

Gutachten

Bedeutung von nicht- börsengehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland

Auftraggeber

**Bundesverband Freier Immobilien- und
Wohnungsunternehmen e.V. (BfW), Berlin**

Erstellt von

Prof. Dr. Ramon Sotelo, Juniorprofessor Immobilienökonomie,
Bauhaus-Universität Weimar

Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel, Stiftungsprofessur Immobilien-Projektentwicklung,
European Business School (ebs) Department of Real Estate

Tobias Pfeffer, ebs Department of Real Estate

Patrick Schlump, ebs Department of Real Estate

Martin Becker, ebs Department of Real Estate

Gliederung (kurz)

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
TABELLENVERZEICHNIS	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	VII
KURZFASSUNG.....	1
1 ENTWICKLUNG UND BEDEUTUNG VON REITS.....	15
1.1 EINLEITUNG UND ZIELSETZUNG DES GUTACHTENS.....	15
1.2 REITS IN DEN USA	17
1.3 REITS IN AUSTRALIEN UND ASIEN	19
1.4 REITS IN EUROPA	20
2 ZUSAMMENFASSUNG DES BEST-PRACTICE AUS DEM ZEW/EBS-GUTACHTEN	24
2.1 ERGEBNISSE DES INTERNATIONALEN VERGLEICHS	24
2.2 VERGLEICH DER DEUTSCHEN ANLAGEFORMEN MIT REITS.....	27
2.3 BEST-PRACTICE: EIN VORSCHLAG FÜR DEUTSCHLAND	29
2.4 ABSCHÄTZUNG DES MARKTPOTENZIALS.....	33
3 ENTWICKLUNG DER AKTUELLEN DISKUSSION ZU REITS IN UK, DEUTSCHLAND, FRANKREICH, USA, JAPAN UND AUSTRALIEN.....	33
3.1 USA.....	34
3.2 AUSTRALIEN	37
3.3 JAPAN.....	39
3.4 FRANKREICH	42
3.5 UNITED KINGDOM.....	44
3.6 DEUTSCHLAND.....	46
4 KAPITALMARKTTHEORETISCHE UND IMMOBILIENÖKONOMISCHE BEDEUTUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS FÜR DIE FUNKTIONSFÄHIGKEIT EINES DEUTSCHEN REIT-MARKTES.....	53
4.1 IMMOBILIENÖKONOMISCHE BEDEUTUNG.....	53
4.2 KAPITALMARKTTHEORETISCHE BEDEUTUNG.....	65
5 INTERNATIONALE ERFAHRUNGEN MIT NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS	71
5.1 USA	71
5.2 FRANKREICH.....	79
5.3 UNITED KINGDOM.....	85
5.4 AUSTRALIEN	88
5.5 ASIEN – MALAYSIA.....	93
5.5 ASIEN – JAPAN.....	97
6 VOLUMENSCHÄTZUNG EINES DEUTSCHEN REIT-MARKTES MIT UND OHNE ZULASSUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS	99
6.1 ZUSAMMENFASSUNG DER IFD SCHÄTZUNGEN.....	99
6.2 EINBRINGUNG VON UNTERNEHMENSIMMOBILIEN.....	100
6.3 EINBRINGUNG VON WOHNIMMOBILIENGESELLSCHAFTEN	102
6.4 UMWANDLUNG GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS	105
6.5 UMWANDLUNG VON VERMÖGEN OFFENER IMMOBILIEN-PUBLIKUMSFONDS	107
6.6 UMWANDLUNG OFFENER IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS	108

7	EMPFEHLUNGEN ZUR ZULASSUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS UND VORSCHLÄGE FÜR EINE BEAUFSICHTIGUNG.....	110
7.1	ERFÜLLUNG DER REGULATORISCHEN VORAUSSETZUNGEN AUßER BÖRSENNOTIERUNG	111
7.2	SPEZIELLE TRANSPARENZSTANDARDS FÜR REITS.....	112
7.3	WAHLFREIHEIT ZUR NOTIERUNG ALS BEITRAG ZUR WETTBEWERBSFÄHIGKEIT VON G-REITS	113
7.4	BESTEuerung BEI DER ÜBERFÜHRUNG VON IMMOBILIEN IN EINEN G-REIT	113
7.5	BAFIN-AUFSICHT	114
7.6	ARGUMENTE FÜR EINE WAHLFREIHEIT ZUR BÖRSENNOTIERUNG VON REITS	116
	QUELLENVERZEICHNIS	120

Gliederung (lang)

ABBILDUNGSVERZEICHNIS	V
TABELLENVERZEICHNIS	VI
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS.....	VII
KURZFASSUNG.....	1
1 ENTWICKLUNG UND BEDEUTUNG VON REITS.....	15
1.1 EINLEITUNG UND ZIELSETZUNG DES GUTACHTENS	15
1.2 REITS IN DEN USA	17
1.3 REITS IN AUSTRALIEN UND ASIEN	19
1.4 REITS IN EUROPA	20
2 ZUSAMMENFASSUNG DES BEST-PRACTICE AUS DEM ZEW/EBS-GUTACHTEN	24
2.1 ERGEBNISSE DES INTERNATIONALEN VERGLEICHS	24
2.2 VERGLEICH DER DEUTSCHEN ANLAGEFORMEN MIT REITS.....	27
2.3 BEST-PRACTICE: EIN VORSCHLAG FÜR DEUTSCHLAND	29
2.4 ABSCHÄTZUNG DES MARKTPOTENZIALS.....	33
3 ENTWICKLUNG DER AKTUELLEN DISKUSSION ZU REITS IN UK, DEUTSCHLAND, FRANKREICH, USA, JAPAN UND AUSTRALIEN.....	33
3.1 USA.....	34
3.2 AUSTRALIEN	37
3.3 JAPAN.....	39
3.4 FRANKREICH	42
3.5 UNITED KINGDOM.....	44
3.6 DEUTSCHLAND.....	46
4 KAPITALMARKTTHEORETISCHE UND IMMOBILIENÖKONOMISCHE BEDEUTUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS FÜR DIE FUNKTIONSFÄHIGKEIT EINES DEUTSCHEN REIT-MARKTES	53
4.1 IMMOBILIENÖKONOMISCHE BEDEUTUNG	53
4.1.1 <i>Allgemeine Marktstruktur</i>	53
4.1.2 <i>Der Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen</i>	55
4.1.3 <i>Der Markt für nicht-börsengehandelte Immobilienanlagen</i>	56
4.1.3.1 Positionierung von nicht-börsengehandelten REITs neben offenen Immobilienfonds.....	56
4.1.3.2 Positionierung von REITs neben geschlossenen Immobilienfonds	60
4.1.4 <i>Nicht-börsengehandelte REITs als Alternative zu opportunistischen Fonds</i>	61
4.2 KAPITALMARKTTHEORETISCHE BEDEUTUNG.....	65
4.2.1 <i>Rahmenbedingungen eines funktionierenden börsengehandelten REIT</i>	66
4.2.2 <i>Kapitalmarktanforderungen beim Börsengang</i>	67
4.2.3 <i>Zusammenspiel eines börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs</i>	69
5 INTERNATIONALE ERFAHRUNGEN MIT NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS	71
5.1 USA	71
5.1.1 <i>Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs</i>	71

5.1.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	73
5.1.3	<i>Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	75
5.2	FRANKREICH	79
5.2.1	<i>Einführung und Überblick von nicht-börsengehandelten REITs</i>	79
5.2.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	81
5.2.3	<i>Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	82
5.3	UNITED KINGDOM	85
5.3.1	<i>Einführung und Überblick nicht-börsengehandelter REITs</i>	85
5.3.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	85
5.4	AUSTRALIEN	88
5.4.1	<i>Einführung und Überblick von nicht-börsengehandelten REITs</i>	88
5.4.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	90
5.4.3	<i>Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	91
5.5	ASIEN – MALAYSIA	93
5.5.1	<i>Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs</i>	93
5.5.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	94
5.5.3	<i>Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	95
5.5	ASIEN – JAPAN	97
5.6.1	<i>Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs</i>	97
5.6.2	<i>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	98
5.6.3	<i>Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs</i>	98
6	VOLUMENSCHÄTZUNG EINES DEUTSCHEN REIT-MARKTES MIT UND OHNE ZULASSUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS.	99
6.1	ZUSAMMENFASSUNG DER IFD SCHÄTZUNGEN	99
6.2	EINBRINGUNG VON UNTERNEHMENSIMMOBILIEN	100
6.3	EINBRINGUNG VON WOHNIMMOBILIENGESELLSCHAFTEN	102
6.4	UMWANDLUNG GESCHLOSSENE IMMOBILIENFONDS	105
6.5	UMWANDLUNG VON VERMÖGEN OFFENER IMMOBILIEN-PUBLIKUMSFONDS	107
6.6	UMWANDLUNG OFFENER IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS	108
7	EMPFEHLUNGEN ZUR ZULASSUNG VON NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN REITS UND VOR- SCHLÄGE FÜR EINE BEAUFSICHTIGUNG	110
7.1	ERFÜLLUNG DER REGULATORISCHEN VORAUSSETZUNGEN AUßER BÖRSENNOTIERUNG	111
7.2	SPEZIELLE TRANSPARENZSTANDARDS FÜR REITS	112
7.3	WAHLFREIHEIT ZUR NOTIERUNG ALS BEITRAG ZUR WETTBEWERBSFÄHIGKEIT VON G-REITS	113
7.4	BESTEUERUNG BEI DER ÜBERFÜHRUNG VON IMMOBILIEN IN EINEN G-REIT	113
7.5	BAFIN-AUFSICHT	114
7.6	ARGUMENTE FÜR EINE WAHLFREIHEIT ZUR BÖRSENNOTIERUNG VON REITS	116
	QUELLENVERZEICHNIS	120

Abbildungsverzeichnis

ABBILDUNG 1: MARKTPOTENZIAL EINES DEUTSCHEN REITS MIT UND OHNE BÖRSENPF LICHT.....	11
ABBILDUNG 2: ENTWICKLUNG DES AKTIENKURSES AUFGRUND DER SIIC-EINFÜHRUNG	21
ABBILDUNG 3: ABSCHLAG AUF DEN NETTOINVENTARWERT.....	23
ABBILDUNG 4: GESCHÄTZTE „ENTRY CHARGE“ FÜR AUSGEWÄHLTE BRITISCHE IMMOBILIEN BÖRSENUNTERNEHMEN.....	23
ABBILDUNG 5: INTERESSE AN EINER REIT-STRUKTUR	50
ABBILDUNG 6: MENGEN-PREIS-DIAGRAMM ZUR MIETPREISBILDUNG.....	51
ABBILDUNG 7: IMMOBILIEN-NEUANLAGEN INSTITUTIONELLER INVESTOREN.....	54
ABBILDUNG 8: RESTRUKTURIERUNG UND HANDLUNGSSPIELRAUM DER FINANZIERUNG.....	62
ABBILDUNG 9: VOLUMEN DES NICHT-BÖRSENGEHANDELTEN MARKTES (OHNE GESCHLOSSEN FONDS)	81
ABBILDUNG 10: KUMULIERTES WACHSTUM NICHT-BÖRSENNOTIERTER VEHIKEL IM UK 1998-2004.....	87
ABBILDUNG 11: MARKTVOLUMEN DES AUSTRALISCHEN IMMOBILIENFONDSSEGMENTES.....	88
ABBILDUNG 12: MARKTVOLUMEN NICHT-BÖRSENGEHANDELTER PROPERTY TRUSTS.....	91
ABBILDUNG 13: IMMOBILIEN NACH NÜTZUNGSARTEN	92
ABBILDUNG 14: IFD SCHÄTZUNG DER QUELLEN UND DES MARKTPOTENZIALS FÜR REITS BIS 2011.....	100
ABBILDUNG 15: GEGENÜBERSTELLUNG DER LANGFRISTIGEN VOLUMENSCHÄTZUNG DEUTSCHER REITS UNTER BÖRSENPF LICHT UND -WAHLFREIHEIT	110

Tabellenverzeichnis

TABELLE 1: MARKTKAPITALISIERUNG AUSGEWÄHLTER REIT-REGIME IN 2005.....	15
TABELLE 2: ENTWICKLUNG DER REIT-DEBATTE IN DEUTSCHLAND.....	46
TABELLE 3: VOLUMEN AUSLÄNDISCHER INVESTITIONEN IN DEUTSCHE IMMOBILIENPORTFOLIOS	63
TABELLE 4: ÜBERBLICK PUBLIC, NON-EXCHANGE TRADED UND PRIVATE REITS	73
TABELLE 5: ÜBERBLICK NON-EXCHANGE TRADED REITS 2005 (TOP 9 NACH KAPITALZUFLUSS)	75
TABELLE 6: GOING PRIVATES VON US-REITS (7.6.2005 BIS ZUM 6.3.2006)	77
TABELLE 7: VERGLEICH OFFENE FONDS IN DEUTSCHLAND UND FRANKREICH	83
TABELLE 8: ÜBERSICHT FEE-STRUKTUREN VON UNIT TRUSTS	91
TABELLE 9: ÜBERBLICK NICHT-BÖRSENGEHANDELTE REITS IN JAPAN	98
TABELLE 10: REIT-POTENZIAL WOHNUNGSWIRTSCHAFT	104

Abkürzungsverzeichnis

ASIC	Australian Securities Investment Commission
ASX	Australian Stock Exchange
AUD	Australische Dollar
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
CGI	Commerz Grundbesitz-Investmentgesellschaft
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V.
ebs	European Business School
ETF	exchange-traded funds
EUR	Euro
FASB	Financial Accounting Standards Board
FBI	Fiscale Beleggingsinstelling
FPI	Fonds de Placement Immobilière
IFD	Initiative Finanzplatz Deutschland
IFRS	International Financial Reporting Standards
InvG	Investmentgesetz
IPC	Investment Program Association
IPO	Initial Public Offering
JGB	Japanese Government Bond
JPY	Japanische Yen
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange
LP	Limited Partnership
LPT	Listed Property Trust
MER	Management Expense Ratio
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NASAA	North American Securities Administrators Association
GdW	GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V.

NAV	Net Asset Value
PLC	Public Listed Company
PTF	Property Trust Fund
PUT	Property Unit Trusts
REIT	Real Estate Investment Trust
REMICS	Real Estate Mortgage Investment Conduits
RM	Ringgit
SCM	Securities Commission Malaysia
SEC	Securities and Exchange Commission
SICAFI	Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière
SIIC	Sociétés d'Investissement Immobiliers cotées
SPV	Special Purpose Vehicle
TMK	Tokutei Mokuteki Kaisha
TRA	Tax Reform Act 1986
TRS	Taxable REIT Subsidiaries
USD	United States Dollar
ACAVI	Assurance à Capital Variable Immobilier
APRA	Australian Prudential Regulation Authority
ASIC Act	Australian Securities & Investments Commission Act
CTL	Corporate Tax Law
ETF	Exchange-traded Funds
FPI	Fonds de Placement Immobilier
IRC	Internal Revenue Code
ITL	Investment Trust Law
MER	Management Expense Ratio
OPCI RFA	Organisme de placement collectif dans l'immobilier Règles de Fonctionnement Allégées
OPCI	Organisme de placement collectif dans l'immobilier
PLC	Public Listed Company
PTF	Property Trust Fund
REP	registered exercise professionals
RIA	registered investment advisor

SCPI	Société Civile de Placement Immobilier
SPICAV	Sociétés de Placement à prépondérance Immobilière à Capital Variable
STML	Special Tax Measure Law
TIC	tenant-in-common programs
TSE OS	TSE Offering Standard

Kurzfassung

Einleitung und Entwicklung der aktuellen Diskussion zu REITs

Aufgrund der zunehmenden Bedeutung von Real Estate Investment Trusts (REITs) sowie angestoßen vom Wunsch der Bundesregierung, die Rahmenbedingungen für den Finanzplatz Deutschland zu verbessern, hat sich die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) seit Herbst 2003 mit der Möglichkeit der Implementierung von REITs in Deutschland befasst. Aus diesem Diskussionsprozess folgen die derzeit vorliegenden Vorschläge für die Ausgestaltung eines G-REITs. Bezüglich der steuertechnischen Ausgestaltung erscheint derzeit der Vorschlag der IFD bzw. eine Adaption des im März 2006 vorgestellten UK-REIT Modells wahrscheinlich.

Naturgemäß hat die IFD die Einführung und Gestaltung von REITs primär aus der Perspektive des Finanzmarktes und der Vertreter der Kreditinstitute betrachtet. Die britischen Vorschläge sind hingegen primär aus der Perspektive der vorhandenen bereits börsengehandelten "Property Companies" zu interpretieren, die eine Umwandlung in den künftigen REIT-Status anstreben. In beiden Fällen sehen die Vorschläge ausschließlich börsengehandelte REITs vor, obgleich in den USA, dem Ursprungsland der REITs, aber auch in Australien – dem zweitgrößten REIT-Markt – wie auch in der jungen, aber umso erfolgreicheren REIT-Struktur in Japan jeweils sowohl nicht-börsengehandelte wie börsengehandelte REITs vorhanden sind.

Die deutsche Wohnungs- und Immobilienwirtschaft hat sich erst spät in die Diskussion um die Einführung von REITs in Deutschland eingeschaltet. Aus der Sicht der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, aber auch aus Sicht der Assekuranz, erscheint die Gestaltung einer Wahlfreiheit zwischen börsen- und nicht-börsengehandelten REITs hingegen sinnvoll.

Dieses Gutachten untersucht, welche möglichen Vorteile eine Wahlfreiheit gegenüber der Pflicht zur Börsennotierung bzw. dem vorgeschriebenen Handel der REIT-Anteile an einer Börse hat und bindet dabei die international gesammelten Erfahrungen ein. Kriterium für die Beurteilung der Vorteilhaftigkeit ist dabei die Eignung des jeweiligen

Modells bezogen auf die Realität des deutschen Anlage- und Kapitalmarktes, das erwartete Gesamtvolumen des künftigen REIT-Marktes sowie die sich ergebende Wettbewerbsposition gegenüber anderen europäischen REIT-Strukturen. Weitere Kriterien sind die Mittelstandsfreundlichkeit sowie die sinnvolle Einbindung der Wohnungswirtschaft auch vor dem Hintergrund ihrer sozialpolitischen Bedeutung. Konkrete Lösungsvorschläge für die unter dem Stichwort „EK02“ gegebene Problematik ehemals gemeinnütziger Wohnungsbaugesellschaft ist nicht Gegenstand des Gutachtens. Allgemein lässt sich aber festhalten, dass ein REIT aufgrund seiner langfristig angelegten Ziele keinen Widerspruch zwischen wohnungspolitischen und wohnungswirtschaftlichen Zielen erzeugt.

Immobilienökonomische Bedeutung

Allgemeine Marktstruktur

Der deutsche Immobilienanlagemarkt wird insgesamt durch nicht-börsengehandelte Immobilienanlagevehikel dominiert. Die bestehenden Immobilienaktiengesellschaften konnten sich in der Vergangenheit gegenüber den offenen und geschlossenen Immobilienfonds nur wenig behaupten. In seiner Struktur unterscheidet sich der deutsche Immobilienanlagemarkt daher von anderen Märkten, die bereits seit Langem ein eigenständiges etabliertes Immobiliensegment am Kapitalmarkt aufweisen. Derzeit treten verstärkt ausländische Investoren in den Markt ein, die in der Struktur eines opportunistischen Fonds als neue Assetklasse am Immobilienmarkt teilnehmen. Insbesondere die dienstleistungsorientierten Marktteilnehmer und der Markt der Projektentwickler und Bauträger ist in Deutschland stark mittelständisch geprägt, was bei der Einführung von REITs zugunsten bestehender Immobilienmarktakteure berücksichtigt werden muss.

Der Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen

Börsengehandelte Immobilienanlagen haben in Deutschland nur einen Anteil von 0,49% am gesamten gewerblichen Immobilienbestand. Ferner ist die Handelbarkeit der Immobilienaktien durch den geringen Free Float von ca. 4 Mrd. Euro erheblich beeinträchtigt. Auch aufgrund dessen nahmen institutionelle Investoren bislang kaum am deutschen Immobilienaktienmarkt teil. Es konnte sich ferner kein hinreichendes Umfeld für kapitalmarktorientierte Immobilienanlageprodukte entwickeln, das insbesondere durch un-

abhängige, spezialisierte Analysten gekennzeichnet ist, die den Preisbildungsprozess am Kapitalmarkt durch zusätzliche Immobilienmarktkenntnis überwachen. Aus diesen Gründen, aber auch aufgrund der steuerlichen Benachteiligung gegenüber anderen Vehikeln, hatten Immobilienaktien bislang zumeist einen Abschlag auf ihren Nettoinventarwert, was die Verbriefung von Immobilienbeständen bislang wirtschaftlich unattraktiv machte. REITs könnten diesen Markt beleben und zur Etablierung eines eigenen Segmentes beitragen.

Der Markt für nicht-börsengehandelte Immobilienanlagen

Positionierung von nicht-börsengehandelten REITs neben offenen Immobilienfonds:

Offene Immobilien-Publikumsfonds und offene Immobilien-Spezialfonds profitieren vom Trend zu indirekten Immobilienanlagevehikeln. Allerdings leiden offene Immobilien-Publikumsfonds seit ca. 1,5 Jahren unter erheblichen Mittelabflüssen, die in den ersten drei Monaten von 2006 insgesamt knapp 9 Mrd. EUR betragen. Auch die Wachstumsraten bei offenen Immobilien-Spezialfonds haben sich verlangsamt, zudem meiden ausländische Investoren dieses Anlageprodukt. Beide Fondsarten müssen die Immobilienanlagen im Sondervermögen auf Basis des Investmentgesetzes (InvG) diversifizieren und sind nicht zu themenorientierten Immobilieninvestitionen in der Lage. Offene Immobilienfonds erbringen sowohl eine immobilien- als auch portfoliobezogene Dienstleistung. REITs hingegen spezialisieren sich durch eine regionale und/oder typusspezifische Ausrichtung auf die immobilienbezogene Dienstleistung und können so aus Investorsicht, gerade auch für Kapitalsammelstellen, die portfoliobezogene Dienstleistungen erbringen, das Anlagespektrum erweitern.

Auch aus Sicht der Initiatoren von offenen Immobilien-Publikumsfonds sind REITs als neue Assetklasse interessant um Teile ihres Portfolios in REITs umzuschichten und so die portfoliobezogene Dienstleistung zu optimieren. REITs haben aus Sicht der Initiatoren von offenen Immobilien-Publikumsfonds den Vorteil, die mit der hohen Fristentransformation verbundenen Probleme zu lindern, da diese fungibler als direkt gehaltene Immobilien sind und daher der täglichen Rücknahmeverpflichtung Rechnung tragen.

Aus Sicht der offenen Immobilien-Spezialfonds werden nicht-börsengehandelte REITs ein Konkurrenzprodukt darstellen. Die Marktrelevanz dieses Segmentes ist mit knapp 18 Mrd. Euro Fondsvolumen, das zudem nur teilweise in deutsches Immobilienvermö-

gen investiert ist, allerdings weniger signifikant, weshalb die gesamtwirtschaftlich bedeutende Einführung von REITs mit Wahlfreiheit zum Börsenhandel hervorgehoben werden muss. Auch könnten sich Spezialfondsanbieter in diesem Segment neu positionieren und so attraktive, neue Geschäftsfelder erschließen.

Positionierung von nicht-börsengehandelten REITs neben geschlossenen Immobilienfonds: Geschlossene Immobilienfonds sind das größte und bedeutsamste Anlagevehikel auf dem deutschen Immobilienmarkt. Sie sind primär auf private Anleger ausgerichtet und verzeichneten insbesondere in den 1990er Jahren – auch steuerinduziert – ein großes Marktwachstum. Aktuell schütten jedoch nach LOIPFINGER und IFD ca. 43% der deutschen geschlossenen Immobilienfonds nicht mehr aus. Da der Markt durch viele kleinere Initiatoren und in der Regel kleinere Fonds gekennzeichnet ist, findet sich fast ausschließlich eine externe Verwaltung der Fonds, wodurch die Bewältigung von Problemsituationen erschwert wird. Sowohl der Markt für geschlossene Fonds insgesamt, als auch die meisten geschlossenen Fonds selbst, gelten als relativ intransparent.

Mittels Einbringung von Objekten bzw. Anteilen geschlossener Immobilienfonds in REITs ergeben sich erhebliche Chancen zur Neuordnung dieses Segments in Richtung von mehr Transparenz, Fungibilität und Professionalität. Solch ein Prozess erscheint unter Ausschluss nicht-börsengehandelter REITs schwer vorstellbar. Durch den Zusammenschluss mehrerer geschlossener Immobilienfonds, möglicherweise jeweils eines Fondsinitiators, können sich so entstehende nicht-börsengehandelte REITs unter der Voraussetzung, dass diese Vehikel ebenso wie die börsengehandelte Variante des REIT nicht der Unternehmensbesteuerung unterliegen, im nicht-börsengehandelten Segment den Anforderungen des Kapitalmarktes besser annähern. Auch wären nicht-börsengehandelte REITs, die aus mehreren Geschlossenen Fonds hervorgehen, für institutionelle Investoren interessant, was die Anlegerzielgruppe erweitert.

Nicht-börsengehandelte REITs als Alternative zu opportunistischen Fonds: Die in jüngster Vergangenheit am deutschen Wohnungsmarkt beobachteten Transaktionen angelsächsischer opportunistischer Fonds sind insbesondere auf zwei parallele Marktmechanismen zurückzuführen: Zum einen partizipierte Deutschland nicht an den starken Preisanstiegen auf den Wohnungsmärkten im internationalen Umfeld, zum anderen identifizieren insbesondere Kommunen die Möglichkeit, über den Verkauf ehemals gemeinnütziger Wohnungsbaugesellschaften den Haushalt zu verbessern. Börsengehan-

delte wie nicht-börsengehandelte REITs könnten ein potenzieller Weg für die Desinvestition opportunistischer Investoren darstellen. Allerdings bietet der Exit über ausländische Kapitalmärkte diesen Investoren eine attraktive Alternative, die derzeit auch verfolgt wird.

Nicht-börsengehandelte REITs sind hingegen für Kommunen interessant, die ihre Immobilienbestände und -unternehmen zunächst für den Kapitalmarkt qualifizieren müssen und zugleich einen gesellschaftspolitisch gewollten Einfluss auf die Bestände behalten wollen. Bei nicht-börsengehandelten REITs könnten Wohnungsunternehmen ihre Geschäftsstrategie weitestgehend beibehalten, die Kommunen könnten weiterhin Kontrolle über die lokale Wohnungsbaupolitik ausüben und so die Versorgung mit sozialem Wohnungsbau sicherstellen und durch zusätzliche Investoren finanzielle Mittel erhalten.

Kapitalmarkttheoretische Bedeutung

Rahmenbedingungen eines funktionierenden börsengehandelten REIT

Wesentliche Rahmenbedingungen eines funktionierenden, börsengehandelten REIT-Marktes sind in Deutschland bislang nicht vorhanden. Dazu zählen unter anderem ein eigenes Segment am Aktienmarkt, unabhängige und spezialisierte Aktienanalysten, fachlich qualifizierte und immobilienökonomisch ausgebildete Mitarbeiter im Aktienvertrieb, unabhängige Ratingagenturen mit Immobilien- und Kapitalmarktkenntnis und eine öffentliche Wahrnehmung von Immobilienaktien bzw. REITs als eigenständige Assetklasse. Die Anlagementalität deutscher Immobilienanleger ist primär auf die nachhaltige Entwicklung der Immobilienpreise ausgerichtet, während eine Transaktionspreisbewertung von REITs am Kapitalmarkt eine transparentere, obgleich volatilere Bewertung darstellt. Dieses Verständnis, wie auch die anderen fundamentalen Rahmenbedingungen müssen sich in Deutschland erst noch entwickeln, damit sich ein funktionierendes, transparentes und nachhaltig erfolgreiches REIT-Segment am Kapitalmarkt etablieren kann. Der nicht-börsengehandelte REIT kann dem Anleger als börsenfähiges, gegebenenfalls auch kapitalmarktorientiertes Vehikel dienen, dass die Vorteile eines steuertransparenten und klar fokussierten Anlagevehikels mit denen eines nicht-börsengehandelten Vehikels vereint. Im Zeitablauf werden sich – dies zeigt auch die US-amerikanische Erfahrung – nicht-börsengehandelte REITs aufgrund der geringeren Transaktionskosten am Kapitalmarkt zu einem amtlichen Handel der Anteile bewegen.

Kapitalmarktanforderungen beim Going Public

Immobilienportfolio: Das Immobilienportfolio muss vor dem Weg an den Kapitalmarkt aufbereitet und klar positioniert werden. Dies kann nur im nicht-börsengehandelten Segment und idealer Weise unter Gewährung derselben steuerlichen Vorteile eines börsengehandelten REIT stattfinden. Der Zeitpunkt des Going Public muss zudem frei wählbar sein, um eine optimale Vorbereitung zu gewährleisten und Risiken aufgrund der Preiszyklen am Kapitalmarkt zu vermeiden.

