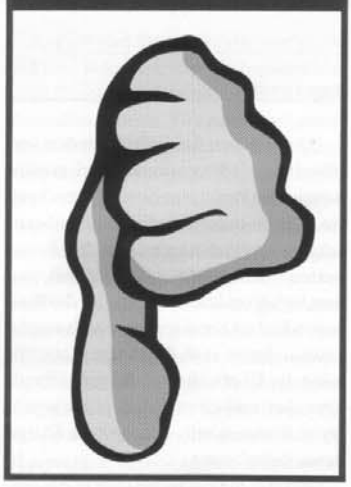
Ein eigenes Börsensegment für REITs?

Die Deutsche Börse will für die geplanten G-REITs ein eigenes Segment und einen seperaten Index auflegen. Aus der Immobilienbranche gibt es zu diesen Plänen sowohl Zustimmung als auch deutliche Ablehnung.

Contra



Dr. Bernd Kottmann

Die Einführung von REITs in Deutschland wird die Bedeutung des Kapitalmarktes für die Immobilienbranche deutlich erhöhen. Vor diesem Hintergrund begrüßen wir es sehr, dass sich die Deutsche Börse frühzeitig der Entwicklung dieses Marktes annimmt und die strukturellen Voraussetzungen für eine effiziente Vermittlerfunktion zwischen Unternehmen und Investoren schaffen möchte.

Allerdings sind nicht alle der geplanten Maßnahmen zielführend. Die Deutsche Börse beabsichtigt, Unternehmen in der Rechtsform eines G-REIT ein getrenntes Marktsegment zuzuweisen und auch einen eigenen G-REIT-Index aufzulegen. Eine gleichzeitige Mitgliedschaft in nationalen Auswahlindizes wie etwa dem DAX oder MDAX soll nicht möglich sein. Gegen einen eigenen REIT-Index als solchen ist grundsätzlich nichts einzuwenden. Allerdings ist der zwangsweise Ausschluss aus den nationalen Auswahlindizes vollkommen unverständlich, zumal er einen deutschen Sonderweg im Vergleich zu Regelung in anderen bedeutenden REIT-Ländern wie zum Beispiel den USA, Großbritannien, Frankreich, den Niederlanden und Australien darstellt. Diese Länder tragen damit der Tatsache Rechnung, dass es sich bei REITs um Aktien handelt, die sich im Wesentlichen nur durch ihre Branchenzugehörigkeit und ihren Steuerstatus von anderen Aktien unterscheiden. Durch den zwangsweisen Ausschluss aus den nationalen Auswahlindizes wird ein großer Teil der Immobilienwirtschaft und damit ein wesentlicher Wirtschaftszweig aus den nationalen Auswahlindizes ausgeblendet. Indizes wie DAX, M-DAX oder S-DAX würden dann nur ein verzerrtes Abbild der deutschen Branchenstruktur widerspiegeln.

Auch das von der Deutschen Börse vorgebrachte Argument der Erleichterung von Peer-Group-Vergleichen ist nicht nachvollziehbar, da es dieser Argumentation folgend keine gemischten Indizes wie den DAX geben dürfte, sondern nur noch separate zum Beispiel Automobil-, Konsumgüter- oder Banken-Indizes.

Ebenso ist die Befürchtung der Deutschen Börse, dass aufgrund zahlreich zu erwartender, großer REIT-IPOs die nationalen Auswahlindizes von REITs dominiert würden, unbegründet. Wie ein Blick auf andere bedeutende REIT-Länder und insbesondere Großbritannien, das kürzlich REITs eingeführt hat, zeigt, sind REIT-IPOs nicht größer und zahlreicher als die anderer Branchen. Tatsächlich werden DAX und M-DAX eher von Banken, Versorgern sowie Pharma- und Chemieunternehmen dominiert.

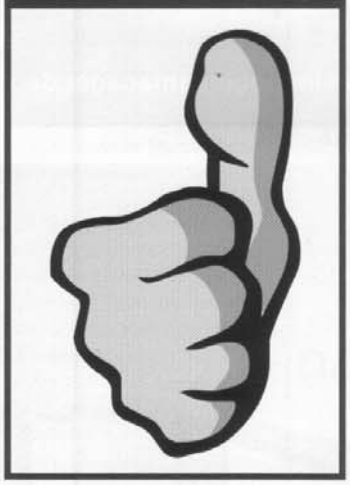
Sollten Gesellschaften bei Konvertierung zum G-REIT-Status einen Auswahlindex zu verlassen haben, hätte das gravierende Nachteile für die betroffenen

