösung haben sich auch Belgien, Niederlande und Japan entschieden. Da Frankreich diesen Weg nicht gegangen ist und auch Großbritannien sich nicht anschickt, ihn einzuschlagen, wäre dieser Weg auch im Kontext des europäischen Wettbewerbs interessant, da auf diese Weise Deutsche REITs - sofern der Markt hinreichend groß und liquide wird - gute Chancen hätten, sich aufgrund der mit dieser Ausrichtung verbundenen geringeren Abschläge bei der Marktkapitalisierung vom NAV durchzusetzen; die Beschränkungen in der Anlagepolitik, wie sie die offenen Immobilienfonds erhalten, könnten dabei Ausgangspunkt der Kriterien für die Deutschen REITs sein. Dies hätte auch den großen Vorteil, dass die Sondervermögen offener Spezialfonds sowie offener Publikumsfonds recht leicht in REITs überführt werden könnten.

Bislang gibt es keine an Themen (z. B. Einzelhandel in der Region Rhein/Main) orientierte offene Publikumsfonds. Ein Grund hierfür mögen die damit verbundenen besonderen Liquiditätsrisiken sein. Je größer und diversifizierter ein offener Publikumsfonds ist, desto geringer werden seine Liquiditätsrisiken wahrgenommen. Jüngste Äußerungen[8] deuten auf erste Überlegungen in diese Richtung hin. Es bleibt abzuwarten, wie die Anleger offener Publikumsfonds mit solch einem Angebot umgehen und welche Vorkehrungen hinsichtlich der Liquidität getroffen werden. Da REITs im Unterschied zu den offenen Immobilienfonds aufgrund der fehlenden Rückgabepflicht praktisch keine Liquidität vorhalten müssten, wären sie wohl sehr viel problemloser in der Lage, themenorientiert zu investieren.

Den "traditionellen" Immobilienaktiengesellschaften verbleibt ein breites Spektrum geschäftlicher Aktivitäten von Projektentwicklung, Bestandshaltung und Dienstleistungen.[9]

II. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Kapitalanlagegesellschaften sind Banken im Sinne des KWG, sie unterliegen dem Invest-

mentgesetz (InvG) und sind demzufolge der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht unterstellt. Ökonomisch lässt sich die Beaufsichtigung mit der extremen Fristentransformation, die offene Immobilienfonds leisten und die weit über das hinaus geht, was für Kreditinstitute nach Grundsatz II KWG zulässig ist, begründen. Wenn die Anleger Unsicherheit hinsichtlich der Bewertung der von offenen Fonds gehaltenen Immobilien verspüren, besteht Gefahr eines Banken-Runs auf einzelne Fonds, was über die entsprechende Rückkopplung im Immobilienmarkt auch Konsequenzen für alle anderen offenen Fonds haben könnte. Es besteht somit ein öffentliches Interesse an der Einhaltung der gesetzlichen Regulierungen durch die Kapitalanlagegesellschaften.

Die Börsenbewertung der REITs sollte mindestens den Werten der von den REITs gehaltenen Immobilien entsprechen. Die hierzu notwendigen risikovermeidenden Regulierungen haben just dieses Ziel. Bei einer Verletzung dieses Ziels ist jedoch kein Banken-Run möglich, da die Anleger keinen Anspruch auf Rückführung ihrer Anteile zum NAV haben, sie diese lediglich über einen Sekundärmarkt veräußern können. Damit entfällt auch das Risiko, dass über den Mittelabfluss bei einem Fonds der gesamte Markt in Mitleidenschaft gezogen werden kann und folglich auch die Notwendigkeit einer staatlichen, der Bankenaufsicht vergleichbaren Beaufsichtigung.

Selbstverständlich sind Anlagen von institutionellen Investoren wie Versicherungen in REITs konsequenterweise dem Immobilien- und nicht dem Aktienvermögen zuzuordnen. Wenn die Verhinderung von Abschlägen von der Marktkapitalisierung zum NAV Ziel gesellschaftsrechtlicher und steuerlicher Regulierungen ist und dieses Ziel erreicht wird, stellen REITs keine eigene Asset-Klasse gegenüber direkt gehaltenen Immobilien in Bezug auf ihre Performance dar, so dass solch eine Gleichstellung sachgerecht ist. Darüber hinaus ist die mögliche Trennung der Allokationsentscheidung zwischen unterschiedlichen Märkten und innerhalb des jeweiligen Marktes gerade ein Ziel, welches mit REITs verfolgt wird, was insbesondere für Versicherungen und vergleichbare institutionelle Investoren von Bedeutung ist.