Anforderungen an das Management: Das Management von REITs muss bereits beim Weg an den Kapitalmarkt einen „track record“ nachweisen, der bei neu zu gründenden Vehikeln insbesondere durch die Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs entwickelt werden kann.

Marktkapitalisierung: Der Weg an den Kapitalmarkt setzt ein Initial Public Offering (IPO) Volumen von ca. 300 Mio. EUR voraus, was einen nicht unerheblichen Bündelungsbedarf voraussetzt. Dieser kann bei derzeit kleineren oder mittelständischen Immobilienunternehmen – der überwältigenden Mehrheit der ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaften – aber auch bei der Übernahme von geschlossenen Immobilienfonds, nur durch die Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs dargestellt werden.

Eigentümerstruktur: Insbesondere in der Umwandlung von Teilbeständen von offenen Immobilien-Publikumsfonds ist die Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs sinnvoll, um einen sukzessiven Weg an den Kapitalmarkt mit der einhergehenden Veränderung der Eigentümerstruktur zu ermöglichen.

Zusammenspiel eines börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs

Nicht-börsengehandelte REITs sind als Vorstufe von börsengehandelten REITs ein geeignetes Medium, da sie als Inkubator fungieren. Sie sind auch wichtig, weil institutionelle Investoren wie Versicherungen erst dann ein Interesse an börsengehandelten REITs haben, wenn der Gesamtmarkt so reif und liquide ist, dass die Volatilität berechenbar und angemessen ist. Ohne die Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs ist es aber fraglich, ob ein deutscher REIT-Markt im internationalen Wettbewerb überhaupt diese kritische Größe erreicht.

Die Existenz von nicht-börsengehandelten REITs schafft darüber hinaus auch die notwendige Kapitalmarktdisziplin, da das Management börsengehandelter REITs stets damit rechnen muss, übernommen zu werden und wieder als nicht-börsengehandelter REIT zu agieren. Würde solch ein "delisting" steuerlich bestraft, würde indirekt Kapitalmarktineffizienz unterstützt.

Ergebnisse der internationalen Erfahrungen mit nicht-börsengehandelten REITs

Die internationalen Erfahrungen mit nicht-börsengehandelten REITs zeigen, dass eine Wahlfreiheit zum Börsenhandel eine wichtige Bedeutung für die Funktionsfähigkeit und Leistungsfähigkeit eines REIT-Marktes hat. In den meisten Ländern, insbesondere in den erfolgreichsten REIT-Regimes, wie den USA, Australien und Japan, gibt es sowohl börsengehandelte als auch nicht-börsengehandelte REITs. Der Zwang zum Börsenhandel, z.B. in Frankreich und Belgien, resultiert unter anderem aus der Dominanz der börsengehandelten Immobilienaktiengesellschaften auf dem Immobilienanlagemarkt.

International hat sich keine einheitliche Definition oder Rechtsform von nicht-börsengehandelten REITs durchgesetzt. So gibt es eine Vielzahl von Begriffen wie „Unlisted REIT“, „Private REIT“, „non-exchange traded publicly registered REIT“ oder „unlisted property trust“, die hinsichtlich der regulatorischen Rahmenbedingungen, der Rechtsform, der Eigentümerstruktur als auch bezüglich ihrer Wichtigkeit für die Leistungsfähigkeit des jeweiligen REIT-Regimes divergieren.

Da nicht-börsengehandelte REITs international nicht gleichartig reguliert sind, leitet sich der Begriff als gemeinsamer Nenner wirtschaftlicher Eigenschaften ab. Diese Merkmale sind: die Steuertransparenz, die Geschlossenheit des Anlagevermögens, ein eindeutiger Immobilienbezug, keine Thesaurierung der Einkünfte, die Übertragbarkeit der Anteil und kein Börsenhandel der Anteile. Daraus lässt sich folgende Definition ableiten: *„Nicht-börsengehandelte REITs sind Immobilienanlagevehikel, die aufgrund gesetzlicher Rahmenbedingungen eine steuertransparente Struktur ermöglichen, sofern ihre Einkünfte annähernd vollständig aus Immobilienvermögen erzielt und an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.“*

USA: In den USA lassen sich zwei Arten von nicht-börsengehandelten REITs unterscheiden: „publicly registered non-exchange traded REITs“ und „Private REITs“. Non-

exchange traded REITs ähneln Public REITs im Hinblick auf die regulatorischen Anforderungen. Trotz des fehlenden Börsenhandels sind diese bei der Securities and Exchange Commission (SEC) registriert und erfüllen deren Zulassungsfolge- und Publizitätspflichten. Im Gegensatz dazu berichten Private REITs nicht an die SEC und erfüllen geringere Offenlegungs- und Publizitätspflichten als Non-exchange traded REITs. Nicht-börsengehandelte REITs unterscheiden sich nicht nur im Hinblick auf Volatilität und Liquidität von Public REITs, sondern verfügen über andere Vertriebsstrukturen. Nicht-börsengehandelte REITs haben wesentlich zur Strukturierung und Disziplinierung des US-amerikanischen Marktes für nicht-börsengehandelte Vehikel beigetragen.

Frankreich: Bedingt durch die Dominanz börsengehandelter Immobilienaktiengesellschaften, die Einführung eines französischen offenen Immobilienfonds 2005/06 und des weniger mittelständisch geprägten Marktes für Immobilienanlagen gibt es bisher keine Wahlfreiheit zum Börsenhandel für REITs (SIICs) in Frankreich. Aufgrund der liberalen Regelungen („laisser-faire Modell“) zur Investitions- und Ertragsstruktur, sowie zu Nebentätigkeiten im Hinblick auf Immobilienhandel und -projektentwicklung, ist der französische SIIC („Sociétés d’Investissement Immobiliers cotées“) im internationalen Vergleich von REITs als „aktiv“ positioniert.

United Kingdom: Im britischen Markt sind mehrere nicht-börsengehandelte Vehikel verfügbar. Diese decken ein breites Spektrum an Risiko-Rendite-Profilen ab und bieten dementsprechend Produkte (Property Unit Trusts, Limited Partnerships, Special Purpose Corporate Vehicles) sowohl für institutionelle als auch private Anleger. Qualifizierte Pensionskassen können hierdurch bereits steuertransparent investieren. Ähnlich einem REIT ist eine spezialisierte Anlagestrategie möglich, die eine gezielte Diversifikation durch den Investor selbst erlaubt. Auch ist eine spätere Umwandlung in einen UK-REIT durchführbar, wodurch sich die verpflichtende Börsennotierung bei UK-REITs nicht negativ auswirken muss. Der Markt für nicht-börsengehandelte Vehikel ist in den vergangenen Jahren stetig gewachsen, wobei internationale Investoren häufig den Umweg über „off-shore“-Vehikel gesucht haben, um steuereffizient zu agieren.

Australien und Asien: Die Verfügbarkeit und Möglichkeit zur Gründung von nicht-börsengehandelten REITs in Australien, Japan und Malaysia hat sich positiv auf die Entwicklung von REIT-Strukturen in den genannten Ländern ausgewirkt. Aufgrund der geringen Korrelation zu Aktien und „Listed Property Trusts“ (LPTs) erweitern „Un-

listed Property Trusts“ seit mehr als einer Dekade das Anlagespektrum für Investoren in Australien. Während die ersten börsengehandelten REITs in Japan zum größten Teil aus den bereits etablierten Immobilienaktiengesellschaften hervorgingen, wurden die ersten nicht-börsengehandelten REITs mehrheitlich von Versicherungen und institutionellen Anlegern initiiert. In Malaysia haben nicht-börsengehandelte REITs entscheidend zur Restrukturierung und Konversion des Marktes für Immobilienanlagen beigetragen.

Die internationalen Erfahrungen belegen, dass die Wahlfreiheit zum Börsenhandel vorteilhaft für die Funktionsfähigkeit eines REIT-Marktes ist. Aufgrund der länderspezifischen Besonderheiten divergieren nicht-börsengehandelte REITs hinsichtlich ihrer Bedeutung für die jeweiligen Märkte für Immobilienanlagen.

Volumenschätzung eines deutschen REITs mit und ohne Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs

Zusammenfassung der IFD-Schätzungen: Die IFD schätzt das Marktpotenzial deutscher REITs basierend auf dem Modell, das nur börsengehandelte REITs zulässt, auf ca. 122 Mrd. EUR bis 2011.

Einbringung von Unternehmensimmobilien: Das Marktpotenzial aus der Einbringung von Unternehmensimmobilien wird von der IFD auf 60 Mrd. Euro bis 2011 geschätzt. Der drittverwendungsfähige und veräußerbare Wert großer deutscher Immobilienunternehmen ließe ein solches Marktpotenzial grundsätzlich zu. Bei der geplanten Umwandlung bestehender Portfolien in REITs würden diese Portfolien unternehmensspezifische Risiken mit wenigen Großmiethern darstellen, die voraussichtlich als solche an der Börse mit Abschlägen bewertet würden. Wesentlich besser wäre es, wenn neue REITs sich ein Portfolio aus homogenen Nutzungsarten bei diversifizierter Mieterschaft zusammenstellen würden. Dieser Prozess ist ohne die dauerhafte Zulassung nicht-börsengehandelter REITs praktisch nicht darstellbar, weil eine Platzierung eines noch aufzubauenden Portfolios – zudem naturgemäß ohne Track Record – an der Börse nicht denkbar erscheint. Das Gesamtvolumen börsengehandelter REITs wäre damit wesentlich geringer als 60 Mrd. EUR.

Einbringung von Wohnimmobiliengesellschaften: Das Marktpotenzial aus der Einbringung von Wohnimmobiliengesellschaften wird von der IFD auf 30 Mrd. EUR bis 2011 geschätzt. Diese Portfolien sind bereits relativ homogen und bezüglich der Mieter diver-

sifiziert. Die Schätzung der IFD ist unter Berücksichtigung der laufenden Transaktionen am Wohnimmobilienmarkt plausibel. Der nicht-börsengehandelte REIT wäre aus Sicht der Kommunen hingegen die attraktivere Variante: zum einen gegenüber dem Verkauf an einen opportunistischen Fonds, zum anderen gegenüber der Umwandlung in einen börsengehandelten REIT. Werden nicht-börsengehandelte REITs in Deutschland eingeführt, ließe sich aller Voraussicht nach das prognostizierte Volumen deutlich übertreffen. Das Gutachten der ZEW/ebs geht von einem Volumen von rund 110 Mrd. EUR aus, das sich aus den aktuellen Wohnungsbeständen ableitet.

Umwandlung geschlossener Immobilienfonds: Das Marktpotenzial aus der Umwandlung geschlossener Immobilienfonds wird von der IFD auf 20 Mrd. EUR bis 2011 geschätzt. Dieser Wert lässt sich voraussichtlich nur realisieren, wenn auch nicht-börsengehandelte REITs dauerhaft zugelassen werden, da sich auch hier ein erheblicher Arrondierungsbedarf identifizieren lässt, der für den Schritt an den Kapitalmarkt notwendig ist. In diesem Falle und bei entsprechender steuerlicher Gestaltung nach Modifikation des § 23 EStG gemäß Koalitionsvertrag könnte das Volumen – dies zeigt die US-amerikanische Erfahrung mit UPREITs und DownREITs – auch wesentlich höher ausfallen.

Umwandlung von Vermögen offener Immobilien-Publikumsfonds: Das Marktpotenzial aus der Umwandlung offener Immobilien-Publikumsfonds wird von der IFD auf 10 Mrd. EUR bis 2011 geschätzt. Sofern aus steuerlichen Gesichtspunkten für ausländisches Immobilienvermögen die Direktanlage oder ein im Ausland notierter REIT attraktiver sein sollte, ist diese Prognose etwas zu hoch angesetzt, da 10 Mrd. Euro ca. 40% des in inländische Immobilien angelegten Eigenkapitals darstellen. Zudem werden offene Immobilienfonds nicht bereit sein, die anfänglich vor Etablierung eines reifen REIT-Marktes hohe Volatilität zu verkraften. Durch nicht-börsengehandelte REITs ergeben sich attraktive Chancen für offene Immobilien-Publikumsfonds, sodass auch auf diese ein Teil des Marktpotenzials von REITs entfallen könnte.

Umwandlung offene Immobilien-Spezialfonds: Das Marktpotenzial aus der Umwandlung offener Immobilien-Spezialfonds wird von der IFD auf 7 Mrd. EUR bis 2011 geschätzt. Unter der Voraussetzung, dass institutionelle Investoren REIT-Anteile weiterhin zum Nettoinventarwert bilanzieren werden, ist dieser Anteil realistisch. Wesentlich größer könnte dieses hingegen ausfallen, sofern nicht-börsengehandelte REITs in

Deutschland eingeführt werden. Zudem hätten deutsche institutionelle Investoren durch nicht-börsengehandelte REITs ein attraktives Vehikel für die jährlichen Immobilien-Neuanlagen, die sich durch die angestrebte Erhöhung der Immobilienquote in Zukunft voraussichtlich steigern werden. Das Marktpotenzial nicht-börsengehandelter REITs aus den Mitteln institutioneller Investoren könnte daher mittel- bis langfristig das aktuelle Fondsvolumen der Spezialfonds überschreiten. Auch diese nicht-börsengehandelten REITs sollten in der längerfristigen Perspektive in den Börsenhandel überführt werden können. Allein hieraus ergibt sich ein Potenzial von rund 30 Mrd. EUR, welches jedoch teilweise aus dem Bereich der offenen Immobilien-Spezialfonds stammen wird.

Die Schätzung des Marktpotenzials von REITs (Bauhaus / ebs) – mit und ohne eine Wahlfreiheit zum Börsenhandel – unterliegt wichtigen Annahmen und erheblicher Unsicherheit und darf nicht ohne Berücksichtigung der dargestellten Prämissen und der mit dieser Schätzung verbundenen Unsicherheit gewürdigt werden (Vgl. Kapitel 6). Die Schätzung bezieht sich über den Zeitraum bis 2011 hinaus. Weiter stellt die Bauhaus / ebs-Schätzung das maximal erzielbare Potenzial dar, welches nur bei einer wettbewerbsfähigen Ausgestaltung der erfolgskritischen regulatorischen Aspekte eines deutschen REIT-Modells erreicht werden kann.

Abbildung 1: Marktpotenzial eines deutschen REITs mit und ohne Börsenpflicht

	IFD (bis 2011)	Bauhaus / ebs (langfristig)	
	Börsenpflicht	Börsenpflicht	Börsenwahlfreiheit
Einbringung Unternehmensimmobilien	EUR 55 Mrd.	25 bis 30	55
Einbringung von Wohnimmobilien-gesellschaften	30	30	110
Umwandlung Geschlossene Fonds	20	5 bis 15	20
Umwandlung Publikumsfonds	10	5	10
Umwandlung Spezialfonds (inkl. Versicherungen)	7	7	20
Σ	122	72 bis 87	215

Empfehlung

Basierend auf den kapitalmarkttheoretischen und immobilienökonomischen Aspekten, den internationalen Erfahrungen mit nicht-börsengehandelten REITs unter Einbeziehung der Strukturierung der deutschen Immobilienwirtschaft und Immobilienmärkte, wird eine „*Wahlfreiheit unter Börsenaufsicht*“ dringend empfohlen.

Ein nicht-börsengehandelter REIT soll den gleichen regulatorischen Anforderungen wie ein börsengehandelter REIT unterliegen. Ein nicht-börsengehandelter REIT unterliegt ferner im Hinblick auf Corporate Governance genauso den generellen Publizitäts- und Offenlegungspflichten wie andere Aktiengesellschaften.

Der propagierte Entwurf eines nicht-börsengehandelten REITs unter Aufsicht orientiert sich am erfolgreichen amerikanischen Modell eines „Publicly Registered Non-Exchange Traded REITs“. Neben den Transparenzstandards, die sich aus dem Aktienrecht ergeben, müssen nicht-börsengehandelte REITs an einem geregelten Markt registriert sein und dort die Visibilitäts- und Transparenzstandards des REIT-Segmentes, wie es z.B. die Deutsche Börse in Form eines „General-Standard“ oder „Prime-Standards“ bisher nur für börsengehandelte REITs anbietet, erfüllen. Die Zulassung eines „Pre-REITs“ nach dem Modell der IFD, der faktisch nicht die konstituierenden Merkmale eines REITs abbildet, wird nicht empfohlen.

Es wird eine Wahlfreiheit zur Börsennotierung bzw. des Handels der REIT-Anteile an der Börse bei identischer Börsenaufsicht empfohlen, die aus folgenden Gründen eine wichtige Bedeutung für die Funktions- und Leistungsfähigkeit eines deutschen REITs hat:

- *Wahlfreiheit als Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit eines deutschen REITs im europäischen Kontext.* Insbesondere gegenüber dem französischen und englischen Modell stellt die Wahlfreiheit einen komparativen Wettbewerbsvorteil dar. Sofern Deutschland keinen besseren REIT als Großbritannien entwirft, muss davon ausgegangen werden, dass dieser dem britischen Wettbewerb, aufgrund der unterlegenden Kapitalmarkttradition, nicht standhalten kann.
- *Kleine und mittelständische Unternehmen.* Eine Pflicht zum Börsenhandel erschwert kleinen und mittelständischen Unternehmen die Erlangung des REIT-Status. Aufgrund der fehlenden Größe und Kapitalmarkterfahrung würden diese Gesellschaften von den Chancen dieses Segmentes kaum profitieren. Dies würde

sowohl das Marktpotenzial als auch die Dynamik des REIT-Marktes einschränken.

- *„Inkubator-“ und „Pooling-Funktion“.* Die internationalen Erfahrungen belegen die Wichtigkeit von nicht-börsengehandelten REITs, um kapitalmarktfähige Portfolios aufzubauen. Gerade mittelständische Unternehmen besitzen oft nicht den notwendigen Track Record und die Expertise für einen Übergang an den Kapitalmarkt. Auch große Immobilienportfolien aus dem industriellen Sektor müssen zur Erlangung der Kapitalmarktfähigkeit neu strukturiert werden, wozu ein nicht-börsengehandelter REIT einen substanziellen Beitrag leisten kann.
- *Kapitalmarktdisziplin.* Die dauerhafte Existenz von nicht-börsengehandelten REITs schafft den nötigen Druck des Kapitalmarktes gegenüber dem Management börsengehandelter REITs.
- *Ausländische Investoren.* Langfristig orientierten ausländischen Investoren fehlt oft die Expertise über deutsche Anlagevehikel in Immobilien. Ferner findet die Regelungen des Investment- und Investmentsteuergesetzes bei vielen ausländischen Investoren keine Akzeptanz. Nicht-börsengehandelte REITs wären ein international bekanntes Vehikel für den Aufbau von Portfolien in Deutschland, was Kapital nach Deutschland bringt und zusätzlich die Refinanzierungskosten am Standort Deutschland senkt. Die spätere Börsennotierung wäre zugleich eine mögliche Form der Desinvestition für diese Investoren.
- *Interessen der Kapitalsammelstellen.* Insbesondere Versicherungen würden von dem Vehikel der nicht-börsengehandelten REITs profitieren. So kann durch nicht-börsengehandelte REITs ein Beitrag zur Alterssicherung geleistet werden: Nicht volatile REITs dürften ein hohes Interesse etwa von Lebensversicherern auf sich ziehen, die wiederum Beträge zur Alterssicherung von Sparern anlegen.
- *Volatilität und Marktzyklen.* Viele langfristig orientierte Investoren in nicht-börsengehandelte REITs, wie Versicherungen, meiden börsengehandelte REITs, die starken Wertschwankungen – unter anderem durch Faktoren wie „day trading“, Sektorenentwicklungen und Skandalen – unterliegen können. Aufgrund des fehlenden Kapitalmarktdrucks können nicht-börsengehandelte REITs teilweise Marktzyklen besser ausnutzen.

- *Konservative, langfristige Anlageform.* REITs sind mittel- bis langfristige Anlageformen, die nicht mit kurzfristig orientierten Finanzinvestoren zu vergleichen sind. So könnten nicht-börsengehandelte REITs z.B. den Kommunen oder Wohnungsbaugesellschaften eine Alternative zu opportunistischen Fonds bieten, bei der sie über eine Beteiligung weiterhin Einfluss ausüben können. Auch als Alternative zu „off-shore“-Konstruktionen könnten REITs dazu beitragen, das Steueraufkommen in Deutschland zu erhöhen. Sollten nicht-börsengehandelte REITs nicht zugelassen werden, ist davon auszugehen, dass ausländische Investoren ihre bereits getätigten und zukünftigen Investitionen weiterhin über steuer-effiziente, ausländische Vehikel betreiben und Wertzuwächse in Deutschland unbesteuert bleiben. Dies würde volkswirtschaftlich einen Vermögenstransfer und Kontrollverlust bedeuten. Die Ausblendung der Wohnungswirtschaft ist hierbei in hohem Maße kontraproduktiv, da der Prozess der Privatisierung hierdurch nicht aufgehalten, sondern eher beschleunigt wird.

1 Entwicklung und Bedeutung von REITs

1.1 Einleitung und Zielsetzung des Gutachtens

Seit 2003 wird über die Möglichkeit diskutiert, Real Estate Investment Trusts (REIT) in Deutschland einzuführen. Zunehmend lässt sich weltweit beobachten, wie neue REIT-Regime eingeführt werden und zu erfolgreichen Immobilienanlageprodukten avancieren. Mittlerweile können über 20 Länder Vehikel vorweisen, die sich im weitesten Sinne an dem US-amerikanischen Vorbild orientieren und demnach als REIT bezeichnet werden. Festzuhalten ist, dass der 1960 eingeführte US-REIT zwar richtungsweisend ist, sich die einzelnen Modelle jedoch signifikant unterscheiden können. Grundsätzlich handelt es sich um ein geschlossenes, börsennotierbares Vehikel, das eine steuertransparente Struktur ermöglicht und dessen Einkünfte annähernd vollständig an die Investoren ausgeschüttet werden.¹ Deutschland und das Vereinigte Königreich (UK) sind die letzten beiden G7-Länder, die eine entsprechende Struktur noch nicht etabliert haben, wobei in UK bereits ein Gesetzentwurf eingereicht wurde. Die nachstehende Tabelle zeigt das Einführungsjahr und die Marktkapitalisierung ausgewählter REIT-Regime weltweit.

Tabelle 1: Marktkapitalisierung ausgewählter REIT-Regime in 2005

Land	Einführungsjahr	Marktkapitalisierung
USA	1960	380 Mrd. USD
Niederlande	1969	17 Mrd. USD
Australien	1985	77,5 Mrd. USD
Belgien	1990	4 Mrd. USD
Kanada	1994	17,6 Mrd. USD
Japan	2000	26,8 Mrd. USD
Singapur	2002	5,6 Mrd. USD
Hong Kong	2003	4,6 Mrd. USD
Frankreich	2003	25 Mrd. USD
Malaysia	2005	0,17 Mrd. USD

Quelle: Ernst&Young (2005); NAREIT (2005); Wu Yue (2006); STB Research (2006); CBRE (2005).

¹ Vgl. UBS (2004), S. 5.

Während sich die von der IFD initiierte politische Diskussion fast ausschließlich auf eine verpflichtend börsengehandelte Variante des REIT in Deutschland (G-REIT) konzentriert, fehlt die Betrachtung der Bedeutung eines nicht-börsengehandelten REIT für den gesamten REIT-Markt fast gänzlich in den Untersuchungen.

Vor diesem Hintergrund wird das Fehlen einer nicht-börsengehandelten REIT-Struktur im Vereinigten Königreich (UK) und Frankreich angeführt. Dabei ist in diesen Ländern jedoch eine vollkommen unterschiedliche Marktstrukturierung aufzufinden, die einen funktionierenden Börsensektor sowie vergleichsweise unregulierte Vehikel vorhält. Dies gestattet vor allem institutionellen Investoren, ihr Portfolio effizient zu gestalten. Bedenkt man den Anlagehorizont vieler Anleger, erscheint die Möglichkeit einer volatileren Investition in börsengehandelte REITs nur eingeschränkt praktikabel.

Zudem ist die Kapitalmarktsituation in Deutschland und die Kapitalmarktfähigkeit vieler Immobilienbestände nicht ausreichend, um ein ähnliches Wachstum wie in Frankreich erwarten zu können.

Daher soll im Rahmen des vorliegenden Gutachtens die Bedeutung eines nicht-börsengehandelten REITs für die Funktionsfähigkeit des deutschen REIT-Marktes analysiert werden. Ziel ist es, Empfehlungen zur Frage der Zulassung eines „Unlisted REIT“ und zur Beaufsichtigung abzuleiten. Hierzu gliedert sich die Studie wie folgt:

- Kapitel 1 stellt die Entwicklung und Bedeutung von REITs im Allgemeinen dar. Ziel ist es die Relevanz von börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs aufzuzeigen und deren Bedeutung zu quantifizieren.
- Kapitel 2 fasst die Ergebnisse des „Best Practice“ aus dem ZEW/ebs-Gutachten zusammen. Hierbei wird basierend auf dem internationalen Vergleich und den vorhandenen deutschen Anlageformen ein Vorschlag für die Ausgestaltung eines deutschen REIT sowie dessen Marktpotenzial gegeben.
- Kapitel 3 stellt die aktuellen Entwicklungen sowohl von börsengehandelten als auch nicht-börsengehandelten REITs dar. In Abgrenzung zu Kapitel 1 soll hier weniger die Bedeutung quantifiziert werden, sondern auf Basis der historischen Entwicklung die Struktur der vorhandenen REIT-Regime erklärt und derzeitige

Entwicklung und Trends aufgezeigt werden. Die Erläuterungen zu den rechtlichen Rahmenbedingungen basieren hierbei im Wesentlichen auf den Quellen ZEW/ebs (2005), EPRA (2004), HM Treasury (2006) und BVI, DVFA, IFD und der Diskussion dieser Entwicklungen in den öffentlichen Medien.

- Kapitel 4 stellt einen Hauptteil des Gutachtens dar und ist essenzielle Grundlage der Empfehlung zur Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs. Hierbei soll im Rahmen der immobilienökonomischen Bedeutung insbesondere auf die Positionierung eines (nicht-börsengehandelten) REIT eingegangen werden. Weiter soll im Rahmen der kapitalmarkttheoretischen Bedeutung die Notwendigkeit eines nicht-börsengehandelten REIT, insbesondere aufgrund der Rahmenbedingungen in Deutschland, hinsichtlich der vorhandenen Rahmenbedingungen und Kapitalmarktanforderungen bewertet werden.
- Kapitel 5 analysiert die internationalen Erfahrungen mit Unlisted REITs. Hierbei soll ein Überblick über die nationalen Unterschiede, die relevanten Märkte, die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen und Strukturierung von Unlisted REITs, sowie deren Bedeutung analysiert und Unterschiede aufgezeigt werden.
- Kapitel 6 hat zum Ziel, auf Basis einer kritischen Analyse der IFD-Schätzung zum Marktvolumen von REITs, eine Aussage zum Marktpotenzial von REITs mit und ohne Wahlfreiheit zur Börsennotierung zu geben.
- Kapitel 7 formuliert auf Basis der vorangegangenen Kapitel eine Empfehlung zur Zulassung eines nicht-börsengehandelten REIT. Hierbei werden auch Empfehlungen zur aufsichtsrechtlichen Behandlung und Ausgestaltung eines deutschen, nicht-börsengehandelten REIT gegeben.

1.2 REITs in den USA

Unter REITs versteht man Anlagekonstrukte, die unter bestimmten Voraussetzungen ihre Gewinne aus immobilienbezogenen Kapitalanlagen körperschaftsteuerfrei an ihre Anteilseigner abführen können. Die heute weltweit verbreiteten Modelle orientieren

sich an der 1960 vom U.S. Congress verabschiedeten Gesetzgebung.² Erst Änderungen der Rahmenbedingungen, sowohl rechtlich als auch wirtschaftlich, verhalfen dem REIT in den neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts zum Status eines attraktiven Immobilienanlageprodukts.³ Auffällig ist das rasante Wachstum dieses Produktes in den letzten Jahren, das sich anhand der Entwicklung der Marktkapitalisierung börsengehandelter US-REITs illustrieren lässt.