Unternehmen zur Folge. Dies würde nicht nur zu einem Reputationsverlust bei ihnen führen, sondern auch indexorientierte Investoren zum Rückzug aus der jeweiligen Aktie bewegen, da viele institutionelle Anleger Indizes in ihren Portefeuilles abbilden oder sich an ihnen orientieren. Dieser Regelungsvorschlag ist daher weder Unternehmen, Aktionären noch Investoren zuzumuten. Ein solcher Schritt liegt nicht im Interesse der Sache und würde letztlich zu einer Ausgrenzung des Marktsegmentes führen. Gerade im Immobiliensektor ist die Liquidität der Aktie ein entscheidendes Auswahlkriterium für Investoren, das durch die Einbeziehung in marktbreite Indizes sowohl gefördert als auch dokumentiert wird. Mangelnde Liquidität macht Aktien für Investoren uninteressant. Daher ist auch ein eigenes Börsensegment erst sinnvoll, wenn eine ausreichende Anzahl an REITs an den Markt kommt. Sonst fristet das Segment und die in ihm befindlichen Unternehmen ein Schattendasein und beide werden lediglich von Spezialinvestoren beachtet. Da Wohnimmobilienbestände, die vor dem 1. Januar 2007 errichtet wurden, nicht REIT-fähig sind, dürften die REIT-IPOs und damit das Potenzial für ein eigenes REIT-Segment zunächst ohnehin überschaubar sein. Gerade REITs brauchen jedoch aufgrund der Beschränkung ihres Verschuldungsgrades sowie der Verpflichtung, nahezu ihren gesamten Gewinn auszuschütten, die Möglichkeit, ihr Wachstum durch Kapitalerhöhungen zu finanzieren, die nur in einem liquiden Markt möglich sind.

Um diesen Nachteilen zu entgehen, könnte die Folge sein, dass deutsche Immobiliengesellschaften ihren juristischen Sitz in Nachbarländer verlegen, und/oder sich an anderen Börsen listen lassen. Die Absicht der Deutschen Börse, REITs aus ihren Auswahlindizes auszuschließen, vermindert daher die Attraktivität des G-REIT deutlich und ist nicht dazu geeignet, ihn zu einem Erfolgsmodell zu machen.

Dr. Bernd Kottmann ist Finanzvorstand der IVG Immobilien AG.

Pro



Dr. Ramon Sotelo

Zwei fundamentale Argumente sprechen für die Bildung von eigenständigen Börsensegmenten für REITs. Das erste Argument bezieht sich auf das Finanzierungsvehikel REIT und das zweite auf die Anlageklasse Immobilien.

Finanzierungsvehikel können als Prinzipal-Agenten-Beziehung begriffen werden, bei der die Anleger der Prinzipal und das Management des Finanzierungsvehikels die Agenten sind. Unterschiedliche Finanzierungsvehikel differenzieren sich nach dem jeweiligen Handlungsspielraum, den sie den Agenten einräumen. Bei Fremdkapital ist der Handlungsspielraum gering, bei einer Aktie größer und bei Private Equity noch gewaltiger. Je größer der Handlungsspielraum eines Finanzierungsvehikels ist, desto höher sind auch die Risiken bezüglich des Verhaltens der Agenten für die Prinzipalen (Anleger) und damit deren Verzinsungsansprüche. Deswegen gilt es bei der Strukturierung von Finanzierungen, den Handlungsspielraum möglichst exakt den geschäftlichen Erfordernissen anzupassen.

In der Praxis erfolgt die Bildung von Börsensegmenten primär nach dem Kriterium des jeweiligen Handlungsspielraums eines Finanzierungsvehikels und nicht nach dem Risiko des vom Finanzierungsvehikel betriebenen Geschäfts, was neoklassische Kapitalmarkt- und Finanzierungstheorie suggerieren. So finden sich Aktien von Bayer und SAP im gleichen Börsensegment, obgleich der Wert von SAP wesentlich volatiler ist als jener von Bayer. Weder die Branche noch das Risiko der Branche oder des einzelnen Wertes sind also für die Zuordnung zu einem Börsensegment von Relevanz, sondern der Handlungsspielraum des Finanzierungsvehikels selbst; und der ist bei Bayer und SAP als Aktiengesellschaften identisch. Die weiteren Kriterien für die Zuordnung zu Börsensegmenten, wie die geforderte Publizität und der notwendige Freeflow, können ebenso unter das Kriterium des Handlungsspielraums subsumiert werden.