III. Steuerliche Rahmenbedingungen für REITs

An dieser Stelle kann und soll kein abschließendes Programm für die steuerliche Gestaltung von REITs formuliert werden. Es können lediglich mögliche Eckpfeiler für eine steuerliche Regulierung genannt werden.

Zunächst muss konstatiert werden, dass, obgleich die Diskussion über eine grundsätzliche Reform des Deutschen Steuerrechts nicht abreißt, eine steuerliche Gestaltung bei der Einführung von REITs in Deutschland auch ohne einen solch großen Wurf gelingen muss und kann. Der bestehende, synthetische Einkommensbegriff, der sieben unterschiedliche Einkunftsarten unterscheidet und zur Folge hat, dass gleiche Sachverhalte je nach Zurechnung verschieden besteuert werden, muss Ausgangspunkt der Überlegungen bleiben.

Ein zweiter Eckpfeiler der Diskussion ist, dass Bund, Länder und Gemeinden politisch noch nicht bereit bzw. in der Lage sind, weitere Steuerausfälle hinzunehmen bzw. weitergehende Steuersenkungen durchzusetzen. Die Einführung von REITs müsste daher zumindest steuerneutral sein und sollte - sofern möglich - zu zusätzlichen steuerlichen Einnahmen führen. Diese Steuerneutralität bzw. diese zusätzlichen Einnahmen beziehen sich jedoch nicht auf den status quo, sondern auf die steuerliche Situation innerhalb der EU nach erfolgreicher Einführung anderer europäischer REITs im Rahmen der europäischen steuerlichen Regularia sowie bestehender Doppelbesteuerungsabkommen.

Drittens kann festgestellt werden, dass - unabhängig von den dargelegten finanzierungstheoretischen Gründen - bereits steuerliche Gründe für die Interpretation von Deutschen REITs als Immobilienanlagevehikel und nicht als gewerbliche Immobiliengesellschaft sprechen könnten. Wenn im Ergebnis eine steuerliche Gleichstellung zur Situation der offenen Immobilienfonds für REITs gefordert wird, so wird sich diese Privilegierung eher auf eine bestandshaltende, anlegende Immobilienaktiengesellschaft, weniger aber auf eine gewerblich mit Projektentwicklung oder immobilienbezogenen Dienstleistungen befasste Unternehmung beziehen, weil sonst mangels Abgrenzung die Gefahr einer Aushöh-

lung der Besteuerung von Kapitalgesellschaften die Folge sein könnte.

Viertens kann konstatiert werden, dass besondere steuerliche Änderungen jenseits jener, die in einem direkten Verhältnis zur Einführung von REITs stehen, wie beispielsweise gewünschte Änderungen bei der Grunderwerbsteuer oder bei der Ausgestaltung des § 6 b EStG, zunächst keine Voraussetzungen für die Einführung von REITs in Deutschland sein brauchen. Vielmehr könnten solche Forderungen - auch wenn es ihnen im Kern nicht an steuersystematischer Legitimität mangelt - den Diskussionsprozess um die Einführung von REITs in Deutschland belasten. Die großen industriellen Immobilienbestände sowie jene kommunaler Wohnungsbaugesellschaften können auch im Rahmen bestehender steuerlicher Regelungen in REITs überführt werden.

D. Zusammenfassung und Fazit

Der Einzug von REITs in den deutschen Markt ist bereits aufgrund europäischer Entwicklungen und Regulierungen nicht aufzuhalten. Es gilt, sowohl von Seiten der Vertreter alternativer Anlageprodukte wie auch aus politischer Sicht, die Situation positiv zu gestalten und einen Deutschen REIT zu schaffen, dem es gelingen kann, sich im europäischen Wettbewerb durchzusetzen. Nach dem fulminanten Erfolg der offenen Immobilienfonds hat Deutschland die Chance, mit einem eigenen REIT auch aufgrund des immensen zugrunde liegenden Immobilienmarktes im europäischen Wettbewerb das Rennen zu machen und damit auch diese Nische des Finanzmarktes zu besetzen.