Grundsätzlich lässt sich die Entwicklung von US-REITs in fünf Epochen unterteilen. Beginnend mit dem originären Produkt aus den 1960er Jahren, als REITs eingeführt wurden, das jedoch nicht sofort zum erhofften Erfolg führte. Dieser Phase folgte ein Wachstum Anfang der 1970er Jahre – beschleunigt durch hohe Fremdfinanzierungen – von 1 Mrd. US-Dollar (USD) in 1969 auf ca. 20 Mrd. USD in 1974 und einem anschließenden Abschwung bis 1983, der auf einer Rezession und steigenden Zinsen basierte. Die dritte Wachstumsperiode erstreckte sich von 1984 bis 1986. Gemäß der National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) wurden in der Zeitspanne von 1961 bis 1998 2.532 Emissionen⁴ vorgenommen, mit einem aggregierten Volumen von 186 Mrd. USD. Als vierte Periode kann 1993 bis 1998 beobachtet werden, in der alleine 201 Erstnotierungen erfolgten, unterstützt durch die erheblich verbesserten Anlagemöglichkeiten für Pensionsfonds in REITs. Die bislang letzte Phase dauert noch an und zeichnet sich durch ein weiteres Wachstum des REIT-Sektors aus.

Der Umfang börsengehandelter REITs betrug demnach 3% des BIP,⁵ in 2005. Der Anteil von nicht-börsengehandelten REITs am BIP bzw. ihr Volumen wird nicht öffentlich erfasst.

Die NAREIT, die den nationalen Verband der US-REIT-Industrie darstellt, hat z.Zt. über 190 börsengehandelte REITs verzeichnet. Hinzu kommen ca. 20 nicht-börsengehandelte, registrierte REITs (non-exchange traded REITs) und über 800 nicht-börsengehandelte, nicht registrierte („nicht-börsennotierte“) REITs, die neben den allgemeinen REIT-Kriterien weitestgehend unbeaufsichtigt agieren können. Daraus resultiert eine sehr geringe Informationstransparenz für diese bei der SEC unregistrierten REITs.⁶

² Vgl. BRUEGGEMAN/FISHER (2005), S. 580.

³ Vgl. VÄTH (1999), S. 2.

⁴ Darunter sind nicht nur Erstnotierungen zu verstehen, sondern alle Securities, vgl. SIRMANS (1999), S. 6.

⁵ Vgl. NAREIT (2005).

⁶ Vgl. Kapitel 5, insbesondere Tabelle 4: Überblick Public, Non-Exchange Traded und Private REITs.

Nicht-börsengehandelte, jedoch SEC-registrierte REITs haben in den vergangenen zwei Jahren einen deutlichen Zuwachs vorweisen können. 2003 wurde der Markt von vier Initiatoren dominiert, die auch in 2005 die größten Mittelzuflüsse aufzeigten. Jedoch sind eine Reihe neuer Unternehmen hinzugetreten, die dem Beispiel der etablierten Initiatoren zu folgen versuchen und neue nicht-börsengehandelte REITs bei der SEC registrieren.

Während bei börsengehandelten US-REITs der Anlegerkreis u.a. zu ca. 68% aus institutionellen Anlegern und 16% Privatanlegern besteht⁷, ist bei nicht-börsengehandelten REITs ein eindeutiger Trend zu institutionellen Investoren erkennbar. 1990 waren über 90% der börsengehandelten REITs in Besitz von Privatanlegern.⁸ Die Änderung der Eigentümerstruktur ist u.a. auf ein größeres Gesamtvolumen und die verbesserten Bedingungen für Pensionsfonds durch die Lockerung der Streubesitzkriterien 1993 („Omnibus Budget Reconciliation Act“) zurückzuführen.

1.3 REITs in Australien und Asien

Australien

Der REIT-Markt (LPT; Listed Property Trust) in Australien ist einer der am weitest entwickelten weltweit. LPTs haben einen Anteil von rund 10% am gesamten Aktienmarkt und sind somit relativ gesehen bedeutender für Australien als der US-REIT für die USA (1%).⁹ Etwa die Hälfte aller Investment-Grade Immobilien werden bereits durch LPTs gehalten, wodurch sich begründet, dass Auslandsinvestitionen vermehrt vorgenommen werden müssen, um weiterhin LPT-fähige Immobilien akquirieren zu können.

Japan

Der japanische REIT-Markt (J-REIT) entwickelt sich seit seiner Gründung 2000 stetig weiter. Innerhalb von vier Jahren konnte eine Versiebenfachung der Marktkapitalisierung erzielt werden. Trotzdem repräsentiert dies lediglich einen Anteil von 0,5% am Bruttoinlandsprodukt (BIP), verglichen mit 3% in den USA und 10% in Australien.¹⁰

⁷ Vgl. MURPHY (2004), S. 22.

⁸ Vgl. CARPENTER (1998), o.S.

⁹ Vgl. NAREIT (2005), o.S..

¹⁰ Vgl. NAREIT (2005), o.S..

Malaysia

Nachdem Malaysia bereits vor Jahren eine sehr restriktive REIT-ähnliche Struktur eingeführt hatte, wurde 2005 eine neue Gesetzgebung in Kraft gesetzt. Bislang sind nur wenige Unternehmen börsengehandelt, aber es wird erwartet, dass insbesondere Projektentwicklungsunternehmen den REIT nutzen werden, um ihre eigenen Immobilien zu verwerten.

Singapur

In Singapur konnte die REIT-Struktur (S-REITs) seit ihrer Einführung 2002 ein signifikantes Wachstum vorweisen. Trotz der positiven Entwicklung halten S-REITs lediglich 5% der Büromietflächen, 3% der „industrial“ Flächen und 10% der Einzelhandelsflächen.¹¹

1.4 REITs in Europa

In Europa konnte in den vergangenen Jahren zunehmend ein Trend von der direkten Immobilienanlage hin zu indirekten Immobilieninvestitionen und somit zu international diversifizierten Portfoliostrukturen verzeichnet werden. Dies begründet sich u.A. durch die Intransparenz der rechtlichen Systeme, aber insbesondere auch durch immobilieninhärente Faktoren, die lokales Wissen erforderlich machen, welches durch indirekte Anlagen von Investoren effizienter genutzt werden kann. REITs tragen hierbei zu einer Verbesserung der Informationslage und, zumindest im börsengehandelten Sektor, zur Erhöhung der Liquidität bei. Die positive Entwicklung der bislang in Europa eingeführten REIT-Modelle resultierte, neben den Bestrebungen in Deutschland und den UK, auch in Überlegungen anderer Länder, wie der Schweiz oder Finnland, ein REIT-Regime einzuführen

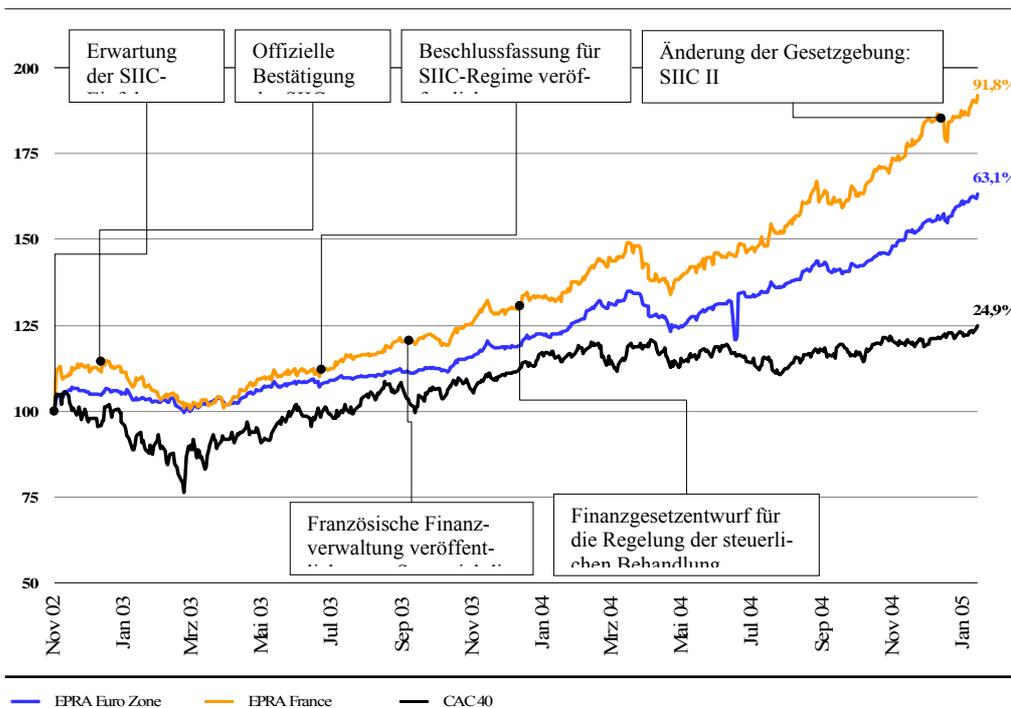
Seit der Etablierung einer REIT-Struktur in den Niederlanden 1969 (FBI; Fiscale Beleggingsinstelling) sind u.a. auch in Belgien 1995 (SICAFI; Société d'Investissement à Capital Fixe Immobilière) und Frankreich 2003 (SIIC; Société d'Investissements Immobiliers Cotées) eigene Modelle hinzugekommen.

Der bereits existente Immobilienaktienmarkt in Frankreich wurde durch die SIIC-Struktur signifikant bereichert und eine beachtliche Performance, sowohl von bereits bestehenden Aktienunternehmen als auch von neuen Unternehmen, die zum REIT-

¹¹ Vgl. NAREIT (2005), o.S.

Status konvertierten, erzielt. Alle börsengehandelten Immobilienunternehmen haben den REIT-Status angenommen und eine Marktkapitalisierung von insgesamt über 25 Mrd. EUR erreicht, ausgehend von etwa 10 Mrd. EUR Anfang 2003.¹² Allein Unternehmensimmobilien von ca. 5 Mrd. EUR wurden seit SIIC-Einführung ausgegliedert.¹³ Um das Marktwachstum weiter zu fördern, hat die französische Regierung für den Zeitraum 2005-2007 die Option (SIIC II) geschaffen, steuerbegünstigt Immobilien in einen REIT gegen die Gewährung von Anteilen einzubringen. Hierdurch werden zum einen die Kosten für einen Börsengang erheblich reduziert, da Immobilien in bereits bestehende REITs eingebracht werden können. Zum anderen eröffnet dies eine neue Exitoption für opportunistische Fonds und andere nicht-börsengehandelte Vehikel. Neben inländischen Unternehmen hat die SIIC-Struktur sich auch für ausländische Unternehmen als interessant erwiesen, die ihre französischen Immobilien somit steuerbegünstigt in einen SIIC auslagern können. Mit bestimmten Konstruktionen besteht sogar die Möglichkeit für ausländische Investoren, die SIIC-Ausschüttungen weder auf Unternehmens- noch auf Anlegerebene versteuern zu müssen.

Abbildung 2: Entwicklung des Aktienkurses aufgrund der SIIC-Einführung



Quelle: Morgan Stanley (2005).

¹² Vgl. HUGHES/ARISSEN (2005), S. 2.

¹³ Vgl. IW (2006), S. 15.

Für die Einrichtung einer REIT-Struktur konnten mehrere Beweggründe herangezogen werden. Zum einen der Druck seitens der Immobilienaktienunternehmen im kompetitiven Umfeld ausländischer Marktteilnehmer ein steuertransparentes Vehikel zu schaffen. Zum anderen wurde die Aussicht auf Steuerzuflüsse durch das Heben stiller Reserven als positiv für die französische Haushaltslage erachtet. Der Immobilienaktiensektor sah sich zudem einer stetigen Unterbewertung verglichen zum Nettoinventarwert (Net Asset Value; NAV) von durchschnittlich 25% ausgesetzt und erwartete – ähnlich internationaler Erfahrungen – diesem Missstand durch einen REIT begegnen zu können. Mitte 2004 war bereits ein Aufschlag von ca. 8% auf den NAV zu verzeichnen.¹⁴

Durch die SIIC II Gesetzgebung wird eine weitere Belebung des SIIC-Marktes erwartet. Unter den G7-Staaten ist das UK, neben Deutschland, als einziges Land noch ohne eine REIT-Struktur. Grundsätzlich sieht sich das UK ähnlichen Gegebenheiten wie in Frankreich gegenüber. So werden börsengehandelte Immobilienunternehmen zu einem Abschlag von bis zu 25% auf ihren NAV gehandelt. Zudem verlangen die Kapitalsammelstellen aufgrund der Umstellung der Altersvorsorge auf Kapitaldeckungsverfahren zunehmend neue Anlagevehikel.¹⁵ Der Abschlag auf den NAV erschwert die Fremdkapitalaufnahme und limitiert dadurch Wachstumschancen.

Eine Auslagerung von Unternehmensimmobilien kann den – relativ zu den USA – hohen Eigennutzeranteil an gewerblichen Immobilien reduzieren und Kapital für Kernkompetenzen freisetzen.

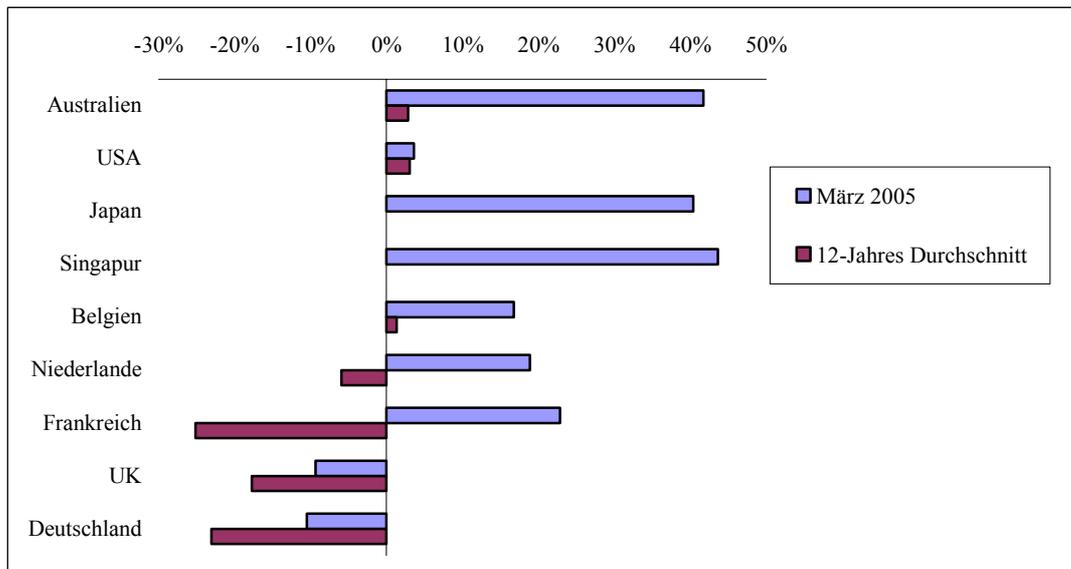
Durch den fortgeschrittenen Einführungs-Prozess¹⁶ konnten bereits erste Auswirkungen festgestellt werden. Der britische Immobilienmarkt ist signifikant von großen Börsenunternehmen geprägt. Die Ankündigung eines REIT führte zu einer Reduktion des Abschlags auf den NAV.

¹⁴ Vgl. UBS Global Paper 2006, S. 26.

¹⁵ Vgl. Lizieri/Ward (2004), S. 89.

¹⁶ Vgl. hierzu Kapitel 3.

Abbildung 3: Abschlag auf den Nettoinventarwert



Quelle: KPMG (2006), S. 2.

Die REIT-Kriterien stellen für viele Unternehmen, wie British Land, Hammerson oder Land Securities kein Problem dar. Sowohl die „Exit-Steuer“, in den UK „entry-charge“ genannt, die sich auf 2% des Bruttomarktwertes des Immobilienvermögens beläuft und über vier Jahre gestreckt werden kann, als auch die maximal 10%ige Einzelbeteiligung könnten von vielen dieser Unternehmen erfüllt werden. Auch die Fremdkapitalgrenze wird von diesen Unternehmen unterboten.¹⁷

Die Konversion in einen UK-REIT würde laut Schätzung der Citigroup folgende „entry charge“ auslösen:

Abbildung 4: Geschätzte „entry charge“ für ausgewählte britische Immobilien-Börsenunternehmen

Firma	In Millionen £
British Land	328
Brixton	50
Great Portland Estates	24
Hammerson	80
Land Securities	284
Liberty International	141

¹⁷ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG (2006a), S.2..

Slough Estates	108
----------------	-----

Quelle: Citigroup Investment Research (2006).

2 Zusammenfassung des Best-Practice aus dem ZEW/ebs-Gutachten

2.1 Ergebnisse des internationalen Vergleichs

Rechtsform: International haben REITs keine einheitliche Rechtsform. So besteht in den USA die Möglichkeit, einen REIT in der Rechtsform als Trust oder Kapitalgesellschaft aufzulegen. In den Niederlanden und in Frankreich haben REITs die Rechtsform einer beschränkt haftenden Kapitalgesellschaft. Dagegen müssen sich REITs in Japan als Asset-Management-Unternehmen lizenzieren lassen. In Australien und Kanada haben REITs den Status eines Unit Trust, in Belgien den eines Investmentfonds.

Börsennotierung: In den meisten Ländern ist die Börsennotierung nicht vorgeschrieben. Lediglich in Belgien und Frankreich ist die Börsennotierung für den REIT-Status erforderlich. Diese beiden Länder zeichneten sich jedoch bereits vor der Einführung von REITs im Jahr 1990 bzw. 2003 dadurch aus, dass der Immobilienanlagemarkt von börsengehandelten Immobilienaktiengesellschaften dominiert wurde und somit der Zwang zur Börsennotierung nur für weitere Marktteilnehmer eine Eintrittsbarriere darstellt.

Eigentümerstruktur und Streubesitz: Ursprüngliche Intention von Streubesitzkriterien und Höchstbeteiligungsquoten für REITs in den USA war es, ein indirektes Anlageinstrument für Kleinanleger im Immobilienmarkt zu schaffen. Aber erst nach Erleichterungen für institutionelle Investoren konnte sich ein dynamischer Markt entwickeln, in dem Institutionelle heute die wichtigste Anlegergruppe darstellen. In anderen erfolgreichen Märkten wurde auf rigide Streubesitzkriterien verzichtet: In Australien existieren keine Streubesitzkriterien. In Kanada ist lediglich eine Mindestzahl von Anteilseignern, aber keine Höchstbeteiligungsquote vorgeschrieben. In Belgien und Frankreich existieren keine Streubesitzvorschriften. Im Gegensatz dazu bestehen in den Niederlanden – einem im internationalen Vergleich eher wenig entwickelten REIT-Markt – explizite Höchstbeteiligungsquoten.

Anlagevorschriften und Ertragsvorschriften: In allen Ländern bestehen Restriktionen für REITs hinsichtlich der Struktur ihrer Einkünfte und/oder Vermögensanlagen. Dabei sind REITs stets als primär passives Immobilieninvestmentvehikel strukturiert, d.h. dass die Einkünfte größtenteils aus Vermietung und Verpachtung sowie aus Veräußerungsgewinnen von Immobilien stammen und das Vermögen größtenteils aus Immobilien, Immobilienbeteiligungen oder Anteilen an qualifizierten Immobiliengesellschaften besteht.

Management: Sowohl in den USA als auch in Kanada war im Zeitablauf – wegen auftretender Interessenkonflikte – eine Abkehr von externen Managementstrukturen zu beobachten. Mit Ausnahme von Australien und Japan besteht in allen betrachteten REIT-Regimes mittlerweile Wahlfreiheit zwischen internem und externem Management.

Fremdkapitaleinsatz: In den meisten REIT-Regimes ist der Einsatz von Fremdkapital nicht begrenzt.

Ausschüttung: Die meisten REIT-Regimes schreiben hohe Ausschüttungsquoten vor. Die Mindestausschüttung variiert in den betrachteten Ländern zwischen 80 % in Belgien über 90 % in den USA und Japan bis hin zu 100 % in den Niederlanden. In Australien und Kanada gibt es keine Mindestquoten, allerdings sind allein die ausgeschütteten Einkünfte von der Besteuerung auf Unternehmensebene freigestellt. Die Berücksichtigung von Verlusten ist auf Anlegerebene in allen Vergleichsländern ausgeschlossen. Der Abzug der steuerlich abzugsfähigen Aufwendungen, insbesondere der Abschreibungen, zur Ermittlung der Ausschüttungsbemessungsgrundlage ist mit Ausnahme von Kanada in allen betrachteten Ländern gestattet. Dadurch werden trotz der hohen Ausschüttungsverpflichtung substanzerhaltene Maßnahmen durch eine Innenfinanzierung ermöglicht.

Emissions- und Rückgabemodalitäten: Im internationalen Vergleich sind börsengehandelte REITs in keinem Regime dazu verpflichtet, die ausgegebenen Anteile zum Stichtagswert zurückzunehmen. Eine eingeschränkte Rücknahmeverpflichtung bei nicht-börsengehandelten REITs besteht ausschließlich in Kanada und Australien. In Australien müssen die Anteile bei nicht-börsengehandelten Property Trusts jedoch nur alle zwölf Monate zurückgenommen werden.

Besteuerung: Im internationalen Vergleich ist zwischen verschiedenen Verfahren der steuerlichen Behandlung von Erträgen grundsätzlich zu differenzieren, die jeweils im Kontext der sonstigen steuerlichen Regelungen dieser Länder zu sehen sind. In den USA, Kanada, Japan und in Australien sind die nicht ausgeschütteten Einkünfte auf REIT-Ebene steuerpflichtig. Niederländische BIs, belgische SICAFIs und französische SIICs sind prinzipiell auf Unternehmensebene steuerpflichtig. Allerdings gilt in den Niederlanden ein auf Null reduzierter Steuersatz für laufende qualifizierende Einkünfte. In Belgien werden qualifizierende Einkünfte von der Bemessungsgrundlage abgezogen und in Frankreich sind qualifizierende Einkünfte per Definition steuerfrei.

Die Besteuerung bei Rechtsformumwandlung ist wie folgt geregelt: In den Niederlanden müssen stille Reserven mit dem vollen Körperschaftsteuersatz versteuert werden. In Frankreich und Belgien hingegen wird ein reduzierter Steuersatz angesetzt. In Japan und in den reiferen Märkten USA, Australien und den Niederlanden gibt es keine grundsätzliche privilegierte Behandlung der stillen Reserven. In den USA ist allerdings die Möglichkeit der Steueroptimierung durch die UPREIT-Struktur zu berücksichtigen. Darüber hinaus kann die sog. Exit-Tax auch gestundet werden. Die Exit-Tax entfällt sogar vollständig, sofern die Immobilien für mindestens zehn Jahre im Bestand des REITs gehalten wurden.

Performance: Der REIT-Markt hat sich in vielen Vergleichsländern in Relation zu anderen Anlageformen (Standardaktien, Renten) gut entwickelt. Die langfristige Performance im Zeitraum 1990 bis 2004 ist lediglich in Belgien und den Niederlanden unterdurchschnittlich. In Japan folgten die Immobilienaktien der langfristigen (geringen) Performance des Aktienmarktes, seit Einführung der REITs 2001 ist aber eine gute Performance zu beobachten. Eine relativ zu anderen Anlageformen besonders gute Wertentwicklung konnten REITs im Allgemeinen nach der Jahrtausendwende verzeichnen. Bezüglich ihres Risiko-Rendite-Profiles zeigen sich REITs häufig als etwas weniger risikant als Aktien bei kaum geringerer Rendite.

Es bestehen im Allgemeinen positive Korrelationen auf der Basis von Monatsrenditen mit dem allgemeinen Aktienmarkt. Langfristig liegt aber in keinem Land eine Kointegrationsbeziehung mit dem Aktienmarkt vor. Geringe Korrelationen bestehen dagegen im Allgemeinen mit dem Rentenmarkt, hier lassen sich allerdings für einige Länder

Langfristbeziehungen in Form von Kointegration nachweisen. In einigen Ländern zeigt sich eine Kointegration darüber hinaus mit der Entwicklung des Verbraucherpreisniveaus: ein Indiz dafür, dass das Investment in REITs einen Inflationsschutz darstellt.

2.2 Vergleich der deutschen Anlageformen mit REITs

Gegenüberstellung der REITs mit den Immobilien-AGs: Die Gemeinsamkeiten zwischen deutschen Immobilien-AGs und REITs nach US-amerikanischem Muster beschränken sich auf den Immobilienbezug, die Börsennotierung und die Flexibilität bei der Fremdfinanzierung. Die bestehenden Immobilien-AGs repräsentieren kein einheitliches Aktiensegment. Steuerlich sind sie gegenüber anderen Anlageformen im deutschen Immobilienanlagemarkt schlechter gestellt. Sie verfügen über nur eingeschränkte Fungibilität und finden nur geringe Akzeptanz bei Anlegern. Diese Gründe dürften ausschlaggebend für die auf schwachem Niveau stagnierende Marktentwicklung sein: Den Immobilien-AGs fehlt ein Alleinstellungsmerkmal.

Gegenüberstellung der REITs mit den geschlossenen Immobilienfonds: Die Unterschiede zu den REITs bestehen im Wesentlichen in den folgenden Bereichen: Das Produktsegment ist uneinheitlich, die Fonds sind überwiegend auf Einzelobjekte ausgerichtet. Dadurch sind die Investitionsvolumina je Fonds gering, die Ausschüttung der primär steuerorientierten Fonds ist vergleichsweise niedrig. Gravierendes Problem ist die eingeschränkte Fungibilität und die geringe Rechnungslegungs- und Markttransparenz.

Gegenüberstellung der REITs mit den offenen Immobilienfonds: Die Gemeinsamkeiten zwischen den offenen Immobilienfonds und den REITs bestehen im steuerlichen Sonderstatus und ihrer Finanzierungsfunktion für Immobilieninvestments. Die Unterschiede resultieren aus der offenen Fondskonstruktion und der damit verbundenem Rückgabeproblematik. Offene Publikumsfonds haben einen relativ hohen Liquiditätsanteil, einen geringen Fremdfinanzierungsgrad sowie eingeschränkte Spezialisierungsmöglichkeiten. Aufgrund der Bewertungspraxis ist die Marktpreisentwicklung geglättet. Die Transaktionskosten der Fonds sind relativ hoch. Die Performance von offenen Immobilienfonds ergibt sich nicht nur aus den Immobilienanlagen, sondern auch zu einem großen Anteil

aus den liquiden Mitteln. Bei Publikumsfonds handelt es sich somit faktisch um Gemischte Fonds mit Teilportfolios im Immobilien-, Renten- und Geldmarktsektor. Bei Spezialfonds dominiert zwar wegen des geringeren Liquiditätspolsters die Immobilien-Performance, sie stellen aber wegen ihrer Anlagebeschränkungen, ihrer Kosten, ihrer eingeschränkten Attraktivität für ausländische Anleger, des Zwangs zum externen Management und ihrer fehlenden Börsenfähigkeit kein Substitut für REITs dar.

Performancevergleich: Die vergleichende Betrachtung der Performance der verschiedenen Anlageformen im deutschen Markt zeigt, dass offene Immobilienfonds über den Zeitraum 1993 bis 2003 die höchste risikoadjustierte Rendite aufweisen. Allerdings ist das Renditeniveau absolut gesehen recht gering und liegt deutlich unter dem des Rentenmarktes und des Aktienmarktes. Eine Investition in den deutschen Immobilienaktienindex hat sich in der Vergangenheit nicht gelohnt. Insbesondere im Zeitraum von 1994 bis 2003 haben sich Immobilienaktien erheblich schlechter als andere Anlageformen entwickelt und rentierten sogar unterhalb der Geldmarktverzinsung.

Die Analyse zeigt recht deutlich, dass eine Anlageklasse, deren Rendite-Risikoprofil den REITs insbesondere in den USA, Kanada und Australien entspricht, im deutschen Markt nicht vorhanden ist. Die deutschen Immobilienaktien stellen aus performanceorientierter Sicht keine Anlagealternative zu offenen oder geschlossenen Immobilienfonds dar, da ihre Performance gegenüber Aktienanlagen und Rentenanlagen gering ist und sie darüber hinaus auch keine wesentlichen Diversifikationsvorteile erkennen lassen. Auch die offenen Immobilienfonds weisen ein von REITs deutlich abweichendes Rendite-Risiko-Profil auf, allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Zeitreihen bei offenen Immobilienfonds im Gegensatz zu denen der REITs auf Bewertungen und nicht auf Transaktionspreisen basieren.