Das Argument, Immobilienaktien sollten genauso in den DAX aufgenommen werden können wie Aktien von Autounternehmen oder solche der chemischen Industrie, ist für Immobilienaktien also richtig, weil es für die Zugehörigkeit zu einem Segment nicht auf die Branche ankommt. Das Argument gilt aber eben nicht für REITs, da für die Bildung und Zuordnung zu Börsensegmenten gerade der Handlungsspielraum des Finanzierungsvehikels von Relevanz ist. Der REIT ist ein Finanzierungsvehikel eigener Art, bei dem der Handlungsspielraum der Agenten gegenüber jenem einer Immobilienaktiengesellschaft eingeschränkt ist. Aufgrund des reduzierten Handlungsspielraums erhält ein REIT Fremdkapitalcharakter und ist somit eine Mezzaninefinanzierung zwischen Eigen- und Fremdkapital. So müssen REITs die überwiegende Mehrheit ihrer Erträge aus Mieten und Verkäufen von Objekten realisieren, die Haltefristen unterworfen sind. Gewerbliche Tätigkeiten und ähnliches für Dritte sind ausgeschlossen. Diese Handlungsspielraumbeschränkungen des REITs sind sinnvoll, da sie erstens die Kapitalkosten senken und zweitens die Performance der REITs jener der gehaltenen Bestände anpassen, so dass der Net Asset Value (NAV) des REITs ein relevantes Bewertungskriterium werden kann. Dies ist entscheidend, damit REITs überhaupt zur Alternative für eine Immobiliendirektanlage für die Anleger werden können. Immobilienbezogene Aktivitäten wie das Bauen, Verwalten und Entwickeln von Immobilien mögen gute Geschäfte sein, eignen sich aber nicht für die Abbildung der Performance von Immobilienbeständen. Zur Finanzierung von Immobilienbeständen

ist der REIT mit reduziertem Handlungsspielraum eine geeignete Form; für die der immobilienbezogenen Geschäfte mag es die Aktiengesellschaft sein. Man schätzt, dass DAX-Unternehmen wertmäßig zu rund einem Viertel aus Immobilien bestehen. Diese Immobilien nicht mehr durch teures Aktienkapital sondern durch preiswertes REIT-Kapital zu refinanzieren, ist ein entscheidendes Motiv für die Einführung von REITs in Deutschland. Schließlich legitimiert der mit dem reduzierten Handlungsspielraum sich ergebende Fremdkapitalcharakter die Steuertransparenz des REITs, weil Fremdkapital in der Regel, wie in Deutschland, steuertransparent ist.

Das zweite Argument betrifft die Anlageklasse Immobilien. Traditionell halten Anleger neben Unternehmensbeteiligungen (Aktien) und Festzinsansprüchen (Renten) Immobilien. Erst in den 1990er Jahren hat sich der Trend zur indirekten Anlageform in Immobilien international beschleunigt. Die Entscheidung hinsichtlich der Aufteilung eines Portfolios zwischen den drei Anlageklassen gehört zu den ersten und bedeutsamsten, die jeder Anleger, egal ob privat oder institutionell, für sein Portfolio leisten muss. Im Anschluss daran können über Fonds oder indexbasierte Produkte die einzelnen Klassen abgebildet werden. Wenn nun aber REITs als Immobilienanlagevehikel und damit als indirekte Immobilieninvestitionen mit in das Aktiensegment integriert werden, können Anleger zumindest nicht ohne erhöhten Aufwand indexbasierte Produkte für die Allokation des Kapitals innerhalb der Klassen verwenden. Stets hätten sie implizit einen nicht gewollten Immobilienanteil in den Aktienindices. Damit wäre der Index weder eine geeignete Benchmark für die Aktien noch für die REITs. Auch wären Aktienindizes unterschiedlicher Länder nicht vergleichbar, weil stets die REITs wieder heraus gerechnet werden müssten. Da erscheint es sinnvoller, gleich eigene Segmente und Indizes für REITs und damit für ein Vehikel, welches sich als indirektes Immobilienanlagevehikel eignet, zu etablieren. Dann können Indizes der jeweiligen Segmente sinnvoll als Benchmark genutzt werden und Anleger können sowohl Aktieninvestitionen als auch indirekte Immobilieninvestitionen mit indexbasierten Produkten in ihrem Portfolio abbilden. Für REIT-Investoren dürfte die Bildung eines separaten Segments daher von Interesse sein und die Liquidität im Gesamtmarkt maximieren. Weil die Implementierung eines attraktiven und liquiden Markts das Kerngeschäft der Deutschen Börse AG ist, will sie auch separate REIT-Segmente einführen. Dass es für den bisherigen Marktführer als Immobilienaktie in Deutschland individuell kurzfristig vorteilhafter sein könnte, auch als REIT im M-DAX zu verweilen, bleibt unbenommen.

Professor Dr. Ramon Sotelo ist Juniorprofessor für Immobilienökonomie an der Bauhaus-Universität Weimar.

Und wie ist Ihre Meinung?

Mailen Sie uns an: redaktion@immobilienmanager.de