Neben den notwendigen steuerlichen Rahmenbedingungen, die im Saldo auf eine Situation hinauslaufen könnten, die jenen der offenen Immobilienfonds entspricht und unter dem Stichwort steuerliche Transparenz bekannt ist, sind hierzu gesellschaftsrechtliche Regulierungen notwendig, die im Ergebnis die Risiken für die Anleger mit dem Ziel beschränken, die Kapitalkostenanforderungen zu minimieren. Auf diese Weise können Abschläge von der Marktkapitalisierung der REITs zum Net Asset Value (NAV) der von ihnen gehaltenen Immobilien tendenziell verhindert werden und gegebenenfalls Zuschläge (Agios) auf das Portfolio erreicht werden. Damit ist das Ziel, Deutsche REITs so zu gestalten, dass sie eine gleichwertige Alternative zur direkten Immobilieninvestition werden können und keine eigene Asset-Klasse sein sollen, umrissen. Dieser Aufsatz soll einen Denkanstoß insbesondere zur gesellschaftsrechtlichen Gestaltung von Deutschen REITs auf der Grundlage finanzierungstheoretischer Überlegungen geben. Es verbleiben eine Vielzahl offener Fragen insbesondere zur steuerlichen Ausgestaltung, der dabei notwendigen Übergangsregelungen sowie zu praktischen Fragen des Vertriebs und der jeweils notwendigen Kapitalerhöhungen.

Anmerkungen

1 http://www.nareit.com/aboutreits/faqtext.cfm, Abfragung am 11.07.2004.
2 FAZ v. 30.04.2004.
3 Schneider, 1995, S. 20 ff.
4 Schmidt / Terberger, 1997, S. 71.
5 siehe Rudolph, 2004
6 Schmidt / Terberger, 1997, S. 71.
7 Williamson, 1990, S. 61.
8 Offene Immobilienfonds suchen den Unterschied, FAZ v. 30.4.2004.
9 Sotelo, 2000, S. 27 f.

Literatur

Coase, R. H. (1937): The nature of the firm, in: Economica, N.S. Vol.4, 1937, S. 386-405, S. 388.

Fama, E. F. (1978): The effects of a firm´s investment and financing decisions on the welfare of its security holders, in: The American Economic Review, 68, 1978, S. 272-284.

Jensen, M. C./Meckling, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: Jl. of Financial Economics 3, 1976, S. 305-360.

Meyers, S. C. (1977): Determinants of corporate borrowing, in: Jl. of Financial Economics 5, 1977, S. 147-145.

Meyers, S. C./Majluf, N.S. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: Jl. of Financial Economics, 13, 1984, S. 187-221.

Miller, Merton H. (1977): Debt and taxes, in.: Jl. of Finance, Vol. XXXII, No. 2, 1977, S. 261-275.

Modigliani, F./Miller, M. H. (1958): The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: American Economic Review, 48, 1958, S. 261-297.

Modigliani, F./Miller, M. H. (1963): Corporate income tax and the cost of capital, in: American Economic Review, 53, 1963, S. 433ff.

Neus, Werner (2003): Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 3. Aufl., Tübingen 2003.

Richter, Rudolf/Furubotn, Eirik G. (1999): Neue Institutionenökonomik, 2. Aufl. Tübingen 2003.

Rudolph, Bernd (2004): Mezzanine Finanzierungen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen; in: Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements. Wolfgang Gerke/Theo Siegert (Hrsg.), Kempten 2004, S. 153-183.

Schmidt, Reinhard H./Terberger, Eva (1997): Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie. 4. Aufl. Wiesbaden 1997.

Schapenack, Fried; Nack, Ulrich; Haub, Christoph (1998): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Handbuch Immobilieninvestitionen, Karl-Werner Schulte/Stephan Bone-Winkel/Matthias Thomas (Hrsg.), Köln 1998, S. 655-687.