Vorteilhaftigkeit von REITs für deutsche Anleger: Die Vorteilhaftigkeit des REIT-Konzepts basiert auf der Kombination mehrerer Wettbewerbsvorteile. Die Portfolios zeichnen sich nicht nur durch Größe und gezielte strategische Ausrichtung sowie eine hohe laufende Ausschüttung aus, sondern weisen einen deutlichen Mehrwert durch das aktive Management auf. Im Falle einer Börsennotierung ergibt sich eine breite Streuung und eine Bewertung zu nachvollziehbaren Marktwerten. Die Transaktionskosten sind relativ gering. Dadurch können renditeorientierte Anleger angesprochen werden, die zu

günstigen Transaktionskosten und mit hoher Liquidität gezielt in bestimmte Immobilienmarktsegmente investieren wollen. Als neue Anlegerkreise kommen auch ausländische Investoren in Frage, da REITs als „international standard“ gelten. Besonders hervorzuheben ist zudem die mögliche Trennung der Portfolio-bezogenen und Immobilien-bezogenen Dienstleistung: REITs konzentrieren sich im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds auf die Immobilien-bezogene Dienstleistung und Anleger können durch die Auswahl spezialisierter Vehikel Diversifikationsvorteile im Multi-Asset-Portfolio besser nutzen. Insofern kann die Einführung eines REIT-Pendants eine Marktbelebung bewirken und damit zur Bewältigung der derzeitigen Krise am Immobilienmarkt beitragen. Durch flankierende Gesetzgebung im Versicherungsaufsichts- und Investmentgesetz könnten sich auch offene Immobilienfonds und Versicherungen an REITs beteiligen.

2.3 Best-Practice: Ein Vorschlag für Deutschland

Rechtsform Aktiengesellschaft mit steuerlichem Sonderstatus: Durch die Rechtsform der AG ist gewährleistet, dass sich REITs in Deutschland von offenen Immobilienfonds schon durch die Gesetzesgrundlage abgrenzen und als alternatives Kapitalmarktprodukt verstanden werden. Die einfache Übertragbarkeit von Aktien ist eine wichtige Grundvoraussetzung für einen liquiden Markt mit effizienter Anteilspreisermittlung. Zudem finden durch den Rechtsmantel der Aktiengesellschaft die Sicherungsmechanismen des Aktiengesetzes, das Testat des Wirtschaftsprüfers und ggf. der Börsenaufsicht Anwendung.

Keine obligatorische Börsennotierung: Grundsätzlich ist eine Börsennotierung von deutschen REITs anzustreben, da ein liquider öffentlicher Handel der REIT-Anteile am ehesten Transparenz, effiziente Bewertung und hohe Fungibilität gewährleistet. Zu berücksichtigen ist aber, dass der deutsche Immobilienanlagemarkt sich wesentlich von den im internationalen Vergleich betrachteten Immobilienanlagemärkten unterscheidet. Der Anlagemarkt für Unternehmensimmobilien ist weniger entwickelt. Die Kapitalmarktfähigkeit der Immobilienbestände muss in Deutschland erst hergestellt werden. Aus diesen Gründen ist es erforderlich, dass REITs auch als nicht-börsengehandelte Immobilienanlagevehikel gegründet werden können. Gegen eine verpflichtende Bör-

sennotierung spricht auch, dass das für ein funktionierendes Börsensegment zwingend notwendige Umfeld – z.B. Analysten, Investmentbanken, Presse und Berater mit Spezialwissen im Immobilieninvestmentbereich – in Deutschland gegenwärtig noch nicht in ausreichendem Maße vorhanden ist. Grundsätzlich könnte eine Befristung des nicht-börsengehandelten REIT-Status für einen bestimmten Zeitraum, in dem ein REIT an die Börse gehen soll, in Erwägung gezogen werden. Eine solche Befristung würde theoretisch eine Börsennotierung forcieren. Sie könnte aber andererseits auch die Gründung vieler REITs verhindern, da zum Zeitpunkt der Gründung Unsicherheit dahingehend bestünde, ob innerhalb der Frist überhaupt ein kapitalmarktfähiger REIT mit einem qualitativ hochwertigen Bestandsvermögen strukturiert werden kann, ein aufnahmefähiges Börsenumfeld vorhanden ist und die Immobilienmarktentwicklung günstige Rahmenbedingungen für einen Exit an die Börse bietet. Aus diesem Grund ist von einer Befristung abzuraten.

Keine Streubesitzvorschriften: Rigide Anforderungen an den Streubesitz im aktuellen deutschen Aktien- und Immobilienmarktumfeld sind als wesentliches Hemmnis für die Marktentwicklung einzuschätzen und sollten daher aus marktorientierter Sicht nicht eingeführt werden. Auch das Einhalten eines Free-Float-Kriteriums sollte nicht konstitutiv für deutsche REITs sein. Allerdings sind mit einem Verzicht auf Streubesitzkriterien fiskalische Risiken verbunden, da Ausschüttungen an ausländische Anteilseigner u.U. nicht mehr wirksam besteuert werden können.

Internes Management: Vor dem Hintergrund der internationalen Erfahrungen mit REIT-Managementstrukturen erweist sich das der Aktiengesellschaft implizite Modell eines internen Managements als geeignet. Dies bedeutet aber nicht, dass das operative Management der Immobilien nicht an externe Parteien delegiert werden könnte.

Qualifikation durch Erfüllung von Ertragskriterien: Grundsätzlich sollten REITs keinen Einschränkungen hinsichtlich ihrer Anlagemöglichkeiten unterliegen. Reguliert werden sollten die Aktivitäten ausschließlich über Ertragskriterien, dies stellt die transparenteste und zudem einfachste Regulierungsmöglichkeit dar. Die Erträge des REITs sollten primär durch Immobilienanlagen generiert werden. Allerdings sollte es auch möglich sein, einen begrenzten Teil der Einkünfte aus nicht-qualifizierenden Aktivitäten zu generieren, um das Immobilienportfolio zu optimieren und in eingeschränktem Maße Projekt-

entwicklung für Dritte betreiben zu können. Jedoch sollten Projektentwicklungsaktivitäten und sonstige immobilienbezogene Dienstleistungen der herkömmlichen Besteuerung unterliegen.

Qualifizierende Erträge: Daher sollten mindestens 75-85 % der Erträge aus Mieteinnahmen, Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer länger als vier Jahre und Einnahmen aus Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, die ebenfalls die Ertragskriterien erfüllen, stammen. Mindestens 95 % der Erträge sollten aus den vorstehend genannten Erträgen zuzüglich Veräußerungsgewinnen von Immobilien mit einer Haltedauer unter vier Jahren, Dividenden aus steuerpflichtigen Tochtergesellschaften (bspw. Aktivitäten im Bereich Projektentwicklung oder gewerbliche Immobilienbewirtschaftung), sonstigen Dividenden und Zinsen stammen.

Keine Regulierung des Fremdkapitaleinsatzes: Die internationalen Erfahrungen haben gezeigt, dass der Einsatz von Fremdkapital effizient durch den Markt selbst reguliert wird und daher kein weiterer Regulierungsbedarf für ein deutsches REIT-Pendant besteht.

Ausschüttungsquote: Sowohl qualifizierende als auch nicht qualifizierende Einkünfte sollten in Anlehnung an das US-amerikanische Modell zu 80-90 % ausgeschüttet werden. Darüber hinaus gehende Erträge können, müssen aber nicht ausgeschüttet werden. Abschreibungen sollten allerdings keiner Ausschüttungsverpflichtung unterliegen, um sie zusammen mit den nicht-ausgeschütteten Erträgen zur Innenfinanzierung nutzen zu können. Die Berücksichtigung von Verlusten auf Anlegerebene sollte ausgeschlossen werden.

Keine Rücknahmeverpflichtung: REITs sollten keine Rücknahmeverpflichtung gegenüber den Anteilseignern haben, da sie nur dann ein immobilienpezifisches Rendite-Risiko-Profil aufweisen können, wenn sie keine kurzfristige Liquidierbarkeit der Investitionen sicherstellen müssen. Eine Rücknahmepflicht würde das Rendite-Risiko-Profil von REITs dem offener Immobilienfonds stark angleichen.

Publizitätspflichten: Die Publizitätspflichten deutscher REITs ergeben sich aus den gesellschaftsrechtlichen Regelungen einer Aktiengesellschaft. Allerdings soll die Frage ob REITs im Gegensatz zu gewöhnlichen Aktiengesellschaften bei Einführung nach den Grundsätzen der International Financial Reporting Standards (IFRS) und zum Fair Va-

lue bilanzieren müssen, soll hier nicht abschließend beurteilt werden. Zusätzlich zu den Bilanzierungsvorschriften nach IFRS und des Gesellschaftsrechts könnten REITs ebenfalls dazu verpflichtet sein, ihre Mieteinnahmen und die Fair Values erst nach Regionen und danach nach Nutzungsarten differenziert auf aggregierter Ebene zu veröffentlichen, ohne dass Rückschlüsse auf die Einzelobjekte möglich sind. Eine weitergehende Transparenz auch von Verkehrswerten, Vermietungsparametern und Leerstandsquoten auf Einzelobjektebene wäre zwar als hilfreich für die Bewertung von REITs am Kapitalmarkt anzusehen, sollte aber wegen der damit verbundenen Kosten und eingeschränkten Handlungsspielräume nicht gesetzlich vorgeschrieben werden. Soweit höhere als die oben geforderten Transparenzstandards am Sekundärmarkt als erforderlich angesehen werden, werden sie sich auch ohne gesetzliche Vorschrift durchsetzen.

Kontrolle des REIT-Status durch das Finanzamt: Da der REIT-Status letztlich ein steuerliches Privileg begründet und auf eine Gleichstellung der indirekten Immobilienanlage via Aktien mit der direkten Anlage und der Fondsanlage hinausläuft, sollte die Prüfung des REIT-Status durch die Finanzbehörden erfolgen.

Regelungen bei Verlust des REIT-Status: Entscheidend für den Verlust des REIT-Status sollten wesentliche Verstöße gegen die Ertragskriterien und gegen die Ausschüttungspflichten sein, sofern diese nicht gut begründet sind. Der REIT sollte bei „de minimis“ Verstößen wie in den USA einer Strafbesteuerung unterliegen, die je nach Ausmaß der Verletzung differenziert wird.

Flankierende Ergänzungen im Versicherungsaufsichtsgesetz und Investmentgesetz: REITs wären durch die Einkommensstrukturvorschriften als Immobilienanlageprodukte strukturiert und sollten deshalb zur Immobilienquote des Sicherungsvermögens von Versicherungsunternehmen zählen. Angesichts der hohen Bedeutung von Versicherungsunternehmen als institutionelle Anleger für einen prospektiven REIT-Markt ist die Anrechnung auf die Immobilienquote ein entscheidender Erfolgsfaktor. Im Rahmen des Investmentgesetzes sollten zudem Änderungen vorgenommen werden, die es offenen Immobilienfonds ermöglichen, einen wesentlichen Teil ihres Vermögens in REITs zu investieren.

2.4 Abschätzung des Marktpotenzials

Die quantitativen Abschätzungen des Anlegerpotenzials haben ergeben, dass aufseiten der privaten Anleger und der Versicherungsunternehmen als wichtigster Anlegergruppe im institutionellen Markt vermutlich ein erhebliches Anlagepotenzial für REITs vorhanden ist. Abschätzungen aus dem Bereich der unternehmerischen Wohnungswirtschaft und für den Sektor der Unternehmensimmobilien ergeben, dass hier durchaus ein erhebliches Potenzial für eine Einbringung in REITs vorhanden ist, das zu erwartende Kapitalangebot also auch auf eine entsprechende Nachfrage (bzw. ein zu finanzierendes Volumen von Investment-Grade-Immobilien) stoßen würde. Angesichts der unzureichenden Datenlage und der Unsicherheit einer konkreten Ausgestaltung eines REIT-Pendants sind alle Schätzungen im derzeitigen Stadium allerdings mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

3 Entwicklung der aktuellen Diskussion zu REITs in UK, Deutschland, Frankreich, USA, Japan und Australien

REITs stellen bereits in fast 20 Ländern ein indirektes Immobilienanlageprodukt dar, das sich trotz seiner national unterschiedlichen Ausgestaltung auf viele gemeinsame Charakteristika zurückführen lässt. Die USA haben nicht nur aufgrund der langen Historie von über 45 Jahren eine Vorbildfunktion inne. Vielmehr ist ihre Adaption des Vehikels an sich verändernde Marktansprüche hervorzuheben und als ein Erfolgsfaktor zu nennen. Im Folgenden werden die REIT-Regime der USA, Frankreichs und ausgewählter asiatischer Staaten kurz dargestellt. Des Weiteren wird die im März 2006 verabschiedete Ausgestaltung des UK-REIT vorgestellt, der häufig als Wettbewerber zu einer deutschen REIT-Variante betrachtet wird und dessen Einführung voraussichtlich früher als in Deutschland stattfinden wird.

Unterschiedliche Interessengruppen haben Entwürfe zur möglichen G-REIT Gestaltung vorgelegt. Der Vorschlag der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) ist hiervon der meist diskutierte gewesen. Aber auch die für das UK vorgelegte Ausgestaltung wird immer häufiger in die Diskussion eingebracht.

3.1 USA

Entstehung

Wie oben bereits dargestellt, wurden REITs in den USA 1960 als indirektes Anlageprodukt in Immobilienportfolios eingeführt. Ursprünglich waren Kleinanleger als Zielgruppe vorgesehen, denen eine diversifizierte Immobilieninvestition ermöglicht werden sollte. Diese Positionierung veränderte sich jedoch im Zeitablauf, sodass die Anlegerstruktur mittlerweile von institutionellen Investoren geprägt ist.¹⁸

Der Tax Reform Act 1986 (TRA) änderte die Wettbewerbssituation von REITs signifikant, indem er steuerliche Abschreibungen bei Immobilien, den Abzug von Fremdkapitalkosten und den Verlustausgleich erheblich limitierte. Hierdurch wurde die Attraktivität von REITs im Vergleich zu konkurrierenden Anlagen (Direktanlage und Geschlossene Immobilienfonds) deutlich verbessert. Zudem hob dieser TRA die Verpflichtung zu externem Management auf und konnte so eine Angleichung der Interessen zwischen Management und Anteilseigner forcieren und eine Professionalisierung des REIT-Managements vorantreiben. Im Anschluss an die Immobilienkrise konnten zwei weitere Änderungen Anfang der 1990er Jahre zum eigentlichen Durchbruch dieser Anlageklasse beitragen: Zum einen ermöglichte der „Omnibus Budget Reconciliation Act“ 1993 Pensionsfonds, die restriktiven Streubesitzkriterien zu umgehen und somit vermehrt in REITs zu investieren. Zum anderen erlaubte die Einführung der Umbrella Partnership REIT (UPREIT) Struktur 1992, Immobilien aus bestehenden Beteiligungsgesellschaften in einen REIT einzubringen, ohne stille Reserven sofort aufdecken und versteuern zu müssen. Allgemein ist eine Deregulierungstendenz erkennbar, die sich auch im „REIT Simplification Act“ widerspiegelt, der eine „de-minimis-Regelung“ beinhaltet, die ein geringes Einkommen aus nicht-immobilienbezogenen Dienstleistungen gestattet. Seit 1999 („REIT Modernization Act“) besteht zudem die Möglichkeit, steuerpflichtige Dienstleistungen über Tochtergesellschaften zu erbringen (TRS; „Taxable REIT Subsidiaries“). Eine weitere Deregulierung bezeichnet der „REIT Improvement Act 2004“, durch welchen kleinere Verstöße gegen bestimmte REIT-Kriterien nicht sofort den Verlust des REIT-Status zur Folge haben. Als weiterer Schritt wurde die Besteuerung der Veräußerungsgewinne ausländischer Investoren in börsengehandelte REITs der Behandlung von Anlegern in andere Aktiengesellschaften angeglichen.

¹⁸ Vgl. ZEW/ebs (2005), S. 6.

Rechtsform

Ein US-REIT muss als Trust oder Kapitalgesellschaft organisiert sein und ist demnach auf Bundesebene steuerbar. Obwohl die Börsennotierung nicht verpflichtend ist, müssen alle Anteile frei übertragbar sein. Zur Konvertierung ist jede umsatzsteuerrechtliche U.S.-amerikanische Rechtsform, d.h. Trust oder Gesellschaft, unter U.S. Gerichtsbarkeit zugelassen. Als Antrag auf Umwandlung ist es ausreichend, für das entsprechende Jahr ein bestimmtes Steuerformblatt (1120-REIT) auszufüllen. Zusätzliche behördliche Genehmigungen entfallen, sofern es sich nicht um eine Finanzinstitution oder Versicherungsgesellschaft handelt.

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen

Neben den börsengehandelten REITs können auch nicht-börsengehandelte REITs gegründet werden. Nicht-börsengehandelte REITs nach der Form eines „Non-Exchange Traded REITs“ registrieren sich bei der Securities and Exchange Commission (SEC) und sind in der Folge verpflichtet, neben Jahres- auch Quartalsberichte offen zu legen. Diese Obligationen sind bei „Private REITs“ nicht gegeben.¹⁹

Die Streubesitzkriterien verlangen eine Mindestanlegerzahl von 100 an mindestens 335 Tagen des Veranlagungszeitraumes, beginnend ab dem zweiten Jahr. Zudem ist sicherzustellen, dass in der zweiten Hälfte eines jeden Veranlagungszeitraums, fünf oder weniger Anleger nicht mehr als 50% der Gesellschaftsanteile halten („five-or-fewer rule“). Die Gewährleistung dieser Restriktionen wird meist durch den Gesellschaftsvertrag geregelt. Seit Inkrafttreten des Omnibus Budget Reconciliation Act 1993 ist es indes für Pensionskassen möglich, ihre Stellung als Kapitalsammelstelle geltend zu machen und somit höhere Anteile an REITs zu halten.

Anlagerestriktionen

Der Tätigkeitsbereich für US-REITs umfasst das Halten, die Verwaltung und die Entwicklung von Immobilien für den eigenen Bestand. Der REIT-Status erfordert zudem die Einhaltung gewisser Grenzwerte bezüglich der Einkommens- und Vermögensstruktur.

¹⁹ Vgl. Kapitel 5.1, insbesondere Tabelle 4: Überblick Public, Non-Exchange Traded und Private REITs, S. 75.

Die folgenden Vermögensstrukturkriterien sind quartalsweise zu erfüllen:

Das in- und ausländische Immobilienvermögen, inkl. Hypothekendarlehen, Anteile an anderen REITs oder Real Estate Mortgage Investment Conduits (REMICs), Barmitteln und Staatsanleihen müssen mindestens 75% des Gesamtvermögens stellen. Folglich beschränken sich andere Investitionen auf maximal 25% des Gesamtvermögens. Für die Erbringung von Dienstleistungen können TRS gehalten werden, sofern der Beteiligungswert nicht 20% des Gesamtvermögens überschreitet. Dienstleistungen der TRS, die gegenüber Dritten erbracht werden und nicht das eigene REIT-Portfolio betreffen, sind auf (Tochter-)Unternehmensebene voll steuerpflichtig. An anderen Investitionen, die nicht TRS oder nicht selbst REITs sind, darf ein REIT weder direkt noch indirekt mehr als 10% der Stimmrechtsanteile bzw. des Aktienkapitals eines Unternehmens halten. Einzelne Beteiligungen sind zudem auf maximal 5% des REIT-Vermögens begrenzt.

Bis 1997 war es nicht gestattet, durch den Verkauf von Immobilien, die sich kürzer als vier Jahre im Besitz befanden, 30% oder mehr des Bruttogewinns zu Erlösen. Diese Regelungen greifen sowohl für börsengehandelte und nicht-börsengehandelte REITs.

Die folgenden Einkommensstrukturkriterien sind jährlich zu erfüllen:

Die Bruttoeinkünfte müssen sich zu mindestens 75% aus Mieten, Hypothekenzinsen, REIT-Ausschüttungen, Immobilien-Veräußerungsgewinnen, Immobilienanteilen, Steuerrückzahlungen und bestimmten qualifizierenden kurzfristigen Investitionen generieren. Zusammen mit den Einkünften aus sonstigen Aktien und Wertpapieren, sowie Sicherungsgeschäften müssen mindestens 95% der Bruttoeinkünfte erwirtschaftet werden.

Management

Zunächst waren REITs verpflichtet, sich durch ein externes Management führen zu lassen. Der REITs Modernization Act 1986 hob diese Restriktion auf und ermöglichte auch interne Manager, wodurch der Prinzipal-Agenten Problematik besser gerechtfertigt wurde.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Regulatorisch ist der Einsatz von Fremdkapital nicht beschränkt.

Ein US-REIT ist verpflichtet, 90% der laufenden steuerpflichtigen Einkünfte an seine Anteilseigner auszuschütten. Abschreibungen mindern die steuerliche Bemessungs-

grundlage und bilden mit den nicht-ausschüttungspflichtigen Veräußerungsgewinnen die Möglichkeit einer Innenfinanzierung.

Börsenpflicht, Publizitätspflicht und Aufsicht

REITs werden als geschlossenes Produkt aufgelegt und können ihr Eigenkapital nur durch laufende Kapitalerhöhungen erhöhen. Eine Verpflichtung, Anteilscheine zurückzunehmen besteht nicht. Dies gilt sowohl für börsengehandelte und nicht börsengehandelte REITs.

Auf börsengehandelte REITs finden die selben Offenlegungspflichten wie bei anderen börsengehandelten Gesellschaften Anwendung. Bei der SEC registrierte nicht-börsengehandelte REITs unterliegen weitestgehend analogen Publizitätspflichten, während bei nicht-börsengehandelten REITs, die nicht bei der SEC registriert sind, keine Regelung vorgeschrieben ist. Die Rechnungslegung wird vom Financial Accounting Standards Board (FASB) geregelt und kontrolliert.

Ein weiteres Organ für die Transparenz von REITs stellt die NAREIT dar, die als Verband die Interessen von REITs wahrnimmt und zugleich Informationen zur Branche publiziert.

3.2 Australien

Entstehungsgeschichte

Als Pendant zum REIT werden in Australien meist LPTs verstanden. Diese steuertransparenten Vehikel wurden bereits 1985 eingeführt und stellen die börsengehandelte Variante der Unit Trusts dar. Ähnlich den USA konnte ein signifikantes Wachstum dieses Sektors jedoch erst Mitte der 1990er Jahre beobachtet werden, als stabile makroökonomische Rahmenbedingungen mit niedriger Inflation und Zinsen sowie einer Deregulierung des Finanzmarktes und Steuervorteilen ein positives Umfeld schufen.

Durch die vorherrschende kapitalgedeckte Altersvorsorge verzeichnet der LPT-Markt stetige Zuflüsse von so genannten Superannuation Funds. Die Marktkapitalisierung von LPTs beträgt über 77 Mrd. USD.²⁰ Australien stellt nach den USA den größten REIT-

²⁰ Vgl. STB Research Institute (2006), o.S.

Markt, der jedoch aufgrund eines immer knapper werdenden Immobilienangebots vermehrt im Ausland investiert.

Rechtsform

Australische REITs können sowohl ihren Sitz im In- oder Ausland haben und trotzdem die Steuerbegünstigungen erlangen, sofern sie dem australischen Fiskus unterliegen. Als PUTs werden solche verstanden, die entweder an einer Börse notiert sind, oder mindestens 50 Anteilseigner aufweisen. Börsengehandelte Property Unit Trusts heißen auch LPTs. Um ihren steuertransparenten Status zu erlangen, unterliegen PUTs gewissen Restriktionen. Eine genauere Darstellung der Property Unit Trusts erfolgt in Kapitel 5.²¹

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen

Ein Großteil der Regularien ergibt sich aus der Börsennotierung. Voraussetzung zur Notierung sind mindestens 500 Anleger, die einen Anteil von mindestens 2000 AUD halten. Die Australien Stock Exchange (ASX) sieht zudem vor, dass 20 oder weniger Anleger nicht mehr als 75% eines LPT besitzen dürfen.²²

Anlagerestriktionen

Ist ein Unit Trust nicht-börsengehandelt, unterliegt er keinen Anlagerestriktionen. LPTs sind auf eine passive Investitionsstrategie festgelegt und dürfen anderen Tätigkeiten nur in sehr beschränktem Maße nachkommen. Projektentwicklung darf nur für den eigenen Bestand erfolgen, nicht jedoch für Dritte oder zum Verkauf. Zwar muss der Großteil der Aktivitäten „qualifizierend“ sein, eine explizite Regelung besteht indes nicht, sondern ergibt sich aus verschiedenen Rechtsbereichen.

Die Investition in ausländische Immobilien sowie Anteile an Special Purpose Vehicles (SPV) sind gestattet.

Management

Die Konstruktion von Unit Trusts sieht ein externes Management des Vermögens vor. Es besteht jedoch die Möglichkeit, die Anteile eines LPT mit Aktien des Asset Managers zu verbinden und so eine Struktur aufzustellen, eine „Stapled Security“, die in ihrer

²¹ Vgl. Kapitel 5.4.2.

²² Vgl. NAREIT (2003).

Konsequenz für die Anteilseigner wirtschaftlich einem internen Management gleichkommt: Da Managementgebühren aus Anlegersicht nicht an externe Dritte fällig werden, werden Stapled Securities als internes Management-Modell aufgefasst, während reine LPTs extern geführt sind.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Der Einsatz von Fremdkapital ist nicht beschränkt. Es besteht keine Ausschüttungspflicht für Unit Trusts. Der Treuhänder muss jedoch die Nettoeinkünfte auf Unternehmensebene versteuern, wenn sie nicht ausgeschüttet werden. Demzufolge sind Unit Trusts auf eine 100%ige Ausschüttung hin organisiert. Bei LPTs wird diese Ausschüttung meist quartalsweise durchgeführt.

Abschreibungen werden bei Ausschüttung und Thesaurierung steuerlich gleich behandelt, wodurch sich eine Möglichkeit zur Innenfinanzierung ergibt.

Börsenpflicht und Rückgabemodalitäten

Für Unit Trusts besteht keine Börsenpflicht. Als geschlossenes Vehikel sind LPTs auch nicht zur Rücknahme von Anteilen gezwungen. Nicht-börsengehandelte Property Trusts nehmen jedoch alle zwölf Monate Anteile zurück.

Publizitätspflicht und staatliche Aufsicht

Da sich die Publizitätspflichten weitgehend aus der Börsennotierung ergeben, ähneln die Obligationen denen von anderen notierten Unternehmen. Dies umfasst halbjährliche Finanzberichte, in denen auch die Immobilien zu Marktwerten dargestellt werden müssen. Nicht-börsengehandelte Trusts unterliegen weniger strengen Veröffentlichungsregeln. Die Aufsicht hat hierbei die ASX für LPTs und allgemein die Australian Securities Investment Commission (ASIC) für alle Unternehmen.

3.3 Japan

Entstehungsgeschichte

Zur Erhöhung des Anlegerschutzes und der Liquidität der Kapitalmärkte nach dem Platzen der Spekulationsblase wurde in den 1990er Jahren eine Reihe von Investmentrefor-

men durchgeführt. Unter anderem wurde Ende 2000 durch das Investmentfonds- und Anlagegesellschaftengesetz die Voraussetzung für J-REITs geschaffen und im September 2001 die ersten J-REITs an die Börse gebracht. Ähnlich dem US-amerikanischen Vorbild sollte hierdurch Kleinanlegern die Investition in Immobilien ermöglicht werden.

Seit der Einführung von J-REITs konnten hohe Wachstumsraten beobachtet werden, obwohl zwischenzeitlich der Erfolg nicht eindeutig absehbar war und von September 2002 bis September 2003 kein Börsengang erfolgte. Um die Attraktivität zu steigern, senkte die Regierung u.a. die Quellensteuer für J-REITs und lockerte die Investitionsrestriktionen für Dachfonds, sodass diese vermehrt in J-REITs investieren konnten. Zurzeit sind 29 REITs an japanischen Börsen notiert, mit einer Marktkapitalisierung von ca. 27 Mrd. USD, was einen Anteil am gesamten Aktienmarkt von 0,5% bedeutet. Der nicht-börsengehandelte Fonds-Markt hingegen hat ein Volumen von ca. 375 Mrd. USD.²³ Insbesondere ausländische Investoren und institutionelle Anleger führen dem Markt Mittel zu.

Während anfänglich eine Fokussierung auf den Büromarkt in Tokio bestand, sind mittlerweile auch vermehrt Investitionen in anderen regionalen Märkten sowie Sektoren feststellbar, wobei Büroobjekte noch immer den Großteil darstellen.²⁴

Die geringe Verzinsung alternativer Anlageprodukte und die Möglichkeit einer breiten Diversifikation stellen die Hauptmotive für ein Engagement in J-REITs dar. Die enorme Nachfrage führte zu einem Handel von J-REITs mit einem Aufschlag von bis zu 50% auf den Nettoinventarwert. Als Trend lassen sich zunehmende Aktivitäten in anderen Sektoren wie Wohn- oder Logistikimmobilien erwarten.

Rechtsform

Die Gründung eines J-REITs beschränkt sich auf Unternehmen, die berechtigt sind, staatliche Maklerlizenzen zu erwerben. Dies bedarf der Zulassung als Asset-Management-Unternehmen durch die Finanzdienstleistungsbehörde. Die Gründung kann als Trust oder als Unternehmen erfolgen, wobei Unternehmen aufgrund des geringeren Gründungsaufwands bislang die bevorzugte Alternative darstellen.

²³ Vgl. STB Research Institute (2006).

²⁴ Vgl. NAREIT (2005), o.S.

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen

Eine Börsennotierung ist nicht vorgeschrieben. Um den Börsengang durchzuführen, muss ein J-REIT zuvor 1.000 Anteilseigner nachweisen und bei der Emission mindestens 4.000 Anteile ausgeben. Institutionelle Anleger sind die größte Anlegergruppe gefolgt von Privatanlegern. Den drei größten Investoren ist nicht gestattet, zusammen mehr als 50% der börsengehandelten Anteile eines J-REITs zu halten, und die zehn größten Anleger müssen weniger als 75% auf sich vereinen. Dies hat jedoch keine steuerliche Bedeutung, sondern bezieht sich lediglich auf die Börsenzulassung. Um an einer japanischen Börse zugelassen zu werden, ist zusätzlich ein Nettoinventarwert von mindestens 5 Mrd. JPY notwendig.

Anlagerestriktionen

Dreiviertel der Investitionen müssen auf Immobilien oder Immobilienanlagen entfallen und mindestens 50% der Vermögensgegenstände Einkommen erzielen. Hauptsächlich sind J-REITs verpflichtet qualifizierte Investitionen, wie direkte und indirekte Immobilienanlagen, zu halten. Es besteht auch die Möglichkeit, in immobilienbezogenes Fremdkapital zu investieren oder andere Rechte an Immobilien zu nutzen.

Prinzipiell sind Beteiligungen an SPVs möglich, jedoch maximal bis zu 50% der Anteile eines solchen Vehikels. Seit 2004 besteht eine Ausnahme, die eine 100% Beteiligung an einer bestimmten Rechtsform (TMK; Tokutei Mokuteki Kaisha) erlaubt.²⁵ Investitionen im Ausland sind erlaubt.

Management

Da die Geschäftstätigkeit der J-REITs auf den Besitz von Immobilienvermögen beschränkt ist, wird das Management zwingend von externen Anbietern wahrgenommen.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Der Einsatz von Fremdkapital ist gesetzlich nicht reglementiert. Die Steuerbegünstigung wird wirksam, wenn 90% des Gewinns aus laufenden Einkünften und Veräußerungen

²⁵ Vgl. Ernst&Young (2004).

ausgeschüttet werden. Der Abzug von Abschreibungen ist zur Reduzierung der Bemessungsgrundlage erlaubt, wodurch sich eine Quelle für Innenfinanzierung ergibt.

Börsenpflicht und Rückgabemodalitäten

Eine Börsenpflicht besteht nicht. Als geschlossenes Produkt ist der J-REIT nicht zu Rücknahmen von Anteilen verpflichtet.

Publizitätspflicht und staatliche Aufsicht

Zusätzlich zur halbjährlichen Berichterstattung von Geschäfts- und Finanzdaten, inklusive dem Marktwert der Immobilien, ist in den kommenden Jahren die Einführung einer Quartalsberichterstattung für Börsenunternehmen angedacht.

Die Beaufsichtigung liegt beim japanischen Finanzministerium, die eine eigene Abteilung für J-REITs eingerichtet hat. Börsengehandelte J-REITs werden zusätzlich von der japanischen Finanzbehörde überwacht.

3.4 Frankreich

Entstehung

Ende 2003 führte die französische Regierung SIICs ein. Das Ziel war ein auf europäischer Ebene konkurrenzfähiges Vehikel zu schaffen, das zugleich den angespannten französischen Haushalt entlastet, indem stille Reserven besteuert werden. Im November 2004 wurde im Rahmen des Finanzgesetzentwurfs 2005 eine Änderung der bestehenden Legislation aufgenommen (SIIC II). Diese gestattet zwischen 2005 und 2007 die Einbringung von Immobilien in SIICs gegen Anteile zu gleichen steuerlichen Vergünstigungen wie der Verkauf an SIICs gegen Barmittel.

Rechtsform

Eine Immobilienaktiengesellschaft, die die Anforderungskriterien an den SIIC-Status erfüllt und bereits börsengehandelt ist, kann während der ersten vier Monate eines Bilanzjahres den SIIC-Status annehmen. Diese Option besteht auch für Tochtergesellschaften, die zu 95% direkt oder indirekt von SIIC gehalten werden.

Unternehmen müssen nicht unter französischem Recht gegründet sein, noch ihren Sitz in Frankreich haben, um für den SIIC-Status zu optieren. Daher kann grundsätzlich jede

in Frankreich körperschaftsteuerpflichtige Gesellschaft den SIIC-Status annehmen, sofern ihr Grundkapital mindestens 15 Mio. EUR aufweist.

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen

Eine Auflage bezüglich der Eigentümerstruktur existiert nicht. Die verpflichtende Börsennotierung wird als ausreichend für die Sicherstellung eines adäquaten Streubesitzes angesehen.

Anlagerestriktionen

SIICs sind primär auf die Anlage in passive Investitionen beschränkt. Darunter ist der Erwerb und die Entwicklung von Objekten zur Vermietung zu verstehen.

Direkte oder indirekte Beteiligungen an juristischen Personen mit einem solchen Geschäftszweck sind ebenfalls erlaubt. Werden andere Tätigkeiten ausgeführt, unterliegen diese der Regelbesteuerung. Leasing-Verträge sind möglich, sofern der Nettoinventarwert der Objekte das SIIC-Bruttovermögen nicht mehr als 50% betragen. Der Handel und die Projektentwicklung von Immobilien sind bis zu einer Grenze von 20% des Bruttoinventarwerts erlaubt. Investitionen im Ausland sind gestattet.

Management

Die Unternehmensführung kann entweder durch ein zweigliedriges System mit einem exekutiven Teil (\approx Vorstand) und einem überwachenden Gremium (\approx Aufsichtsrat) wahrgenommen werden oder aber durch ein gemeinsames Gremium. Das Management darf auch durch externe Strukturen wahrgenommen werden.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Der Einsatz von Fremdkapital ist nicht gesetzlich reglementiert. Aufgrund der Ausschüttungsverpflichtungen und dem Kapitaldienst ist jedoch eine gewisse Limitierung gegeben. Zudem muss eine Zuteilung des Fremdkapitals auf steuerbefreite und zu versteuernde Einkünfte erfolgen, um die Ausschüttungsverpflichtung zu ermitteln.

Börsenpflicht und Rückgabemodalitäten

Es besteht eine zwingende Notierung der SIIC bzw. SIIC-Muttergesellschaft an einer französischen Börse. Als geschlossenes Produkt ist eine Rücknahme der Anteile nicht vorgesehen.

Publizitätspflicht und staatliche Aufsicht

Es müssen Halbjahres- und Jahresberichte vorgelegt werden, entsprechend anderer Börsenunternehmen. Die Aufsicht obliegt der französischen Kapitalmarktaufsicht.

3.5 United Kingdom

Entstehung

Im Dezember 2003 kündigte die britische Regierung an, die Einführung von UK-REITs zu prüfen. Daraufhin folgten zwei Diskussionsvorlagen. Die britische Finanzverwaltung hat im März 2006 ausführliche Richtlinien für eine REIT-Einführung zum 1. Januar 2007 vorgelegt. Der bereits im Dezember 2005 als Konsultationspapier vorgestellte und weitestgehend kritisierte Gesetzentwurf wurde hierzu nochmals verändert und soll im Finanzgesetz 2006 noch dieses Jahres verabschiedet werden. Qualifizierte Gesellschaften sollen dann ab 2007 den REIT-Status annehmen können. Ziel der Einführung soll eine Verbesserung der Immobilienfinanzierung und die Erweiterung des Investmentpektrums sein. Gleichzeitig soll eine Angleichung der Besteuerung von direkten und indirekten Immobilienanlagen erfolgen.

Rechtsform

Der UK-REIT muss eine Kapitalgesellschaft sein, die ihren Sitz in Großbritannien hat und nicht durch Doppelansässigkeit auch unter die Besteuerung eines anderen Landes fällt. Eine offene Struktur, die "Open-Ended-Investment Company", ist nicht gestattet.

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenaufgaben

Ähnlich den US-REITs dürfen nicht fünf oder weniger Anteilseigner die Kontrolle über den REIT ausüben (keine „close company“). Um die Besteuerung der ausländischen Anleger gewährleisten zu können, sind Dividendenzahlungen auf Basis des Gesetzesentwurfs an Anleger mit 10% oder mehr Anteilen am Stammkapital oder den Stimm-

rechten untersagt. Ein Verstoß führt zu einer anteiligen Besteuerung, nicht jedoch zu einem Verlust des REIT-Status.

Anlagerestriktionen

Die Begünstigungen eines REITs erfordern eine mindestens 75%ige Anlage in Immobilienvermögen und mindestens 75% des Einkommens aus Mieteinnahmen.

Erzielte Mieteinkünfte müssen aus mindestens drei Immobilien erwirtschaftet werden, von denen keines 40% des gesamten Immobilienvermögens überschreiten darf. Die zugrunde liegende Immobiliendefinition erlaubt aber beispielsweise die alleinige Investition in ein Shopping-Center. Eigengenutzte Immobilien qualifizieren sich nicht.

Geht die Gesellschaft auch nicht-qualifizierten Tätigkeiten nach, so sind diese getrennt zu erfassen und körperschaftsteuerpflichtig. In Bezug auf Umsatz- und Grunderwerbsteuer findet keine begünstigte Behandlung Anwendung.

Management

Die Rechtsform impliziert, dass ein internes Management vorgesehen ist.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Die Nutzung von Fremdkapital ist beschränkt. Der Quotient aus Gewinn und Zinsbelastung muss mindestens 1,25 betragen. Als Änderung zum ursprünglichen Gesetzentwurf sind nicht 95%, sondern nur 90% des qualifizierten Einkommens auszuschütten.

Börsenpflicht und Rückgabemodalitäten

Das Listing an einer nach britischem Recht anerkannten Börse ist zwingend erforderlich. Da UK-REITs geschlossene Gesellschaften sind, ist eine Rücknahme der Anteile nicht vorgeschrieben.

Publizitätspflicht und staatliche Aufsicht

Zur Umwandlung ist ein umfangreicher Prospekt zu erstellen. Die regelmäßige Berichterstattung umfasst Jahresberichte und die Anforderungen der Börse.

3.6 Deutschland

Ausgehend von der erfolgreichen Performance und den positiven Einflüssen von REITs auf den Gesamtmarkt in anderen Ländern, ist die Diskussion auch in Deutschland seit 2003 entfacht. Im Folgenden werden die verschiedenen Entwürfe der IFD, ZEW/ebs, des Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) und der Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management e.V. (DVFA) kurz skizziert und anschließend auf aktuelle Diskussionsaspekte eingegangen.

Tabelle 2: Entwicklung der REIT-Debatte in Deutschland

Zeit	Ereignis
Herbst 2003	Aufnahme von REITs in Arbeitsprogramm der IFD
Frühjahr 2004	Erste Vorschläge zu REITs der IFD beim BMF
15.01.2005	Abgabe BMF Gutachten durch ZEW/ebs IFD stellt eigenen REIT-Entwurf vor
Frühjahr 2005	Analyse des IFD-Konzepts, insbesondere in steuerlicher Hinsicht, durch Bund-Länder-Arbeitsgruppe CDU/CSU-Antrag im Bundestag/Bundesrat zur REITs Einführung
Mai 05	Entwicklung zweier Gestaltungsalternativen (sog. Einheits- und Trennungsmodell) durch IFD
18.09.2005	Neuwahlen und Vertagung einer Entscheidung
11.11.2005	Koalitionsvertrag sieht Einführung von REITs vor, wenn Besteuerung gesichert ist
21.12.2005	Präsentation Gesetzesentwurf der IFD beim BMF
Jan 06	SPD weiterhin uneins über Konsequenzen von REITs
Mrz 06	Gründung einer sechsköpfigen Expertenkommission aus SPD und CDU/CSU, Vorlage der Ergebnisse im Mai 2006

Quelle: Eigene Darstellung

Rechtsform

Sowohl IFD und ZEW/ebs als auch DVFA sprechen sich für eine Aktiengesellschaft als Rechtsform für G-REITs aus. Der BVI hingegen würde ein im Investmentgesetz (InvG) geregeltes geschlossenes Sondervermögen bevorzugen, wodurch sich Anlegerschutzmaßnahmen ähnlich den offenen Immobilienfonds ergeben würden.

Um die Besteuerung von ausländischen Investoren sicherzustellen, gab es mehrere Modelle, von denen jedoch das Trustvermögensmodell als Fortentwicklung des Trennungsmodells oder aber eine Lösung nach britischem Vorbild am wahrscheinlichsten scheinen. Während das britische Modell keinen Einfluss auf die Rechtsform, sondern nur

auf die Anlegerstruktur hat, würde im Trustvermögensmodell ein zu der AG-üblichen Organstruktur eine Anteilhaberversammlung für das Trustvermögen gebildet werden. Das Trustvermögen hat keine eigene Rechtspersönlichkeit und wird von der G-REIT AG verwaltet, die gleichzeitig den zivilrechtlichen Eigentümer darstellt. Das wirtschaftliche Eigentum liegt hingegen bei den Anlegern.²⁶

Eigentümerstruktur, Streubesitz und Börsenauflagen

Es ist keine Restriktion bezüglich der Eigentümerstruktur vorgesehen. IFD und DVFA fordern aber einen Streubesitz von mindestens 25% bei Emission.

Anlagerestriktionen

Der BVI gibt nicht explizit vor, in welche Güter ein G-REIT investieren darf und wie seine Ertragsstruktur auszusehen hat. ZEW/ebs nennen als Maßgabe das Ziel, die Immobilienperformance abzubilden und geben hierzu Ertragsstrukturen vor, die implizit das Anlagespektrum vorgeben. Nach den Vorgaben von IFD und DVFA hat der Hauptzweck eines REIT im Erwerb, der Errichtung, Vermietung oder Verkauf von Immobilien zu bestehen, weshalb mindestens 75% der Investitionen Immobilien, REIT-Anteile oder Barmittel (nur DVFA) sein müssen.

Die Erträge müssen sich nach IFD und ZEW/ebs zu mindestens 75% aus Mieten, Verkaufsgewinnen und Beteiligungen an anderen REITs generieren, wobei laut IFD der Immobilienhandel auf maximal 50% des durchschnittlichen Portfoliowertes in fünf Jahren beschränkt ist und ZEW/ebs nur Immobilien, die länger als vier Jahre im Bestand waren, einbeziehen. Der DVFA limitiert den Handel von Immobilien, die kürzer als fünf Jahre gehalten wurden, auf maximal 30% der Bruttoerträge.

Neben ihrer Haupttätigkeit können G-REITs unterstützende Tätigkeiten wahrnehmen. Aktivitäten zugunsten Dritter müssen aber in separate Tochtergesellschaften ausgelagert werden und unterliegen der Regelbesteuerung. Der Umfang dieser Tätigkeiten ist zum einen durch die vorgegebene Ertragsstruktur limitiert und auf 20% (IFD) bzw. 25% (DVFA) der Bruttoerträge beschränkt.

²⁶ Vgl. Ernst&Young (2006), S. 19-21.

Management

Außer dem BVI sehen alle Vorschläge ein internes Management vor.

Fremdkapitaleinsatz und Ausschüttungsvorschriften

Der Einsatz von Fremdkapital ist nicht reglementiert. Der BVI gibt keine Mindestausschüttung an, DVFA und IFD 90% und ZEW/abs 80-90% des Gewinns. Die IFD nutzt zur Ermittlung der Bemessungsgrundlage jedoch den handelsrechtlichen Konzerngewinn nach IFRS vor Abschreibungen und ohne Veräußerungsgewinne einzubeziehen, während ZEW/abs den Abzug der Abschreibungen gestatten, aber auch nicht-qualifizierte Erträge und Veräußerungsgewinne heranziehen. Der DVFA bezieht sich auf den steuerlichen Gewinn aus qualifizierten Tätigkeiten inklusive Veräußerungen.

Börsenpflicht, Publizitätspflicht und Aufsicht

G-REITs sollen laut IFD zwingend an einer geregelten Börse notiert sein. Ein so genannter Vor-REIT ist möglich, wobei nur die „Exit-Steuer“ in Anspruch genommen werden kann, nicht aber die Befreiung der laufenden Besteuerung bis zur Notierung übernommen werden kann.²⁷ Eine Frist zum Börsengang ist noch in der Diskussion bzw. bei dem DVFA auf drei Jahre festgesetzt, sofern eine Notierung verpflichtend werden sollte. ZEW/abs halten es für sinnvoll, keine Börsennotierung vorzuschreiben. Der originäre Vorschlag des BVI sah keine Verpflichtung eines geregelten Handels vor. Um eine klare Abgrenzung zum offenen Immobilienfonds zu erreichen, wird diese nun vermehrt in den öffentlichen Stellungnahmen gefordert.

Eine Ansiedlung unter dem InvG würde eine separate Aufsicht auf dieser Grundlage bedeuten (BVI). Ansonsten würde die Rechtsform der Aktiengesellschaft die damit verbundenen Publizitätspflichten mit sich bringen. Eine Börsennotierung würde diese Pflichten durch weitere Offenlegungspflichten ergänzen.

Interessengruppen

IFD

„Die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) wurde von der deutschen Finanzbranche ins Leben gerufen, um mit konkreten Produkten und Maßnahmen Nutzen für Pri-

²⁷ Da Steuertransparenz das konstituierende Merkmal einer REIT-Struktur ist, darf das vorgeschlagene Vor-REIT-Modell nicht als REIT gesehen werden. Institutionelle Investoren würden sich hierdurch einer Besteuerung unterwerfen, die eine Umwandlung nicht attraktiv machen könnte.

vatkunden und Unternehmen zu stiften und damit einen Beitrag zur Stärkung der gesamten Volkswirtschaft zu leisten. Als Sprachrohr der Branche leistet die IFD auch einen Beitrag zur politischen Diskussion mit Entscheidungsträgern auf verschiedenen Ebenen. [...] Ihre Mitglieder repräsentieren alle Bereiche der deutschen Finanzwirtschaft.²⁸ Im Hinblick auf diese Zielsetzung ist auch der IFD-Vorschlag für die Ausgestaltung eines G-REITs zu würdigen. Ziel ist es, den deutschen Finanzstandort zu stärken. Daher spricht sich die IFD für eine zügige Einführung von REITs in Deutschland aus. Für einen Großteil ihrer Mitglieder stellen börsengehandelte Produkte ein Kernkompetenzfeld dar. Sowohl die Vorbereitung als auch die aktive Begleitung eines Börsengangs sowie die darauf folgende Entwicklung der Aktie ist signifikanter Bestandteil der geschäftlichen Aktivität der in der IFD vertretenen Banken. Die IFD schlägt einen rein börsengehandelten REIT vor.

Investmentbanken

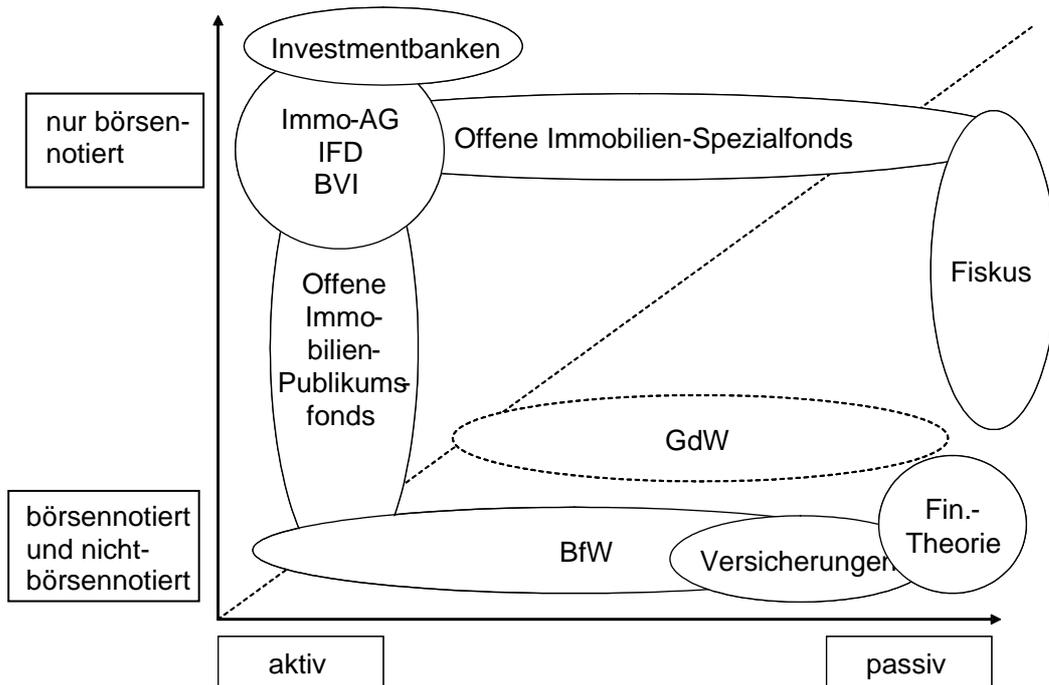
Auch Investmentbanken sind teilweise in der IFD engagiert und verfolgen dementsprechend ähnliche Ziele. Investmentbanken haben ein originäres Interesse an einer Börsennotierung von REITs.

BVI, offene Immobilien-Publikumsfonds und offene Immobilien-Spezialfonds

Der BVI vertritt die Interessen der offenen Immobilien-Publikums- und -Spezialfonds und spricht sich verbandspolitisch für eine Abgrenzung von REITs gegenüber diesen im InvG verankerten Produkten mittels unterschiedlicher Risiko-Kategorien aus und präferiert daher einen aktiven REIT, der auch Projektentwicklung und die Möglichkeit des Handels mit Immobilien jenseits der Regelungen des Investmentgesetzes haben sollte. Hierdurch wird eine Abgrenzung zu bestehenden Vehikeln geschaffen, die diese Tätigkeit aufgrund des InvG nicht ausführen dürfen. Spezialfonds sehen in nicht-börsennotierten REITs ein direktes Konkurrenzprodukt. Deswegen ist eine Börsennotierung in ihrem Interesse.

²⁸ IFD (2006).

Abbildung 5: Interesse an einer REIT-Struktur



Quelle: Sotelo (2006).

Versicherungen

Versicherungen sind aufgrund ihres Anlagehorizonts auf langfristige Investitionen mit einer stabilen Ausschüttung angewiesen. Daraus folgt, dass sie sich nicht der Volatilität von Börsenkursen aussetzen wollen. Diese Wertschwankungen müssten gegebenenfalls bilanziell erfasst werden und würden zu einer signifikanten Abhängigkeit gegenüber Marktzyklen führen.

Fiskus

Der Fiskus ist interessiert an passiven REITs, um eine klare Abgrenzung zu gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Tätigkeiten zu erzielen. Darüber hinaus besteht das Interesse, REITs einer Börsenaufsicht zu unterstellen.

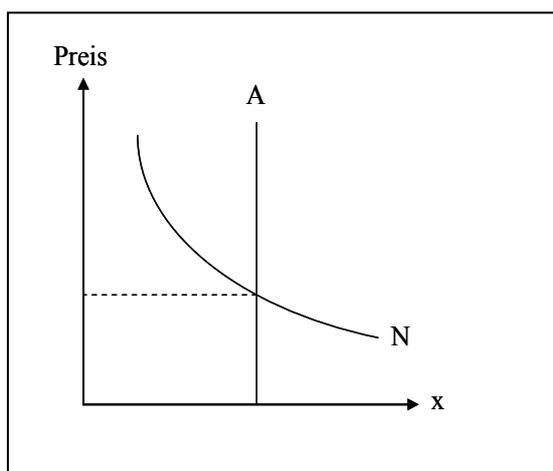
Wohnungspolitische Diskussion

In der allgemeinen Debatte um die Einführung von G-REITs werden insbesondere von Gruppierungen innerhalb der SPD Befürchtungen bezüglich der sozialen Verantwortlichkeit im Wohnungsmarkt angeführt. Durch die Möglichkeit Wohnungsbestände in REITs auszulagern oder gesamte Wohnungsunternehmen in REITs umzuwandeln, wird eine Gefährdung des Mieterschutzes gesehen. Den entstehenden REITs wird eine reine Fokussierung auf Renditemaximierung unterstellt und eine daraus resultierende

Steigerung des Mietniveaus bei gleichzeitiger Vernachlässigung der Bestandspflege befürchtet.²⁹ Dabei werden jedoch die Anlagekonzeption von REITs, die eine langfristige Investition anstreben, und die auch für G-REITs geltenden Mieterschutzgesetze nicht berücksichtigt. Da das Ziel eines REIT in der effizienten Bewirtschaftung von Immobilien und dem damit einhergehenden hohen Vermietungsstand liegt, ist vielmehr von einem positiven Mietermanagement auszugehen. Zudem ist der Presse zu entnehmen, dass opportunistische Fonds den Börsengang ihrer Wohnungsbestände auch ohne eine REIT-Struktur außerhalb Deutschlands durchführen werden.

Ordnungspolitisch erscheint eine Trennung von Wohnungspolitik und -wirtschaft geboten. Folglich wäre staatliches Eigentum an Wohnungsbaugesellschaften nicht erstrebenswert. Die Tätigkeit öffentlicher Wohnungsbaugesellschaften, die sowohl wohnungspolitische als auch wohnungswirtschaftliche Ziele verfolgen, ist in ihrer Qualität nur bedingt messbar. Wenn man aber dieser Trennung nicht folgen möchte, dann ist die Einführung von REITs umso wichtiger, da hierdurch externes Kapital zur Refinanzierung herangezogen werden kann, ohne die Eigentümerschaft aufgeben zu müssen. Aus volkswirtschaftlicher Perspektive ist eine Auswirkung von REITs auf das Mietniveau nicht zu begründen. Da das Angebot an Mietraum kurzfristig konstant ist, bildet sich der Preis im Schnittpunkt zwischen Angebot und Nachfrage. Die Einführung eines REIT hätte auf diese beiden Variablen keinen Einfluss.

Abbildung 6: Mengen-Preis-Diagramm zur Mietpreisbildung



Quelle: Eigene Darstellung.

²⁹ Vgl. RUNDE/PRONOLD (2006).

Der GdW Bundesverband deutscher Wohnungs- und Immobilienunternehmen e.V. (GdW) konstatiert privaten Wohnungsunternehmen zwar ein nachhaltiges Geschäftsmodell, doch das Erwirtschaften einer positiven „Stadtrendite“ schreibt er den kommunalen Unternehmen zu. Zur Stadtrendite gehören u.a. die Stadtentwicklung und der Städteumbau, der neben der sozialen Wohnraumversorgung und Daseinsvorsorge auch eine gezielte Steuerung und Aufwertung von Wohnraum bedeutet.³⁰ Durch die Nutzung von nicht-börsengehandelten REITs kann diese Stadtrendite weiterhin generiert werden, da der Handlungsspielraum der Kommunen nicht eingeschränkt wird, sondern durch die Professionalisierung des Marktes gefördert wird und sich zugleich die Option auf externe Mittel eröffnet. Dabei darf das langfristig ausgelegte Geschäftsmodell von REITs nicht mit den Wertschöpfungsstrategien eines opportunistischen Investors gleichgesetzt werden. Sowohl die Vorschläge von IFD, DVFA als auch von ZEW/ebs verdeutlichen durch die steuerliche Behandlung von Veräußerungsgewinnen, dass eine längere Halte-dauer der Immobilien angestrebt wird. Diese Argumentation wird von internationalen Erfahrungen mit Wohn-REITs gestützt. Ein Widerspruch zwischen wohnungspolitischen und wohnungswirtschaftlichen Zielen ist folglich grundsätzlich nicht gegeben.