Schneider, Dieter (1995): Betriebswirtschaftslehre, Bd. 1: Grundlagen, 2. Aufl. München, Wien 1995.

Sotelo, Ramon (2000): Immobilienaktiengesellschaften - Mythos und Möglichkeiten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 1/2000, S. 24-28.

Sotelo, Ramon (2002): Projektentwicklung und Investoren - welche Produkte für welche Kunden, in: Karl-Werner Schulte, Stephan Bone-Winkel (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Aufl. Köln 2002, S. 699-720.

Stiglitz, Josef. E.(1974): On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, 64, 1974, S. 851-866.

Williamson, O. E. (1988): Corporate finance and corporate governance. in: The Jl. of Finance, Vol. CLIII, No. 3, July 1988, S. 567-591. Williamson, O. E. (1990): Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus, Tübingen 1990.

Abstract

Strong inflows into open-ended funds during the past decade have made this instrument a dominant investment vehicle on the German property investment market. In the US, REITs play an important role as property investment vehicles. A number of countries have just introduced similar instruments or are about to do so. The introduction of REITs in EU states such as France or the UK gives rise to the question of also introducing a German form of REITs, as REITs can invest and be sold throughout the common market of the EU.

Although there is the opinion that because of the existence of open-ended funds, Germany does not need its own REITs, the paper presents some arguments that speak for the introduction of the investment vehicle of German REITs. First, it could be in the interest of the open-ended funds to have a second investment vehicle that is able to invest in property currently owned by open-ended funds. This could reduce a certain market risk involved with mutual funds that invest in property, known as the bank run risk. Secondly, REITs might be able to invest in selected property types and regions even better than open ended-funds. For reasons of liquidity, open-ended funds have so far not offered this specific kind of product, but in the future they may do so.

Listed Property companies have not been successful in Germany, and in many countries they face the problem of market capitalisation not reaching net asset values. The problems property companies face can serve as a guideline to the possible design of a framework for successful German REITs. Two main aspects need to be considered when dealing with the subject of introducing REITs: The legal framework of the REIT, which could be labelled corporate governance, and the tax framework; this paper focuses on the corporate governance aspect of possible German REITs. Investment vehicles are understood as financial institutions in the terminology of transaction cost economics, to which financial theory based on TCE can be applied. It is demonstrated that Oliver Williamson's postulate, according to which non-specific assets can be financed with debt and specific assets should be financed with equity, can be further developed into the statement that non-specific assets can be financed with debt and specific assets can not be financed with debt and have to be financed with other financial institutions such as equity, property investment vehicles or mezzanine financing. Considering that different forms of financing can be regarded as types of governance that regulate - each in a different, albeit in itself consistent form - rights of corporate control and information as well as monetary claims, in addition to the concept of asset specifity or the potential for alternative use of assets and reflecting Williamson's thought, a category can be introduced with respect to the liabilities side that describes the potential for alternative use of funds within financial governance.

The category 'potential for alternative use of funds within financial governance' describes the scope of options that an agent (representative of the investment vehicle) has in conducting business for the principal (investor). Under the assumptions of bounded rationality and opportunistic behaviour (moral hazard) as assumed by the new institutional economics, a high potential for alternative use of funds within financial governance leads to increased transaction costs that also materialise in the form of higher capital costs.

On the other hand, certain assets, or the combination of certain assets with each other and with other production factors, call for certain ranges of possible actions, because otherwise no business activity would be possible. Different types of business activity - in real estate terms, this means: different types of use of property - require different ranges of possible actions. The cost of financing can be minimised with respect to the structure of rules regarding the use of funds, if and when scope for an alternative use of funds is allowed only to such an extent as is necessary for conducting the respective business activity - in real estate terms: use of space. With the introduction of the potential for alternative use of

funds within financial governance in addition to the concept of asset specifity, it is now possible to create a matrix of different financing options, where types of property investment vehicles can then be mapped.

The paper comes to the conclusion that German REITs should probably have a rather rigid framework with respect to corporate governance, which might be comparable to the existing framework of open-ended funds, however without the necessity of submitting the German REITs to banking supervision. Towards the end of the paper, a quick look is taken at the necessary taxation framework, and some arguments for a transparent tax regime are presented.