EK 02

Bis 1990 konnten gemeinnützig tätige Wohnungsunternehmen von einer Körperschaftssteuerbefreiung profitieren. Diese Befreiung wurde durch das Steuerreformgesetz 1990 aufgehoben. Als Konsequenz mussten die betroffenen Unternehmen die Buchwerte ihres Vermögens mit Beginn der Steuerpflicht auf Zeitwerte aufstocken, um eine Nachversteuerung zu vermeiden. Der sich aus der Aufstockung ergebende Gewinn wurde bilanziell dem so genannten EK 02 zugewiesen, das bei einer Ausschüttung zu versteuern ist. Diese Regelung bleibt bis 2019 bestehen. Dadurch wird eine Einbehaltung dieser Mittel bis nach 2019 motiviert, um nicht der Nachversteuerung zu unterliegen und folglich die Rendite zu schmälern. Die Ausschüttungsverpflichtungen eines G-REIT würden einen Abbau des EK 02 nach sich ziehen und somit eine Besteuerung auf Unternehmensebene auslösen. Diesem Umstand kann durch eine vorgezogene Nachversteuerung zum Umwandlungszeitpunkt entgegengewirkt werden. Dabei sollen dieselben Tarifbe-

³⁰ FREITAG (2005), S. 6-7.

günstigungen (Exit-Steuer bzw. Entry-Charge) wie für andere Unternehmen gelten und demnach nur eine hälftige und gestreckte Besteuerung erfolgen.³¹

4 Kapitalmarkttheoretische und immobilienökonomische Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs für die Funktionsfähigkeit eines Deutschen REIT-Marktes

4.1 Immobilienökonomische Bedeutung

4.1.1 Allgemeine Marktstruktur

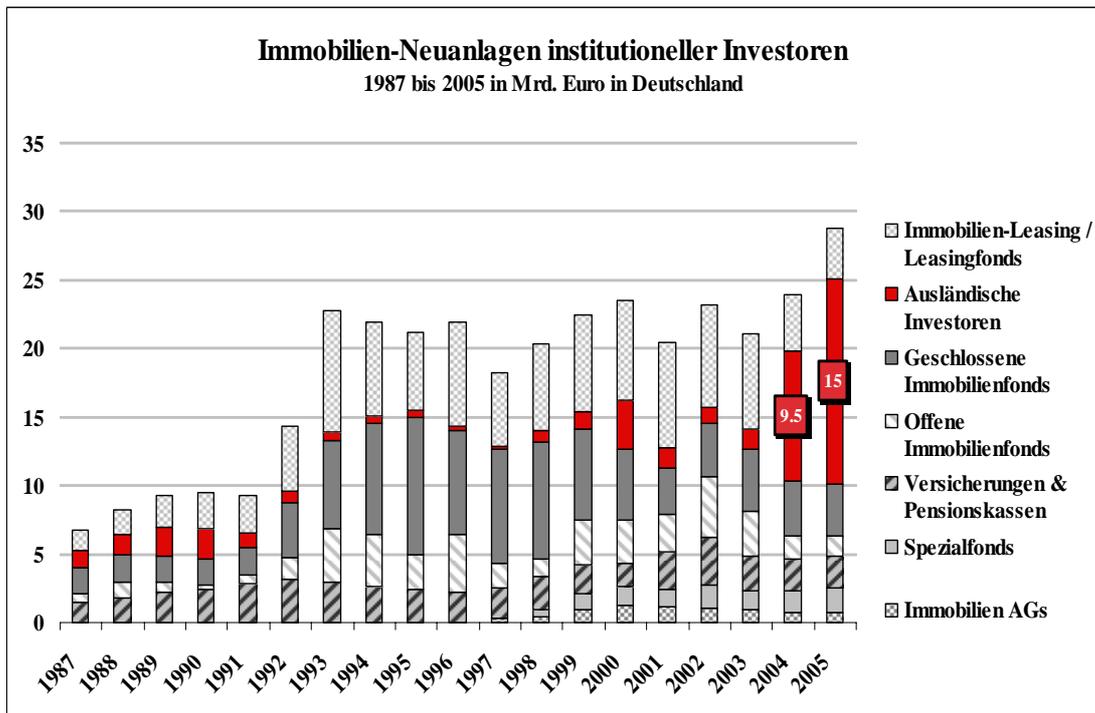
Allgemein wird bei Immobilieninvestitionen einerseits zwischen der direkten und der indirekten Anlageform, andererseits zwischen der börsengehandelten und der nicht-börsengehandelten Form unterschieden. Laut IFO (2005) hat das gesamte deutsche Immobilienvermögen einen Gesamtwert von ca. 5,5 Billionen EUR von denen ca. 58% auf das Grundstücks- und Wohnungswesen, die verbleibenden 42% auf Immobilien anderer Wirtschaftsbereiche entfallen.³²

Werden die Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren betrachtet, lassen sich zwei deutliche Trends in Deutschland aufzeigen: Zum einen erhöht sich der Anteil indirekter Immobilienanlagen und zum anderen ist Deutschland seit ca. Anfang 2004 verstärkt das Zielland angelsächsischer opportunistischer Fonds. Insbesondere die Mittelzuflüsse aus dem Ausland lassen sich gut anhand der jährlichen Erhebung von BULWIENGEA identifizieren (siehe Abbildung unten): Ausländische Immobilieninvestoren investierten in den letzten zwei Jahren fast 25 Mrd. EUR in Deutschland:

³¹ Für eine detaillierte Ausführung der EK 02 Problematik siehe ERNST&YOUNG (2006), S. 13-14.

³² In diesem Wert nicht enthalten sind die bebauten Grundstücke, deren Wert sich auf knapp 1,7 Billionen Euro beläuft. Vgl. IFO (2005), S. 8 und S. 13.

Abbildung 7: Immobilien-Neuanlagen institutioneller Investoren



Quelle: BulwienGesa (2006).

Nach diesen Zahlen betrug der Anteil ausländischer Investoren an den gesamten Immobilien-Neuanlagen in 2005 sogar mehr als 60%. Der Trend zur indirekten Immobilienanlage ist seit Beginn der 1990er Jahre deutlich abzulesen. Er spiegelt sich allerdings in den rückläufigen Direktanlagen und den konstanten Neuanlagen der offenen Immobilien-Spezialfonds wieder. Zudem platzieren institutionelle wie auch private Investoren, diese allerdings insbesondere durch offene Immobilien-Publikumsfonds, vermehrt Neuanlagen über Immobilienanlagevehikel im Ausland, was aus der Statistik des BVI abzulesen ist: Das Mittelaufkommen der offenen Immobilien-Spezialfonds betrug im letzten Jahr 2,567 Mrd. EUR, von denen allerdings laut BULWIENGEA nur 1,8 Mrd. EUR in Deutschland investiert wurden. Seit ca. 1,5 Jahren leiden offene Immobilien-Publikumsfonds unter einer Umkehrung des Mittelaufkommens: Nachdem sie von Anfang 2001 bis Mitte 2004 ein kumuliertes, positives Mittelaufkommen von ca. 17 Mrd. EUR verzeichneten, sind den Fonds zwischen Mitte 2004 und März 2006 Mittel in kumulierter Höhe von knapp 12 Mrd. EUR abgeflossen, davon allein knapp 9 Mrd. EUR seit Anfang 2006.³³ Die Wachstumsraten bei offenen Immobilien-Spezialfonds hat sich

³³ Vgl. BUNDESBANK (2006).

in letzter Zeit ebenfalls verlangsamt. Die daraus resultierenden negativen Implikationen für das Produktsegment, aber auch für die gesamte Immobilienwirtschaft, sind derzeit schwer absehbar.

4.1.2 Der Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen

Während der deutsche gewerbliche Immobilienmarkt in Europa eine herausragende Bedeutung einnimmt, ist der Anteil börsengehandelter Immobilienanlagen im Vergleich noch weitestgehend unterentwickelt: Hierzulande sind nur ca. 0,49% der gewerblichen Immobilien am Kapitalmarkt platziert. Der Free Float liegt zudem bei nur 51%, der zudem fast zur Hälfte auf die IVG AG entfällt und so die Handelbarkeit der Anteile und die Attraktivität für institutionelle Investoren erheblich einschränkt.³⁴ In Großbritannien ermittelten HUGHES/ARISSEN (2005) hingegen einen Anteil von 4,59% und in Frankreich von 3,47%. Im weiteren internationalen Vergleich ist der Anteil börsengehandelter Immobilienanlagen auf durchschnittlich 5,66% bemessen.³⁵

Werden die Zahlen des internationalen Vergleichs als Zielgröße für die Marktkapitalisierung deutscher Immobilienanlagen genommen, lassen sich auf Basis der EPRA-Daten eine Marktkapitalisierung von ca. 60 Mrd. EUR für Deutschland ableiten.³⁶ Ferner ist zu beachten, dass in Ländern mit seit Langem etablierten REIT-Regimen der Anteil börsengehandelter Immobilienanlagen weitaus höher ist als in Ländern ohne eine vergleichbare Struktur. Allerdings hängt der Erfolg von börsengehandelten Immobilienanlagen wesentlich von der Wettbewerbsfähigkeit dieses Anlageinstrumentes im Vergleich zu alternativen Anlageformen ab. Zwar waren deutsche Immobilienaktien bis zur Körperschaftsteuerreform 1999/2000 diesen Anlagevehikeln steuerlich zumindest aus Sicht der Kleinanleger nicht benachteiligt, ihnen fehlte aber aufgrund des hohen Handlungsspielraums und gemischter Aktivitäten das Alleinstellungsmerkmal. Zugleich und auch infolgedessen wurden deutsche Immobilienaktien nachhaltig mit Abschlägen auf den Nettoinventarwert gehandelt. Erst in letzter Zeit – seit Beginn der Diskussion um die Einführung von REITs in Deutschland – konnten einige Immobilienaktien deutliche

³⁴ Vgl. HSH NORDBANK (2006), S. 34.

³⁵ Vgl. HUGHES/ARISSEN (2005), S. 6.

³⁶ Da gewerbliche Immobilienbestände nicht einheitlich bzw. nur ungenau in den amtlichen Statistiken erhoben werden, ist eine genaue Schätzung der Zielgröße allerdings nicht möglich.

Preisanstiege verzeichnen, die sich in Prämien auf den Nettoinventarwert widerspiegeln. Es gibt jedoch immer noch kein ausreichend ausdifferenziertes Angebot an spezialisierten Immobilienaktien, was die Anlage in diese Vehikel weiterhin erschwert. Auch lassen sich Bedenken an der neuen Immobilienaktieneuphorie festmachen: Aufgrund der geringen Volumina am Aktienmarkt konnte sich bislang kein Börsenumfeld aus unabhängigen Analysten bilden, die den Markt auf breiter Basis analysieren und durch ein Verständnis des Immobilien- und Aktienmarktes den Preisbildungsprozess an der Börse überwachen. Dieses Umfeld muss zunächst hergestellt werden, damit es zu einem funktionierenden Immobilienaktienmarkt in Deutschland kommen kann.³⁷

4.1.3 Der Markt für nicht-börsengehandelte Immobilienanlagen

Das wesentliche Unterscheidungsmerkmal des deutschen Immobilienmarktes liegt somit in der herausragenden Bedeutung des nicht-börsengehandelten Immobilienanlagemarktes. Insbesondere geschlossene und offene Immobilienfonds dominieren den inländischen Markt für indirekte Immobilienanlagen. Im folgenden Abschnitt wird daher die Relevanz eines nicht-börsengehandelten REIT als Ergänzung des deutschen Marktes für nicht-börsengehandelte Immobilienanlagen dargestellt.

4.1.3.1 Positionierung von nicht-börsengehandelten REITs neben offenen Immobilienfonds³⁸

Trend zu indirekten Anlageformen

Offene Immobilienfonds hatten in Deutschland per 2005 ein Volumen von ca. 4,3 % des BIP und erwiesen sich damit als wesentlich erfolgreicher als Immobilienaktiengesellschaften, weil der nach InvG reduzierte Handlungsspielraum entsprechend des Neuen Finanzierungspostulats adäquat ist und so die Anleger bereit sind, die recht geringe Verzinsung der offenen Immobilienfonds zu akzeptieren. Das Disagio zwischen Marktkapitalisierung und Nettoinventarwert bei Immobilienaktiengesellschaften kann über

³⁷ Vgl. Kapitel 4.2.1.

³⁸ Teile dieses Kapitels basieren auf: SOTELO (2006b).

den für das Halten von Immobilienbeständen zu weiten Handlungsspielraum der Aktiengesellschaft erklärt werden.

Themenorientierte Investitionsvehikel

Immobilienfonds sind praktisch nicht in der Lage themenorientiert zu investieren, weil sonst Portfolioumschichtungen der Anleger zu Liquiditätsabflüssen bei den Fonds führen können. Die Krise eines Fonds der Dekabank aus dem Jahre 2004/2005 kann auch in diesem Kontext interpretiert werden. Aus dem Hause der Dekabank standen dem Anleger zwei Fonds zur Auswahl: Einer, der sich auf Deutschland bezog und einer, der global investierte. Die Portfolioumschichtungen von dem primär in Deutschland investierten in den global investierten Fonds führten zum Liquiditätsengpass beim auf Deutschland bezogenen Fonds. Zugleich ist dieser Aspekt auch für andere offene Immobilienfonds eine Herausforderung, insofern viele offene Immobilienfonds aufgrund der historischen Entwicklung sowie der früheren Anlagevorschriften des ehemaligen Kapitalanlagegesetzes in ihrem Portfolio Deutschland Übergewicht vertreten haben.

Immobilien- und portfoliobezogene Dienstleistungen

Die Differenzierung in der Produktpalette beinhaltet eine weitere Dimension. Offene Immobilienfonds erbringen gegenüber dem Anleger zwei Arten von Dienstleistungen: Einerseits eine immobilienbezogene Dienstleistung, insofern die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) die im Bestand befindlichen Immobilien verwaltet und bewirtschaftet; andererseits eine portfoliobezogene Dienstleistung, als die KAG das Portfolio stets – beispielsweise bezüglich der Diversifikation – optimiert.

Offene Immobilienfonds sind nicht in der Lage, die einzelnen Teile der Dienstleistungen, den immobilienbezogenen und den portfoliobezogenen, separat zu erbringen. Diese fehlende Separation steht im Widerspruch zum Trend der Ausdifferenzierung von Produkten und schafft zugleich Probleme sowohl für die Anbieter- als auch für die Nachfragerseite. Für die Anbieterseite, weil ein weltweit diversifizierter offener Immobilienfonds nicht in der Lage sein kann, in jeder üblichen Nutzungsart überall die beste immobilienbezogene Dienstleistung zu erbringen und weil mit wenig fungiblen Direktanlagen ein effizientes Portfolio-Management erschwert ist; für die Nachfragerseite, weil insbesondere institutionelle Investoren zwar das Portfolio-Management selbst erbringen wollen und konsequenterweise auch nicht bereit sind, hierfür Gebühren zu entrichten,

jedoch ein Interesse an indirekten Anlagevehikeln haben, von denen die immobilienbezogene Dienstleistung erbracht wird.

Offene Spezialfonds sind eine besondere Form des offenen Immobilienfonds, bei dem nur institutionelle Investoren in begrenzter Zahl als Anleger zugelassen sind. Zwar können offene Spezialfonds insoweit themenorientiert investieren, als beschränkte Themenvorgaben vereinbart werden können, doch ist die Fungibilität der Anteile für die Anleger aufgrund des fehlenden Börsenhandels eingeschränkt. Auch ist dieses Produkt insbesondere für ausländische Investoren nicht attraktiv.

REITs als Vehikel für offene Immobilienfonds

Auch für offene Immobilienfonds können REITs ein interessantes Anlagevehikel werden, weil sich so der offene Immobilienfonds auf die portfoliobezogene Dienstleistung konzentrieren könnte, während die themenorientierten REITs in ihrem regionalen und/oder durch die Nutzungsart definierten Geschäftsfeld ihre ganze Kernkompetenz bei der Erbringung der immobilienbezogenen Dienstleistung einbringen könnten. REITs sollten nicht als Alternative zu den offenen Immobilienfonds gedacht werden, sondern als ergänzendes Vehikel für diese. Die amerikanische Erfahrung zeigt, dass REITs zu ca. 68% von institutionellen Kapitalsammelstellen gehalten werden, die für ihre Anleger die portfoliobezogene Dienstleistung anbieten.³⁹ In Deutschland könnten auch Versicherungen einen wesentlichen Teil ihres Immobilienanlagevermögens mittels REITs halten. Kleininvestoren spielen nur eine untergeordnete Rolle als Anteilseigner von REITs. Mittels REITs kann zudem die Liquidität institutioneller Anleger und der von Kleinanlegern gebündelt werden.

Die Chance durch REITs Teile der immobilienbezogenen Dienstleistung in Form von REITs auszugliedern, zeigt das aktuelle Beispiel der Commerz Grundbesitz-Investmentgesellschaft (CGI): Diese hat als erster deutscher Aufleger offener Immobilienfonds drei Pariser Objekte, bzw. drei Einzelobjektgesellschaften, des „hausInvest europa“ Ende März in die Zweckgesellschaft „CeGeREAL SA“ ausgegliedert und an der französischen Börse als REIT platziert. Die Transaktion hat einen besonderen steuerlichen Hintergrund: Durch die Ausgestaltung des französischen REIT-Regimes können die Anleger laut Informationen der Fondsgesellschaft ca. 6 Mio. EUR an Ertrags-

³⁹ Vgl. MURPHY (2004), S. 22.

steuern auf Gesellschaftsebene jährlich einsparen. Zudem fallen keine latenten Steuern mehr an, was einem Steuervorteil von weiteren 88 Mio. EUR entspricht. Da die Objekte allerdings weiterhin über die Beteiligung am CeGeREAL und aufgrund der Ausgestaltung als 3-Objekt-Gesellschaft im Liegenschaftsvermögen des „hausInvest europa“ aufgeführt werden, wird bei der Bemessung des Fondsvermögens auch weiterhin die deutsche Sachverständigenbewertung zugrunde gelegt, nicht hingegen der Börsenkurs.⁴⁰

Bedarf an nicht-börsengehandelten REITs

Sollten in Deutschland REITs eingeführt werden, könnten diese eine attraktive Möglichkeit sein für offene Immobilienfonds einzelne Objekte bzw. Objektgesellschaften auszugliedern: Auch inländische Objekte, die ein einheitliches Risiko/Rendite-Profil aufweisen, könnten in Form von klar positionierten REITs ausgegliedert werden. Auch lässt sich seitens der offenen Immobilien-Publikumsfonds durch die Beteiligung an REITs, die aus dem Direktbestand institutioneller Investoren gegründet werden, die niedrige Immobilienquote von 67%⁴¹ erhöhen.

Diese Mechanismen würden durch die Zulassung nicht-börsengehandelter REITs in Deutschland stark begünstigt: Die Gründung nicht-börsengehandelter REITs ist schneller durchzuführen und weniger kostenintensiv. So entstehen bei Börsennotierung zusätzliche Kosten durch externe Berater (Investment Banker, Anwälte, Wirtschaftsprüfer, Immobilienbewerter, PR-Berater, etc.), die den Weg an den Kapitalmarkt nur mit hohen Losgrößen wirtschaftlich rechtfertigen. Diese sind allein durch die Börsennotierung nicht zwangsläufig realisierbar, da der Verkaufspreis am Ende der angestrebten Halteperiode selbst bei vermiedener börsentäglicher Wertschwankung im Fondsvermögen letztendlich auch vom Börsenklima beeinflusst wird und damit zusätzlichen Risiken unterliegt. Zudem wird die Rendite weiterhin maßgeblich aus der professionellen Bewirtschaftung realisiert, die beim Börsengang nur in Verbindung mit dem Einsetzen spezialisierter interner Manager erbracht werden kann. Ein nicht-börsengehandelter REIT ist hingegen nicht mit den Kosten des Börsengangs verbunden. Es können allerdings durch die Einbringung mehrerer Objekte größere REIT-Volumina realisiert werden, die bei Bedarf und attraktivem Börsenklima über den Sekundärmarkt platziert werden können. Es erhöht sich bei der Ausgliederung von Immobilienvermögen in nicht-

⁴⁰ Vgl. CGI (2006).

⁴¹ Vgl. ZEW/EBS (2005), S. 113. Daten: Deutsche Bundesbank.

börsengehandelte REITs ebenfalls die Fungibilität der Immobilieninvestitionen, die über den Sekundärmarkt im Falle eines Liquiditätsengpasses en bloc verkauft werden könnten. Dadurch reduziert sich ebenfalls die mit der Fristeninkongruenz verbundene Problematik der offenen Fondskonstruktion. Nicht-börsengehandelte REITs ermöglichen somit (1) eine Erhöhung der Immobilienquote, (2) die Abschwächung der mit der Fristeninkongruenz verbundenen Problematik und (3) die Konzentration auf die portfoliobezogene Dienstleistung.

Es muss darauf hingewiesen werden, dass die Einführung von nicht-börsengehandelten REITs in Deutschland voraussichtlich negative Auswirkungen auf das Mittelaufkommen von offenen Immobilien-Spezialfonds haben könnte, da sich auch im Ausland ein deutlicher Trend zum internen Management bei REITs beobachten lässt. Offene Immobilien-Spezialfonds haben allerdings mit einem Fondsvolumen von ca. 17,759 Mrd. EUR per 31.12.2005 auf die gesamte Immobilienwirtschaft bezogen ebenso wie börsengehandelte Immobilienaktiengesellschaften keine herausragende Bedeutung.⁴² Zudem investieren institutionelle Investoren über dieses Vehikel vermehrt im Ausland. Der mögliche Kannibalisierungseffekt bezieht sich allerdings voraussichtlich auf absehbare Zeit primär auf die inländischen Immobilienanlagen, die über Spezialfonds platziert werden. Mögliche negative Auswirkungen auf das Produktsegment der offenen Immobilien-Spezialfonds müssen daher den gesamtwirtschaftlichen Vorteilen durch die Einführung nicht-börsengehandelter REITs als nachrangig bewertet werden.

4.1.3.2 Positionierung von REITs neben geschlossenen Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds dienen seit den 1970er Jahren insbesondere Privatanlegern zur Investition in Immobilien. Das Marktvolumen von geschlossenen Immobilienfonds liegt heute bei ca. 85,8 Mrd. EUR, was einem Verkehrswert des Immobilienvermögens von ca. 179,5 Mrd. EUR entspricht.⁴³ Geschlossene Fonds konnten insbesondere in den 1990er Jahren hohe Mittelzuflüsse verzeichnen. Der Markt für geschlossene Fonds ist allerdings stark fragmentiert. Zudem hat sich bislang kein funktionierender Zweitmarkt für Anteile an geschlossenen Immobilienfonds etabliert. Die Relevanz eines

⁴² Vgl. BVI (2006a).

⁴³ Vgl. LOIPFINGER (2006).

funktionierenden Zweitmarktes für geschlossene Immobilienfonds ist vor allem deswegen hervorzuheben, da 43% aller geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland der Kategorie „non-performing“, d.h. als „nicht mehr ausschüttend“, klassifiziert werden.⁴⁴

Bedarf an nicht-börsengehandelten REITs

Da diese Anlageklasse die bedeutendste bestehende Form der indirekten Immobilienanlage darstellt, lässt sich auch aus diesen Beständen ein substanzieller Beitrag zur Marktkapitalisierung eines börsengehandelten REITs ableiten. Zudem lohnt sich der Aufwand einer Börsennotierung erst, sofern das Immobilienvermögen ein kritisches Platzierungsvolumen erreicht. Der Aufwand einer Börsennotierung lohnt sich erst ab 300 Mio. EUR und sollte zudem nicht auf einzelne Objekte bzw. wenige Mietparteien entfallen. In der Konsequenz besteht somit erheblicher Arrondierungsbedarf im Markt für Geschlossene Immobilienfonds, sollten diese ebenfalls zur Etablierung eines börsennotierten REITs beitragen. Die Zulassung von nicht-börsennotierten REITs wäre damit eine zwingende Voraussetzung für die erfolgreiche Arrondierung der Bestände Geschlossener Immobilienfonds als steuertransparente Vorstufe zum Börsengang. Nur so können klar fokussierter Immobilienportfolios mit klarem Track Record und späterer Möglichkeit zum erfolgreichen Weg an den Kapitalmarkt zusammengeschlossen werden.

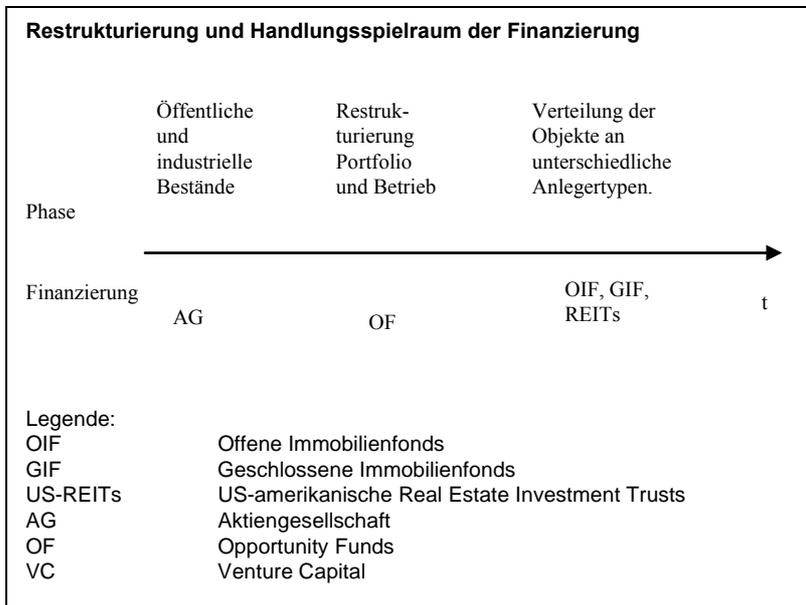
4.1.4 Nicht-börsengehandelte REITs als Alternative zu opportunistischen Fonds

Opportunistische Fonds können als eine Finanzierungs- bzw. Herrschaftsform mit sehr hohem Handlungsspielraum interpretiert werden. Finanzierungen durch opportunistische Fonds finden daher häufig Anwendung, wenn eine unternehmerische Umstrukturierung der geschäftlichen Aktivitäten notwendig wird.

In den Jahren 2003 bis 2005 haben ausländische Investoren zunehmend Wohnungsportfolios in Deutschland erworben und dabei zumeist via opportunistische Fonds investiert. Neben der Möglichkeit in geringem Umfang Mieterprivatisierungen durchzuführen, geht es bei den kurz- bis mittelfristigen Investitionen mit einem Anlagehorizont von etwa fünf bis sieben Jahren besonders um die Aufteilung des Portfolios und den Verkauf an unterschiedliche Investoren mittels verschiedener Anlagevehikel.

⁴⁴ Vgl. IFD (2006), S. 7.

Abbildung 8: Restrukturierung und Handlungsspielraum der Finanzierung



Quelle: SOTELO (2006).

Der Hintergrund für die zunehmende Bedeutung von opportunistischen Fonds auf dem deutschen Wohnimmobilienmärkten lässt sich anhand zweier Marktfaktoren identifizieren: Zum einen haben deutsche Wohnimmobilien am starken Preisanstieg der letzten Jahre im internationalen Umfeld nicht partizipiert und zum anderen versuchen deutsche Kommunen, anhand der Privatisierung ehemals gemeinnütziger Wohnungsbauunternehmen Mittel freizusetzen. Da es bislang keine Form der indirekten Immobilienanlage in Deutschland gibt, die im nicht-börsengehandelten Markt spezialisierte und managementintensive Immobilienportfolioinvestitionen ermöglicht, traten die ausländischen opportunistischen Fonds bislang fast als einzige Investoren im deutschen Wohnungssegment auf.

Tabelle 3: Volumen ausländischer Investitionen in deutsche Immobilienportfolios

Jahr	Portfolio	Akquisiteur	Anzahl der Einheiten	Kaufpreis (in Mio. Euro)
2004	Viterra (MIRA)	KGAL/MIRA	27000	550
	GSW	Cerberus / Whitehall / Goldman Sachs	65700	2105
	GAGFAH	Fortress	82000	3495
	MIRA Grundstücksgesellschaft	Häusser-Bau GmbH Essen	1500	67
	MIRA Grundstücksgesellschaft	Wohnprojekt GmbH Essen	2700	121
	Degewo, Köwogo, Berlin	Cerberus / Goldman Sachs	2652	119
	Cerberus / Whitehall	DIC	1529	
	GBH	Cerberus	2400	
	WCM Residential Portfolio	Blackstone Group	31000	1390
	Jade GmbH	Cerberus	8209	
	Thyssen Krupp AG	Corpus Immobilien-Gruppe/ Morgan Stanley	48000	2100
	RWE	Terra Firma	4500	225
	DAL	Babcock & Brown	13500	605
	DIC	Conwert	866	39
	Deutsche Post	Corpus Immobilien-Gruppe	11000	
	Otto-Suhr-Siedlung	Apellas	1000	
2005	AMB Generali	Dewag	1700	
	Gehag (HSH Nordbank)	Oaktree Capital Management	18000	1000
	Peabody	GE Real Estate	6000	
	HPE	GE Real Estate	4400	190
	Viterra	Deutsche Annington	117400	7000
	Hüttenwegsiedlung (Bund)	Apellas	1096	80
	NILEG	Fortress	28500	1500
	Wilhelm Sander-Stiftung	Deutsche Annington/Terra Firma	748	
	Preussag (TUI)	Grainer Trust	1400	70
	GHG (BVG)	Corpus Immobilien-Gruppe	5100	350
	BauBeCon	Cerberus	20000	1000
Degewo/WGB Marzahn	Volker Wessels-/Reggeborgh-Gruppe	3858		
2006	Wobau Dresden	Fortress	47600	1750

Quelle: Deutsche Bank, Eurohypo, Börsenzeitung, Immobilien Manager, Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung, Vivacon, Spiegel, HSH Nordbank, Sal. Oppenheim, FT Deutschland

So werden Wohnimmobilien in der Statistik des BVI nicht als eigene Kategorie in der Immobilienquote der offenen Immobilien-Publikumsfonds aufgeführt und zählen zu den sonstigen Immobilienarten, die insgesamt einen Anteil von 5,1% ausmachen.⁴⁵ Auch offene Immobilien-Spezialfonds investieren nur 6% ihres Anlagevermögens in Wohnimmobilien,⁴⁶ was in Anbetracht des Fondsvolumens von ca. 17 Mrd. EUR den Losgrößen größerer Einzeltransaktionen im deutschen Wohnungsmarkt entspricht. Geschlossene Immobilienfonds können aufgrund ihrer Strukturierung keine aktive Wohnungsbewirtschaftung realisieren und bis auf Ausnahmen wie die Deutsche Wohnen AG engagieren sich nur einzelne, kleinere Immobilienaktien vermehrt erst in letzter Zeit gezielt im Wohnungssektor. Zudem ist zu erwähnen, dass in der Regel aus steuerlichen Gründen nicht die Immobilien sondern die gesamten Wohnungsbauunternehmen ge-

⁴⁵ Vgl. SIEBEL (2006), S. 14.

⁴⁶ Vgl. FERI/EBS (2004),.

kauft werden, wodurch insbesondere die Rückstellungen auf Unternehmensebene vom Akquisiteur weiterhin genutzt werden können.

Bedarf an nicht-börsengehandelten REITs

Sofern in Deutschland REITs zugelassen werden, können diese ein geeignetes und marktmäßig bedeutendes Vehikel für Desinvestitionen der Investitionen von opportunistischen Fonds werden. Sollten gar keine bzw. keine gut ausgestalteten deutschen REITs implementiert werden, so ist davon auszugehen, dass andere europäische Vehikel für die Desinvestition Verwendung finden. Schließlich ist zu erwarten, dass dann in Deutschland von diesen europäischen Vehikeln nur marginale Steuersätze auf die in Deutschland gezahlten Mieterträge nach Belegenheitsprinzip Anwendung finden, weil die Mieten über eine entsprechende Fremdfinanzierung der deutschen Portfolios mit den hierauf entfallenden Fremdkapitalzinsen steuerlich neutralisiert werden könnten.

Aus Sicht der Wohnungsunternehmen können REITs allerdings ebenfalls als Alternative zum Verkauf an eher kurz- bis mittelfristig orientierte opportunistische Fonds dienen. Dabei ist zu beachten, dass der direkte Börsengang allerdings mit erheblichen Anforderungen insbesondere an das Management dieser Unternehmen verbunden ist. Zudem erfordert der unmittelbare Weg an den Kapitalmarkt eine Neuausrichtung der Unternehmensstrategie, die fortan nicht mehr primär am öffentlichen Versorgungsauftrag sondern an der Maximierung des „Shareholder Value“ orientiert sein muss. Der Shareholder Value bezeichnet das Eigenkapital eines Unternehmens zu Marktpreisen, das dem Unternehmenswert abzüglich des Fremdkapitals zu Marktpreisen entspricht.⁴⁷ Mit anderen Worten leitet er sich aus dem Barwert der erwarteten Dividendenzahlungen zzgl. dem erwarteten Verkaufspreis der Anteile an einem REIT ab. Zukünftige Dividendenzahlungen sowie der erwartete Verkaufspreis der Anteile werden am Kapitalmarkt impliziert mit den Kapitalkosten der Anteilseigner bewertet. Dabei kann ein Unternehmen bzw. der börsenorientierte REIT gemäß dem Shareholder Value Ansatzes nur einen positiven Mehrwert für die Anteilseigner leisten, sofern die Eigenkapitalrendite höher ist als die erwartete Verzinsung auf das Eigenkapital.⁴⁸ Dementsprechend muss ein Unternehmen am Kapitalmarkt stets bestrebt sein, den zukünftigen Ertrag zu erhöhen, um langfristig ebenfalls die Anteilspreise zu steigern, was das eindeutigste Signal für die

⁴⁷ Vgl. RAPPAPORT (1999), S. 39.

⁴⁸ Vgl. BLACK ET AL. (1998), S. 33.

Generierung von Shareholder Value ist.⁴⁹ Das so genannte Shareholder Value Netzwerk beschreibt die essenzielle Verknüpfung der Unternehmensziele als die Erhöhung des Shareholder Value und dessen fundamentalen Wertreiber.⁵⁰ In Bezug auf REITs können diese insbesondere in der Erhöhung der Mieteinnahmen, der Immobilienwertsteigerung und der Kapitalkostenminimierung identifiziert werden. In der Konsequenz müssen börsengehandelte REITs daher stets eine Wachstumsstrategie nachweisen, wobei zugleich die Profitabilität erhöht werden sollte.

Obwohl dies nur eine grobe Darstellung des Shareholder Value Ansatzes ist, können die Implikationen für das Management von kapitalmarktorientierten REITs davon abgeleitet werden. Der Shareholder Value Ansatz dient zwar nicht alleine als strategische Zielgröße von börsengehandelten Unternehmen und REITs, sondern gilt gleichermaßen auch für nicht-börsengehandelte Immobilienanlagevehikel, allerdings steigt durch den Weg an den Kapitalmarkt der Druck auf das Management, sich an dem Shareholder Value zu orientieren. In der Schlussfolgerung für Wohnungsimmobilienunternehmen bedeutet dies, dass rein sozialpolitische Wohnungsbauprojekte nur unter Voraussetzung der langfristigen Profitabilität unter Berücksichtigung einer angemessenen, projektspezifischen Risikotoleranz unternommen werden können.

Mit nicht-börsengehandelten REITs haben Wohnungsbauunternehmen allerdings die Möglichkeit, sich sukzessiv durch moderate Änderung der Geschäftspolitik den Kapitalmarktanforderungen an das Shareholder Value orientierte Management anzunähern. Dabei kann das Unternehmen den so genannten Track Record aufbauen, der für den Börsengang als erforderlich angesehen wird. Sollte allerdings kein Börsengang angestrebt werden, haben Wohnungsunternehmen dennoch über die Konversion zum nicht-börsengehandelten REIT die Möglichkeit, Mittel über die Beteiligung weiterer Investorenkreise freizusetzen und dennoch dem Versorgungsauftrag nachzukommen.

4.2 Kapitalmarkttheoretische Bedeutung

Die Erhöhung der Fungibilität der Anteile mittels Schaffung eines liquiden Sekundärmarkts mit einem hinreichenden Free Float ist eines der maßgeblichen Ziele bei der

⁴⁹ Vgl. ARZAC (1986), S. 121.

⁵⁰ Vgl. RAPPAPORT (1986), S. 76.

Implementation von REITs. Bei der Einführung von REITs in Deutschland sind jedoch die kapitalmarkttheoretischen Anforderungen an einen funktionierenden REIT-Markt zu berücksichtigen. Aus der Deutschland spezifischen Struktur des Immobilien- und Kapitalmarktes lässt sich in diesem Zusammenhang insbesondere der Bedarf an nicht-börsengehandelten REITs über deren rein immobilienökonomische Bedeutung hinaus identifizieren. Dies soll im folgenden Teil dargestellt werden.

4.2.1 Rahmenbedingungen eines funktionierenden börsengehandelten REIT

Deutschland ist weiterhin ein Land mit einer nur gering ausgeprägten Aktienkultur. Wie oben beschrieben, konnte sich der deutsche Markt für Immobilienaktien bislang nicht entwickeln. Dementsprechend haben sich ebenfalls keine Rahmenbedingungen für einen funktionierenden Immobilienkapitalmarkt entwickelt. Wesentliche Bestandteile dieses sind ein eigenes Segment am Aktienmarkt, unabhängige und spezialisierte Aktienanalysten, fachlich qualifizierte und immobilienökonomisch informierte Mitarbeiter im Aktienvertrieb, unabhängige Ratingagenturen mit Immobilien- und Kapitalmarktkenntnis und eine öffentliche Wahrnehmung von Immobilienaktien bzw. REITs als eigenständige Assetklasse.

Ferner herrscht in Deutschland bislang eine nicht kapitalmarktorientierte Wertkonzeption bei Immobilieninvestitionen: Bei bestehenden Anlagevehikel und traditionellen Immobilieninvestoren ist die Wertkonzeption, bei dem ein zukünftiger Verkaufszeitpunkt bei „nachhaltiger“ Vermietung unterstellt wird, das dominierende Beurteilungskriterium des Anlagerisikos. Die Bewertung von REITs hingegen basiert auf tatsächlichen Transaktionspreisen an der Börse und spiegelt daher den aktuellen Preis wider, den ein Investor in der Gegenwart für die erwarteten Cashflows aus dem Immobilienbestand bereit ist zu zahlen. Das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage am gehandelten Sekundärmarkt, d.h. der Börse, kann so zu größeren Preisschwankungen führen als die Sachverständigenbewertung mit einem unterstellten Verkaufsstichtag in der Zukunft. Nicht gehandelte Immobilienanlagevehikel können daher im Spiegel aktueller Marktmechanismen ebenso wie gehandelte Immobilienanlagevehikel überbewertet oder unterbewertet sein; die Wertschwankungen werden hingegen gemäß Konzeption nicht in der Sachverständigenbewertung dargestellt und bleiben dem Anleger somit verborgen. Ein langfris-

tig orientierter Anleger muss allerdings nicht zwingend bei der Investition in REITs ein höheres Risiko eingehen, sofern er die Anteile nicht kurzfristig verkaufen will.

Es müssen sich daher erst noch die Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt sowie die Aktienkultur in Bezug auf Immobilienanlagen entwickeln. Insbesondere aus dem Mangel an unabhängigen Analysten ergibt sich die Gefahr, dass Anleger ohne professionelle Beratung in überbewertete REITs investieren könnten. Diese Rahmenbedingungen aber auch die deutsche Aktienkultur muss sich zunächst entwickeln, da ansonsten REIT-Anteile gegebenenfalls durch Markttrends übermäßig getrieben werden und so auch eine Schädigung des Produktimage droht. Zudem ist die Größe des REIT-Segementes für dessen Etablierung ausschlaggebend. Insbesondere institutionelle Anleger haben deshalb noch Vorbehalte gegenüber börsengehandelten Immobilienanlagen und äußern vermehrt die Nachfrage nach nicht-börsengehandelten REITs. Sobald sich die Rahmenbedingungen am Kapitalmarkt entwickelt haben und sich das Produkt näher etabliert hat, wollen aber auch diese zumindest Teile ihrer Immobilienanlagen an der Börse platzieren. Der Zeitpunkt des Börsengangs muss hier allerdings frei wählbar sein, ansonsten könnte diese Bildung von kapitalmarktfähigen Portfolien erschweren.

4.2.2 Kapitalmarktanforderungen beim Börsengang

Immobilienportfolio

Die Immobilienportfolios in Deutschland sind bislang nicht für den Schritt an den Kapitalmarkt aufbereitet worden. Um einen erfolgreichen REIT am Kapitalmarkt platzieren zu können, müssen institutionelle Investoren kapitalmarktfähige Portfolios bilden. Die derzeitigen Beteiligungsverhältnisse müssten dabei ggf. neu geordnet werden, bzw. in einem ersten Schritt in Tochtergesellschaften, die bereits eine steuertransparente Struktur ermöglichen, klar themenorientiert eingebracht werden. Die Börsennotierung sollte dabei nicht nach Ablauf einer regulatorischen Frist vorgeschrieben sein, um Vorbehalte gegenüber einer REIT-Gründung zu vermeiden und die Akzeptanz des neuen Segments als möglichen aber nicht zwingenden Exit für die Portfolios bzw. den nicht-börsengehandelten REIT zu etablieren. Zudem hat der Kapitalmarkt aufgrund der mangelhaften Rahmenbedingungen noch nicht den notwendigen Reifegrad erreicht, um die

umgangssprachlich als „Schrottimmobilien-Portfolios“ bezeichneten Immobilienbestände angemessen zu bewerten.

Anforderungen an das Management

Die neu zu gründenden REIT-Vehikel müssen beim Schritt an den Kapitalmarkt einen klaren Track Record des Immobilienmanagements nachweisen. Hierfür müssen nicht-börsengehandelte Gesellschaften ein Management einsetzen, das über mindestens drei Jahre Erfahrungen in der professionellen Verwaltung des nicht-börsengehandelten REITs nachweisen kann. Auch in Großbritannien wird für den UK-REIT auf Basis aktueller Informationen ein Track Record von mindestens drei Jahren im Management von Immobilienanlagen für die Zulassung am London Stock Exchange vorgeschrieben.

Diese Restriktion ist ebenfalls bei bestehenden deutschen Immobilienunternehmen vorhanden. Deutsche Immobilienunternehmen sind allerdings insbesondere durch eine mittelständische Struktur geprägt, die noch keine Börsenmentalität mit den notwendigen Anforderungen an das Management von börsengehandelten Immobilienanlagen erfüllen. So müssen mittelständische Unternehmen erhöhte Transparenzkriterien aber auch den gesamten Bereich Investor Relations in der Unternehmensphilosophie erst noch etablieren. Um einen funktionierenden REIT-Markt mit einem diversifizierten Produktsegment und zahlreichen spezialisierten REITs in Deutschland zu schaffen, ist es daher sinnvoll, diesen REIT-Status auch für nicht-börsengehandelte Gesellschaften zu gewähren, die den Weg an den Kapitalmarkt erst zu einem Zeitpunkt anstreben, zu dem sie auch für diesen geeignete Strukturen und Managementkompetenz nachweisen können. Sofern börsengehandelte REITs gegenüber nicht-börsengehandelten Immobiliengesellschaften einen steuerlichen Sonderstatus genießen, besteht die Gefahr, dass mittelständische Unternehmen allein aufgrund des steuerlichen Sonderstatus den Weg an den Kapitalmarkt wagen, ohne für diesen bereit zu sein.

Marktkapitalisierung

Wenn von Beginn an nur börsengehandelte REITs zugelassen werden, so können nur wenige große Gesellschaften den Sprung zum REIT schaffen. Schließlich ist von einem Volumen von mindestens ca. 300 Mio. EUR an Eigenkapitalmarktkapitalisierung auszugehen, um einen Börsengang wirtschaftlich zu rechtfertigen. Mit solch einer Maß-

nahme würden mittelständische Unternehmen von dem Geschäft ausgeschlossen werden.

Eigentümerstruktur

Auch für die stufenweise Umwandlung von Teilen der Portfolios offener Immobilien-Publikumsfonds in REITs wäre die Existenz von nicht-börsengehandelten REITs von großer Bedeutung, um so einen stufenweise Übergang zu mehr Fungibilität und Volatilität zu erreichen. In einem ersten Schritt könnten Teile der Portfolios in nicht-börsengehandelte REITs umgewandelt werden, anschließend könnte eine Börsennotierung mit geringem Free Float und Marktpflege erfolgen, um schließlich einen großen Free Float mit Kapitalmarktdisziplin und im reifen und liquiden Markt vertretbarer Volatilität zu erreichen.

4.2.3 Zusammenspiel eines börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs

Einbringung von Tochtergesellschaften

Durch die Implementierung sowohl börsengehandelter als auch nicht-börsengehandelter REITs lässt sich die Funktionsweise des börsengehandelten REITs erheblich verbessern. Der börsengehandelte REIT hat so die Möglichkeit in Form einer Holding Gesellschaft durch Beteiligungen an nicht-börsengehandelten REITs, die denselben regulatorischen Rahmenbedingungen und insbesondere auch der Steuertransparenz obliegen, ein gesunderes aber auch schnelleres Wachstum durchzusetzen. Auch im Falle eines herkömmlichen REITs können in Form von Kapitalerhöhungen Beteiligungen an nicht-börsengehandelten REITs finanziert werden, die im Rahmen einer Mehrheitsbeteiligung mit dem börsengehandelten REIT verschmolzen werden. Hierdurch wird bislang nicht-kapitalmarktorientierten Beteiligungsstrukturen der Weg an die Börse durch die Verschmelzung mit börsengehandelten REITs, die bereits ein Kapitalmarkt Know-how besitzen, erleichtert. Dies ist insbesondere für Beteiligungen institutioneller Investoren interessant, die eine externe Managementstruktur aufweisen und so keinen internen Track Record nachweisen können. Auch in den USA gibt es die Möglichkeit über den sogenannten UPREIT nicht-börsengehandelte geschlossene Fonds über eine Dachfondsgesellschaft, deren Anteile mit den an der Börse gehandelten REIT-Anteilen ver-

knüpft sind, am Kapitalmarkt zu platzieren. Bei Einführung sowohl börsengehandelter als auch nicht-börsengehandelter REITs kann diese Struktur vereinfacht werden, da die Zwischengesellschaft in Form des Dachfonds obsolet wird.

Durch den nicht-börsengehandelten REIT wird somit der Kapitalmarktzugang für Immobilienbestände institutionelle Investoren erleichtert. Zudem können institutionelle Investoren ihre Immobilienbestände weiterhin im nicht-börsengehandelten Segment halten. Der börsengehandelte REIT, der sowohl von kleinen als auch von weiteren institutionellen Investoren gehalten wird, kann sich in Form von Minderheitsbeteiligungen am nicht-börsengehandelten REIT beteiligen. Sollte der institutionelle Investor einen vollständigen Exit aus einzelnen nicht-börsengehandelten REITs anstreben, kann der börsengehandelte REIT die übrigen Anteile durch eine Kapitalerhöhung finanzieren. Sofern ein institutioneller Investor ein eigenes börsengehandeltes Vehikel am Kapitalmarkt platziert, kann er auf diese Weise auch sukzessiv weitere Immobilienbestände an die Börse bringen.

Übernahmen

Der US-REIT-Markt war in den letzten 12 Monaten insbesondere durch zahlreiche Privatisierungen geprägt. Insgesamt beliefen sich die Privatisierungen börsengehandelter REITs seit Juni 2005 auf einen Transaktionswert von fast 40 Mrd. US-Dollar.⁵¹ Hintergrund hierfür ist, dass institutionellen Investoren über den börsengehandelten REIT-Markt der Zugang zu qualitativ hochwertigen, klar positionierten und damit aus Diversifikationsgründen sehr attraktiven Immobilienportfolios erleichtert wird: Während große Immobilienportfolios im nicht-börsengehandelten Markt nur einem begrenzten Investorenkreis zur Verfügung stehen, können die Anteile an börsengehandelten REITs über die freie Handelbarkeit am Aktienmarkt besser erworben werden. Diese Übernahmen sind bei Wegfall des steuerlichen Sonderstatus im Going Private Szenario weniger attraktiv, da dies mit wirtschaftlichen Nachteilen verbunden ist: Die Preisbildung am Aktienmarkt beinhaltet keine Steuern auf REIT-Ebene, der Akquisiteur müsste allerdings diese – sofern es keine nicht-börsengehandelten REITs gib – mit in den Akquisitionspreis einrechnen, wodurch eine Aktienprämie beim Übernahmeangebot weniger ge-

⁵¹ Vgl. Tabelle 4, S. 74.

rechtfertigt ist. Eben diese Prämien wurden allerdings bei den Übernahmen im US-amerikanischen Markt gezahlt, was einen wichtigen Anreiz bei der Abwerbung der Anteile von Altaktionären darstellt. Die gesamtwirtschaftliche Konsequenz daraus ist, dass ohne nicht-börsengehandelten REITs weniger Übernahmen mit verbundenem Going Private stattfinden.

Going Private

Wenn ein Immobilienportfolio an der Börse gegenüber dem Nettoinventarwert unterbewertet ist, kann ein Going Private als wertschöpfende Strategie angestrebt werden. Zu einem späteren Zeitpunkt, zudem REITs wieder angemessen am Kapitalmarkt bewertet werden, kann darauf der erneute Going Public, d.h. der Börsengang, angestrebt werden. Als positiver Nebeneffekt für dieses Zusammenspiel zwischen börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs kommt es zu einer effizienteren Preisbildung am Kapitalmarkt. Grundvoraussetzung hierfür ist jedoch, dass es keine steuerlichen Restriktionen beim Going Private gibt, die nur bei einer Koexistenz von börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs ausgeschlossen werden. Schließlich ist aus Gründen der Kapitalmarktdisziplin die mögliche Einstellung der Börsennotierung als letzte und härteste Möglichkeit der Disziplinierung von Gesellschaften, die Erwartungen der Investoren nicht erfüllen, erneut hervorzuheben. Eine steuerliche Bestrafung in Form der Aufhebung der steuerlichen Transparenz bei Ausübung einer Disziplinierungsmaßnahme durch den Kapitalmarkt wäre ökonomisch kontraproduktiv. Anderenfalls können REITs ihre Anteilspreise nur eingeschränkt selbst durch laufende Kapitalerhöhungen oder den Verkauf von Immobilienvermögen an den Nettoinventarwert angleichen.

5 Internationale Erfahrungen mit nicht-börsengehandelten REITs

5.1 USA

5.1.1 Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs

Nicht-börsengehandelte REITs leisten in den USA einen wichtigen Beitrag zum Erfolg von REITs und der Leistungsfähigkeit der Immobilien- und Kapitalmärkte. So stellten nicht-börsengehandelte REITs, gemessen an deren Anzahl, 82% des US-REIT-Marktes

dar, was deren Wichtigkeit und Notwendigkeit belegt.⁵² In diesem Zusammenhang erfüllen sie ihre durch den Kongress vorgesehene Rolle, Investitionen in Immobilien zu erweitern. Dies wird unter anderem durch ihre besondere Bedeutung als „Inkubator“-REITs deutlich. Hierbei ermöglichen nicht-börsengehandelte REITs mittelständischen Immobiliengesellschaften oft erst den Übergang an den Kapitalmarkt.⁵³

Nicht-börsengehandelte REITs werden oft als Nachfolger der „Real Estate Limited Partnerships“ bezeichnet, die während der 1970er und Anfang der 1980er Jahre oft als „tax shelters“ fungierten. Durch eine Kombination von einer Baisse der Immobilienmärkte und Änderungen der steuerlichen- und aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen kollabierte der Markt für diese Vehikel.⁵⁴ In diesem Zusammenhang wird oft die Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs für den amerikanischen Markt angeführt, da diese strukturierend und disziplinierend auf diesen eingewirkt haben.

Die langjährigen Erfahrungen in den USA zeigen, dass nicht-börsengehandelte REITs weniger als börsengehandelte REITs vom Kapitalmarktdruck betroffen sind. Folglich sind die Geschäftsstrategien dieser Vehikel teilweise noch langfristiger ausgerichtet. Außerdem können sich nicht-börsengehandelte REITs diese im Rahmen von Akquisitionen und Verkäufen bzw. Initial Public Offerings (IPOs) zu Nutzen machen und Marktzyklen besser nutzen. Während es 1993 insgesamt 354 REITs in den USA gab, von denen 189 börsengehandelte REITs waren, gab es im Jahr 2001 bereits 1031 REITs, wobei die Zahl der börsengehandelten REITs mit 182 stagnierte.⁵⁵

Im Hinblick auf einen Börsenhandel lassen sich in den USA drei Gruppen von REITs identifizieren. Es wird zwischen börsengehandelten REITs und nicht-börsengehandelten REITs unterschieden. Die Gruppe der nicht-börsengehandelten REITs lässt sich wiederum in zwei Arten aufteilen. Die jeweiligen Typen werden wie folgt definiert:

- „Publicly Traded REITs“ oder „Public REITs“ sind REITs deren Anteile an einer der nationalen Börsen (New York Stock Exchange, American Stock Exchange, National Association of Securities Dealers Automated Quotation) ge-

⁵² Vgl. NAREIT (2004), S.7.

⁵³ Beispiele für „Inkubator“-REITs, die „public“ gegangen sind, sind Alexandria Real Estate Equities, AMB Property Corp., Annaly Mortgage Management, Inc., Cornerstone Realty Income Trust, Great Lakes REIT Inc., Roberts Realty Investors, Inc., Security Capital Industrial Trust und Westfield America, Inc.

⁵⁴ Vgl. FARRELL (2006), S.1.

⁵⁵ Vgl. NAREIT (2004), S.7.

handelt werden und die verpflichtet sind, an die Securities and Exchange Commission (SEC) zu berichten.

- „Non-Exchange Traded REITs“ oder „Publicly Registered Non-Exchange Traded REITs“ sind nicht-gehandelte REITs, die ein „Registration Statement“ bei der SEC eingereicht haben und verpflichtet sind, periodische Berichte wie 10(K)s und 10(Q)s (Jahres- und Quartalsbericht) zu liefern. Hiermit sind im Wesentlichen der Jahresabschlussbericht und Quartalsberichte gemeint.
- „Private REITs“ sind REITs, die weder an die SEC berichten, noch an einer Börse gehandelt werden und geringeren Publizitätspflichten als Non-Exchange Traded REITs unterliegen.⁵⁶

5.1.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

Der Erfolg von nicht-börsengehandelten REITs in den USA wurde dabei wesentlich von steuerlichen Faktoren begünstigt. So stellen Private REITs für Stiftungen und wohltätige Institutionen eine Möglichkeit dar, „Unrelated Business Tax Income“ (UBTI) zu vermeiden.⁵⁷ Nicht-börsengehandelte REITs verursachen außerdem im Vergleich mit amerikanischen „partnerships“ deutlich weniger Verwaltungsaufwand und -kosten. So müssen Partner einer solchen Partnership, die in Immobilien investiert, in jedem Staat, in dem sie Partner sind, eine Steuererklärung einreichen.⁵⁸

Tabelle 4: Überblick Public, Non-Exchange Traded und Private REITs

	Publicly Traded REITs	Non-Exchange Traded REITs	Private REITs
Überblick	Erfüllen die Zulassungsfolgenvorschriften der SEC und sind an einer nationalen Börse gehandelt	Erfüllen die Zulassungsfolgenvorschriften der SEC und werden nicht an einer nationalen Börse gehandelt	nd nicht SEC-registriert und werden nicht börsengehandelt
Liquidität	Tägliche Handelbarkeit	Kein Zwang zur Rücknahme, Rücknahmeprogramme variieren zwischen Firmen und sind i.d.R. begrenzt	Kein Zwang zur Rücknahme, Rücknahmeprogramme variieren zwischen Firmen und sind i.d.R. begrenzt

⁵⁶ Vgl. NAREIT (2006), o.S.

⁵⁷ Vgl. ERNST&YOUNG (2005), S.8.

⁵⁸ Vgl. RER (2003), S.2.

Transaktionskosten	Typischerweise zwischen 20 USD und 150 USD pro Handel	Höher als bei Public REITs, vor allem aufgrund der Vermittlungsprovisionen durch aktiven Vertrieb	Höher als bei Public REITs, vor allem aufgrund der Vermittlungsprovisionen durch aktiven Vertrieb
Management	Typischerweise intern gemanagt	Typischerweise extern gemanagt	Typischerweise extern gemanagt
Mindestinvestment	Einer Aktie	Typischerweise 1000 USD bis 3000 USD	Typischerweise 1000 USD bis 25.000 USD
Independent Directors	Börsenzulassungsvorschriften verlangen, dass die Mehrheit der "directors" unabhängig vom "management board" muss sein.	NASAA-Regularien verlangen, dass die Mehrheit der "directors" unabhängig vom "management board" muss sein.	Keine Regulierung
Investorkontrolle	Investoren bestätigen Management	Investoren bestätigen Management	Investoren bestätigen Management
Corporate Governance	Spezifische Regelungen der jeweiligen Börse	Bundesstaatliche Gesetzgebung und NASAA-Vorschriften	Keine zusätzliche Regulierung durch Börsenzulassungsfolgevorschriften
Verfügbarkeit Performanceinformationen	Vielzahl von Analysten, Ratingagenturen im Kapitalmarktumfeld von REITs	Kaum unabhängige Institutionen, die die Performance analysieren	Kaum unabhängige Institutionen, die die Performance analysieren

Quelle: NAREIT (2006).

Die drei genannten Gruppen von REITs divergieren hinsichtlich ihrer Liquidität. Die Anteile der Public REITs sind notiert und täglich handelbar mit geringen Liquiditätsstandards. Non-Exchange Traded REITs dagegen werden nicht gehandelt und die Rücknahmeprogramme der Initiatoren variieren von Anbieter zu Anbieter und sind darüber hinaus begrenzt. Normalerweise existiert auch eine obligatorische Mindesthalteperiode. Ferner ist die Exit Strategie meist gebunden an eine Auflösung, einen Verkauf, einen Merger oder einen Börsengang (oft nach ca. 7 bis 10 Jahren). Die Rücknahmeprogramme der Private REITs ähneln denen der Non-Exchange Traded REITs und variieren dabei noch stärker zwischen den einzelnen REITs.

Während börsengehandelte REITs meist „self-advised“ sind, sich also durch ein internes Management auszeichnen, sind die meisten nicht-börsengehandelten REITs durch externe Manager beraten. Nur wenige nicht-börsengehandelte REITs haben ein internes Management. Meist ist hierzu bei nicht-börsengehandelten REITs eine kritische Größe notwendig, wie das Beispiel der Inland Real Estate Corporation zeigt, die seit dem Jahr 2000 nicht mehr extern gemanagt ist.⁵⁹

Im Gegensatz zu Public REITs werden nicht-börsengehandelte REITs eher „verkauft“ und nicht „gekauft“. Aufgrund des fehlenden Börsenhandels müssen nicht-

⁵⁹ Vgl. BRITT (2004), S. 1-3.

börsengehandelte REITs aktiv vertrieben und vermarktet werden. Hierdurch entstehen Transaktionskosten, die meist in Form einer „up-front fee“ vom investierten Kapital abgezogen werden. Ein Großteil dieser Gebühren wird an den jeweiligen Vermittler, im Falle der USA „registered investment advisors“ (RIAs) oder „registered exercise professionals“ (REPs), gezahlt.⁶⁰ Die signifikant geringeren Transaktionskosten von börsengehandelten REITs gegenüber nicht-börsengehandelten REITs führen zu einem Trend hin zu börsengehandelten REITs.

5.1.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Aufgrund der höheren Mindestanlagebeträge, des hohen Vertriebsaufwands und der langen Fristigkeit werden Private REITs meist an vermögende Privatkunden vertrieben oder von institutionellen Anlegern als Anlagevehikel gewählt. Im Unterschied zu Public REITs werden nicht-börsengehandelte REITs oft als „blind pools“ bezeichnet, da die Anleger in der Anfangsphase der Strukturierung von Private REITs keine explizite Gewissheit haben, in welche Art von Portfolio sie sich einkaufen. Im Falle eines Public REITs können Anleger ohne großen Aufwand exakte Informationen über das Portfolio des jeweiligen REIT erlangen.⁶¹

Exakte Aussagen zum Volumen des nicht-börsengehandelten REIT-Marktes sind schwierig, da diese nicht über einen transparenten Markt gehandelt werden. Nach Schätzung der „Investment Program Association“ (IPC) hatten nicht-börsengehandelte REITs hohe Nettomittelzuflüsse in den vergangenen Jahren: 4 Mrd. USD in 2002, 7 Mrd. USD in 2003, 6,3 Mrd. USD in 2004 und 5,7 Mrd. USD in 2005.⁶²

Tabelle 5: Überblick Non-Exchange Traded REITs 2005 (Top 9 nach Kapitalzufluss)

	Publicly Traded REITs	Non-Exchange Traded REITs	Private REITs
Überblick	Erfüllen die Zulassungsfolgevorschriften der SEC und sind an einer nationalen Börse gehandelt	Erfüllen die Zulassungsfolgevorschriften der SEC und werden nicht an einer nationalen Börse gehandelt	Sind nicht SEC-registriert und werden nicht börsengehandelt
Liquidität	Tägliche Handelbarkeit	Kein Zwang zur Rücknahme, Rücknahmeprogramme variieren zwischen Firmen und sind i.d.R. begrenzt	Kein Zwang zur Rücknahme, Rücknahmeprogramme variieren zwischen Firmen und sind i.d.R. begrenzt

⁶⁰ Vgl. CHAPMAN (2004), S.1.

⁶¹ Vgl. SEC (2006).

⁶² Vgl. POPOVEC (2006), S.1; CHAPMAN (2005), S. 40-43; SMITH (2003), o.S.

Transaktionskosten	Typischerweise zwischen 20 USD und 150 USD pro Handel	Höher als bei Public REITs, vor allem aufgrund der Vermittlungsprovisionen durch aktiven Vertrieb	Höher als bei Public REITs, vor allem aufgrund der Vermittlungsprovisionen durch aktiven Vertrieb
Management	Typischerweise intern gemanagt	Typischerweise extern gemanagt	Typischerweise extern gemanagt
Mindestinvestment	Einer Aktie	Typischerweise 1000 USD bis 3000 USD	Typischerweise 1000 USD bis 25.000 USD
Independent Directors	Börsenzulassungsvorschriften verlangen, dass die Mehrheit der "directors" unabhängig vom "management board" muss sein.	NASAA-Regularien verlangen, dass die Mehrheit der "directors" unabhängig vom "management board" muss sein.	Keine Regulierung
Investorkontrolle	Investoren bestätigen Management	Investoren bestätigen Management	Investoren bestätigen Management
Corporate Governance	Spezifische Regelungen der jeweiligen Börse	Bundesstaatliche Gesetzgebung und NASAA-Vorschriften	Keine zusätzliche Regulierung durch Börsenzulassungsfolgevorschriften
Verfügbarkeit Performanceinformationen	Vielzahl von Analysten, Ratingagenturen im Kapitalmarktumfeld von REITs	Kaum unabhängige Institutionen, die die Performance analysieren	Kaum unabhängige Institutionen, die die Performance analysieren

Quelle: POPOVEC (2006).

Auch Aussagen zur Performance von Private REITs sind schwierig, da es keine unabhängige, einheitliche Institution gibt, die diese Daten zur Verfügung stellt. Ferner hängt die Performance eines nicht-börsengehandelten REITs wesentlich von (dem Erfolg) der Exit Strategie, meist einem Going Public, ab. So hat W.P. Carey als eine der größten Gesellschaften im nicht-börsengehandelten REIT-Segment bereits mehr als 10 IPOs mit einer durchschnittlichen Rendite von 12% auf das eingesetzte Kapital erzielt.⁶³

Allgemeine Aussagen zur Performance von nicht-börsengehandelten REITs sind aufgrund des Fehlens von unabhängigen Benchmarks kaum möglich. Allerdings scheinen viele nicht-börsengehandelte REITs in der Lage zu sein, konkurrenzfähige Dividenden und Renditen zu erzielen. Dividendenrenditen von einigen der größten nicht-börsengehandelten REITs wie Wells und W.P. Carey variieren zwischen 7 und 8,5%.⁶⁴ Allerdings können auch hier teilweise kurzfristige Dividendenkürzungen erfolgen, wie das Beispiel von Wells aus dem Jahre 2003 belegt.⁶⁵

In der US-REIT-Branche gab es vor Allem in den letzten 18 Monaten diverse Going Privates von Public REITs. Hierzu gehören auch große REITs wie CarrAmerica (Verkaufspreis: 5,6 Mrd. USD) oder große Wohnimmobilien-REITs wie der Gables Residential Trust, der für 2,8 Mrd. USD an ING Clarion verkauft wurde.⁶⁶

⁶³ Vgl. FARELL (2006), S. 1-2.

⁶⁴ Vgl. SMITH (2003), S. 1.

⁶⁵ Vgl. Farell (2006), S. 1.

⁶⁶ Vgl. Luxenberg (2005), S. 1.

Da die Preise für hochwertige Immobilien in vielen Segmenten Höchststände erreicht haben, ist es vielen REITs nicht möglich, im Wettbewerb mit privaten Käufern, die zum Teil sehr hohe Fremdkapitalquoten erreichen können, Immobilien zu akquirieren. REITs besitzen weniger Flexibilität im Hinblick auf hohe Fremdkapitalanteile. Dies wird besonders deutlich im Segment US-Wohnimmobilien, in dem z.B. viele Entwickler bzw. so genannte „condo-converter“, Apartmentbestände kaufen und diese dann in Eigentumswohnungen konvertieren. Aufgrund des hohen Kapitalmarktdrucks bzw. Wachstumserwartungen benötigen viele Public REITs einen höheren Kapitalisierungszins – oder Anfangsrendite – als privat geführte „condo-converter“, die bereit sind, höhere Preise zu zahlen und eine geringere Verzinsung zu akzeptieren. Dies bedeutet für viele REITs geringere Wachstumsaussichten, was sich negativ auf den Aktienkurs auswirkt, da Käufer nicht mehr bereit sind, für diese REITs einen Aufschlag zu zahlen.

Tabelle 6: Going Privates von US-REITs (07.06.2005 bis 06.03.2006)

Akquisitionsziel	Käufer	Volumen	Premium
		(Mrd.)	
LBA Realty	Bedford Property Investors	0,89	12,5%
Wyndham International	Blackstone	3,24	19,3%
Town and Country	MS, Onex, Sawyer Realty	1,3	32,4%
Meristar Hospitality	Blackstone	2,6	11,8%
La Quinta Corp.	Blackstone	3,4	35,4%
Gables Residential	ING Clarion	2,8	14,9%
Fairmount Hotels	Saudi Prince & Colony Capital	3,9	30,1%
CRT Properties	DRA Advisors	1,7	16,2%
Center Point Properties	CalEast	3,4	9,5%
Carr America	Blackstone	5,6	19,0%
Capital Automotive REIT	DRA Advisors	3,4	8,9%
Arden Realty	GE Capital	4,8	14,1%
AMLI Residential	Prime Property Fund	2,1	21,1%

Quelle: CITIGROUP (2006)

Darüber hinaus entstehen einem mittelgroßen, börsengehandelten REIT typischerweise Kosten in Höhe von mehr als 1 Mio. USD jährlich, die für das Berichtswesen und andere regulatorische Auflagen aufgewendet werden müssen. Dies wurde durch die Anforderungen des Sarbanes-Oxley Act, der strengere Buchführungspflichten und -kontrollen vorschreibt, noch verschärft.⁶⁷ Gerade im Jahr 2005 zwangen der Sarbanes-Oxley Act

⁶⁷ Vgl. LUXENBERG (2005), S. 1-2.

und die verlangsamte Marktentwicklung viele Public REITs, sich von der Börse zurückzuziehen.

Neben den nicht-börsengehandelten REITs gibt es in den USA weitere Alternativen. Hierzu gehören „tenant-in-common programs“ (TICs), die nicht an einer Börse gehandelt werden, ähnlich wie Private REITs eine geringe Volatilität aufweisen und attraktive Renditen zwischen 7 und 8% erwirtschaften. TICs sind Anlagevehikel, die es bis zu 35 Investoren ermöglichen, Immobilien und unbebaute Grundstücke zu halten. Nach Sektion 1031 IRC (Internal Revenue Code) ermöglichen TICs den Anlegern – ähnlich der deutschen 6b-Rücklage – insbesondere Steuern auf Wertsteigerungen zurückzustellen, wenn die Erträge in Immobilien investiert werden („1031-exchange“).⁶⁸

Die Erfahrungen in den USA belegen insbesondere die Wichtigkeit von UPREIT-Strukturen für mittelständische Immobilienunternehmen. Oft sind diese Unternehmen nur über eine UPREIT-Konstruktion an den Kapitalmarkt zu überführen. In der typischen UPREIT-Form werden die Partner einer schon existierenden Partnerschaft und ein REIT neue Partner. Dies kann auch als operative Partnerschaft bezeichnet werden. Begründet durch ihre Interessen in der operativen Partnerschaft ("Einheit"), steuern die Partner Immobilien der schon existierenden Partnerschaft und dem REIT Barmittel bei. Der REIT ist normalerweise der unbeschränkt haftende Partner und der Hauptbesitzer der operativen Partnerschaftseinheiten. Somit können die Partner nach einer gewissen Zeit ihre Anteile in Barmittel oder REIT-Aktien umwandeln. Folglich müssen die Partner die bisher aufgeschobenen Steuern nach der UPREIT-Einrichtung nachzahlen. Die Besitzer können ihre Einheiten über eine Zeit lang anbieten und damit eine solche Besteuerung strecken. Ein DownREIT ist ähnlich wie ein UPREIT strukturiert, aber der REIT besitzt und betreibt die Immobilienanlagen selbst – anders als sein Anteil an einer kontrollierten Partnerschaft, welche Immobilien separat besitzt und betreibt. Insgesamt hat diese Struktur entscheidend zur Entwicklung des börsengehandelten REIT-Segmentes beigetragen, indem sie kleineren und mittelgroßen Gesellschaften den Kapitalmarktzugang ermöglicht. Ferner können Public REITs als Joint Ventures oder aus steuerlichen Gründen in nicht-börsengehandelte REITs investieren. Nicht-börsengehandelte REITs werden oft von Public REITs oder anderen Immobiliengesell-

⁶⁸ Vgl. POPOVEC (2006), S. 1-2.

schaften genutzt, um in speziellen Segmenten wie Hotels oder Seniorenimmobilien kapitalmarktfähige Portfolios aufzubauen.⁶⁹

Nicht-börsengehandelte REITs haben im Hinblick auf ihre Vertriebspraxis zum Teil eine negative Reputation erlangt und mussten im Rahmen von Verfehlungen und Unregelmäßigkeiten Strafen an die SEC entrichten. So wurde Wells in 2003 mit einer Strafe belegt, weil es geldwerte Geschenke von mehr als 100 USD an REPs ausgegeben hatte. Auch W.P. Carey wird in diesem Zusammenhang von der SEC untersucht.⁷⁰

5.2 Frankreich

5.2.1 Einführung und Überblick von nicht-börsengehandelten REITs

Die französische Regierung hat mit der Einführung von REITs in Form von SIICs und offenen Fonds in Form von „Organisme de placement collectif dans l’immobilier“ (OPCIs) den Markt für Immobilienanlagevehikel in Frankreich reformiert. Gründe hierfür waren unter Anderem die mangelhaften Transparenzstandard und das geringe Marktvolumen der vorhanden nicht-börsengehandelten Vehikel, als auch das Fehlen von adäquaten Immobilienanlagevehikeln im Rahmen der Altersvorsorge für Privatanleger.

Steuereinbußen für den französischen Fiskus entstanden hierbei vor allem durch spanische Investoren, die von günstigen bilateralen Steuerabkommen profitierten. So zahlen spanische Gesellschaften wie Metrovacesa in Frankreich keine Steuern auf REIT-Ausschüttungen.

Die Versicherungswirtschaft war einer der Hauptpromotoren der Entwicklung der beiden neuen Anlagevehikel. Unter den bisherigen Regelungen konnten Versicherungsunternehmen Immobilien indirekt nur in „Sociétés Civiles de Placement Immobilier“ (SCPIs) und „Assurances à Capital Variable Immobilier“ (ACAVIs) (geschlossene Struktur) halten. Als rechtlicher Eigentümer der gehaltenen Immobilien unterlagen diese Gesellschaften erheblichen Liquiditätsrisiken, da Anleger Fondsanteile aus einem Versicherungs- oder Vorsorgekontrakt kurzfristig abziehen können. Daher war die Versi-

⁶⁹ Vgl. CNL (2006).

⁷⁰ Vgl. POPOVEC (2006), S. 1.

cherungswirtschaft einer der Hauptunterstützer offener Fonds in Form von OPCIs. Aufgrund der leichteren Handelbarkeit und der Nettoinventarwert-Bewertung von OPCIs, verringern diese die Liquiditätsrisiken aus unvorhergesehenen Preisschwankungen. Weiter ist ein OPCI-Anteil im Gegensatz zu SCPIs oder ACAVIs nicht zwingend mit einem Versicherungsvertrag verbunden, sondern kann auch separat gehandelt werden.⁷¹

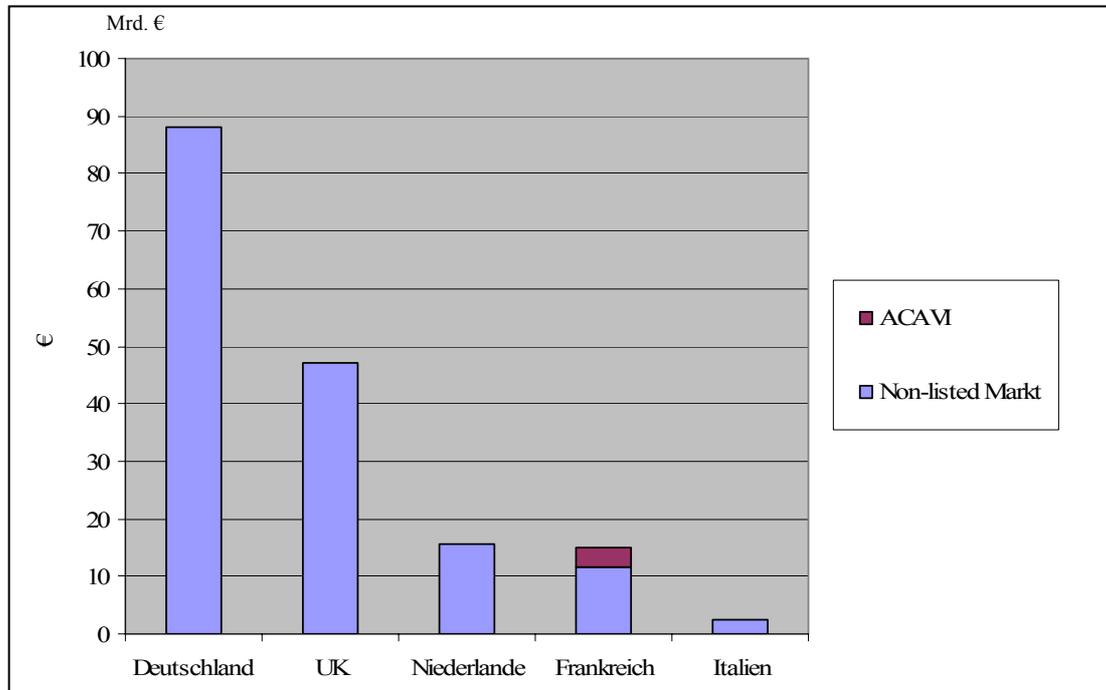
Während sich der OPCI zwar hauptsächlich an private Anleger und hierbei insbesondere als Teil der Altersvorsorge etablieren soll, ist die Einführung eines OPCIs RFA geplant, der sich ähnlich einem deutschen offenen Spezialfonds an institutionelle Anleger richtet. Mindestanlagegrenze sind hierbei 500.000 EUR. Weiter können einzelne Regelungen des OPCIs im Rahmen eines OPCIs RFA abgeändert werden. Dies öffnet den französischen Markt insbesondere für ausländische, institutionelle Anleger.

OPCIs sind als offene Fonds konstruiert, können aktives Asset Management betreiben und bis zu 30% in „financial instruments“ (inklusive Immobilienaktien und SIIC) investieren. Die Einführung von OPCIs hat zur Belebung des Marktes für nicht-börsengehandelte Anlagevehikel in Immobilien beigetragen. Im Gegensatz zum existierenden SCPI (geschlossene Struktur) sind OPCIs (offene Struktur) hinsichtlich ihrer Anlagerestriktion flexibler strukturiert. Die Struktur der OPCIs ähnelt einem offenen Immobilienfonds nach deutschem Modell; es müssen beispielsweise mind. 10% des Fondsvermögens als Liquidität vorgehalten werden. OPCIs werden hauptsächlich durch Versicherungen und Banken insbesondere im Rahmen von Vorsorgeplänen vertrieben.

Im Gegensatz zu den traditionellen Anlagevehikeln in Immobilien (ACAVIs und SCPIs), die nur 0,8% des nicht-börsengehandelten Anlagemarktes repräsentieren, sollen OPCIs eine ähnliche Kapitalisierung wie offene Fonds in Deutschland erreichen. Insbesondere die Möglichkeit in Immobilienaktien zu investieren, soll die Möglichkeit zu sektoraler und regionaler (insb. internationaler) Diversifikation erleichtern und als zusätzlicher „Liquiditätspool“ dem Fonds zur Verfügung stehen, was im Fall von hohen Mittelzu- und -abflüssen auch Auswirkungen auf den börsengehandelten Sektor haben kann.

⁷¹ Vgl. KEMPEN & Co (2005), S. 1-22.

**Abbildung 9: Volumen des nicht-börsengehandelten Marktes
(ohne geschlossen Fonds)**



Quelle: KEMPEN & Co (2005), S.9.

5.2.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

Börsengehandelte Immobilienkapitalgesellschaften, die zur Form einer SIIC optieren, können auf Antrag von der Körperschaftsteuer befreit werden, was nach allgemeinen französischen Grundsätzen zunächst eine Liquidationsbesteuerung auslösen würde. Dies bedeutet, dass sämtliche stillen Reserven der Körperschaftsteuer, zum Tarif von effektiv ca. 35%, unterliegen. Diese Liquidationsbesteuerung wird in folgender Form bei SIICs angepasst: Die im privilegierten Vermögen enthaltenen stillen Reserven werden zu einem ermäßigten Steuersatz von 16,5% versteuert und in vier gleichen Teilbeträgen jeweils am 15.12. des Erstjahres der Option und den drei Folgejahren entrichtet. Stille Reserven aus dem sonstigen Anlagevermögen, wie Aktien im Streubesitz, werden nicht

sofort versteuert, sondern zunächst (bis zu einer späteren Veräußerung) in einer steuerlichen Nebenrechnung zu steuerlichen Buchwerten weitergeführt.⁷²

OPCIs haben eine steuertransparente, offene Struktur auf Gesellschaftsebene, wobei Ausschüttungen wie Dividenden behandelt werden. Einbehaltene Gewinne, die für Modernisierungen oder Entwicklungen im Bestand verwendet werden, unterliegen zusätzlich keiner Besteuerung. Eine Rückgabe von Anteilsscheinen ist dauerhaft zum Nettoinventarwert möglich. Auch gibt es im Gegensatz zu SCPIs keine Restriktionen für Preisfluktuationen. Hinsichtlich der Bewertung des Immobilienportfolios müssen mindestens zwei Bewerter das Portfolio abwechselnd mindestens einmal pro Quartal bewerten. Bezüglich der Corporate Governance bleibt auch für OPCIs externes Management vorgeschrieben. Dies bietet externen Managementgesellschaften die Möglichkeit, Gebühren zu erwirtschaften. Die Fremdkapitalgrenze beträgt 50% („Loan-To-Value“).

OPCIs haben im Gegensatz zu den vorhandenen SCPIs keine Beschränkungen im Hinblick auf Mindesthalteperioden für den Anleger und Refurbishments. Ferner kann ein OPCi auch direkt außerhalb Frankreichs investieren, eine Option, die für SCPIs unter der bisherigen Gesetzgebung nur über spezielle Holdingstrukturen möglich war. Auch unterliegen Anteilsverkäufe keiner pauschalen Besteuerung (SCPIs bisher 4,8%).

5.2.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Im Gegensatz zu Deutschland ist der Markt für nicht-börsengehandelte Anlageformen in Immobilien in Frankreich stark unterrepräsentiert. Dagegen repräsentieren deutsche offene Immobilienfonds einen wichtigen Teil des gesamten Investmentvolumens.⁷³

Bisher gab es auf dem Markt für Anlagevehikel in Frankreich Fonds für Investitionen in bewegliche Güter OPCVMs (SICAVs, FCPs) und Gesellschaften für Immobilienanlagen (SCPIs), die in den letzten Jahren einen bedeutenden Mittelzufluss verzeichnen konnten. SCPIs sind beschränkt auf Gebäude zur Vermietung sowie das Verfahren der Wertermittlung und Veräußerung, was nicht mehr den Marktbedürfnissen entspricht und für institutionelle Anleger keine Plattform bietet. Die SCPIs sind primär auf Privatanleger ausgerichtet.

⁷² Vgl. STOSCHEK/KRENZ (2003).

⁷³ Siehe auch Kapitel 6 zu offenen Immobilienfonds.

Das hieraus resultierende Marktpotenzial führte 2005 zur Einführung bzw. Initiierung von offenen Immobilienfonds in Frankreich (OPCIs). OPCIs eignen sich gut zur Kommerzialisierung, da sie ähnliche Chancen wie Immobilienaktien bieten. Um die Umwandlung von SCPIs in OPCIs zu gewährleisten, ist mit einer Übergangsfrist von fünf Jahren die Umwandlung für Altanleger in SCPI steuerneutral.⁷⁴

Tabelle 6: Vergleich offene Fonds in Deutschland und Frankreich

	Deutschland (bisher)	Deutschland (BVI-Vorschlag)	Frankreich (Ordonnance)
Immobilienbewertung	Die Bewertung erfolgt durch unabhängige Gutachter alle 12 Monate	Die BaFin beauftragt Gutachter, die ein Objekt max. 2 Jahre lang bewerten dürfen. Das Gutachten wird halbjährlich überprüft	Jährliche Bewertung durch unabhängige Gutachter, die für max. 4 Jahre bewerten dürfen. Das Gutachten wird vierteljährlich aktualisiert
Liquidität	Mindestens 5%	Mind. 10%, ab einer Liquiditätsquote von 40% muss der aktive Vertrieb eingestellt und dies der BaFin gemeldet werden.	Mind. 10%
Ausschüttung	Die Höhe der Ausschüttung ist nicht geregelt; sie erfolgt jährlich, richtet sich nach Mieterträgen, Zinsen und Veräußerungsgewinnen.	Wie bisher	85% der Mieteinnahmen und alle realisierten Wertsteigerungen müssen an die Anleger ausgeschüttet werden.
Rücknahmefrist	Täglich möglich	Wie bisher, aber für Anteile ab 1 Mio. EUR bzw. 1% des Fondsvermögens besteht Meldepflicht und 12 Monate Kündigungsfrist (gilt für Neuanlagen ab Inkrafttreten).	Täglich möglich. Für Investoren, die mehr als 20% der Fondsanteile halten, wird eine Kündigungsfrist bis zu 12 Monate diskutiert.
Anlagevermögen	Mind. 51% in Immobilien. Max. 5% dürfen in Aktien angelegt werden.	Wie bisher, bis zu 20% des Fondsvermögens dürfen in REITs und Immobilienaktien investiert werden (Anrechnung auf Immobilienquote).	Mind. 60% des Fondsvolumens müssen in Immobilien investiert werden. Max. 30% des Fondsvermögens dürfen in Immobilienaktien investiert werden.
Fremdfinanzierung	Max. 50% des Fondsvolumens	Wie bisher, übersteigt die Kreditaufnahme des Fonds aber 40%, muss dies öffentlich bekannt gegeben werden.	Max. 50% des Immobilienvermögens und 10% des restlichen Vermögens
Investitionshorizont	Fonds, die nach 2002 aufgelegt wurden, dürfen nach dem 4. Finanzmarktgesetz weltweit investieren.	Wie bisher, aber Transaktionen zwischen Fonds einer Kapitalanlagegesellschaft sollen zukünftig möglich sein.	OPCIs können in die Immobilienmärkte aller 30 OECD-Staaten investieren.

Quelle: ESCHER (2005), S. 2.

Der Markt für SCPIs ist eher kleinteilig strukturiert und die Möglichkeiten zu externem Management durch verschiedene Gesetzgebungsvorschriften eingeschränkt. Darüber hinaus sind die Anlegerstruktur und der geographische Fokus stark eingeschränkt. Fer-

⁷⁴ Vgl. Escher (2005), S. 2.

ner ist der Markt nicht liquide und das Handelsvolumen beträgt nur ca. 3% des Eigenkapitalfondsvolumens pro Jahr zu fixen Terminen.⁷⁵ Aufgrund der fehlenden Marktliquidität wurden SCPIs bisher mit hohen Abschlägen auf den Nettoinventarwert bewertet.

Die SIIC-Regelungen und die Einführung von offenen Fonds haben dem französischen Immobilienmarkt zu größerer Dynamik verholfen. Bisher gibt es in Frankreich zwei weitere besondere Anlageformen: den FPI („Fonds de Placement Immobilier“), der Investitionen „dans la pierre“, also in Gebäude zur Vermietung oder Verpachtung durchführt oder die Kapitalgesellschaft SPICAV („Sociétés de Placement à prépondérance Immobilière à Capital Variable“), die den französischen SIICs ähnelt, ohne jedoch börsengehandelt zu sein. Sowohl FPIs als auch SPICAVs können direkt oder indirekt in Immobilien investieren. Unterschiede bestehen zwischen den beiden aus unterschiedlichen steuerlichen Behandlung von Ausschüttungen an Anteilseigner.⁷⁶

In Frankreich gibt es bisher keinen nicht-börsengehandelten REIT. Dies ist bedingt durch ein unterschiedliches Angebot an Anlageformen in Immobilien, die Neueinführung von OPCIs und die unterschiedliche Strukturierung des Immobilienmarktes bzw. der Immobilienunternehmen.

Die Möglichkeit der offenen Fonds bis zu 30% in Immobilienaktien, einschließlich SIICs, zu investieren wird auch zu einer Belebung des börsengehandelten Segmentes führen. Dies trägt wesentlich zum Diversifikationsgrad des OPCIs bei. Allerdings kann dies auch zu einer erhöhten Volatilität des börsengehandelten Sektors führen. Insbesondere aufgrund der noch geringen Größe des börsengehandelten Sektors und des begrenzten Free Floats. Langfristig werden sich SIICs und OPCIs wahrscheinlich aufgrund der offensichtlichen Vorteile gegenüber den vorhandenen Vehikeln durchsetzen. So hat bereits eines der größten, französischen Unternehmen „La Poste“ beschlossen, seinen Immobilienbestand größtenteils in Form eines OPCIs zu halten.

⁷⁵ Vgl. KEMPEN & Co (2005), S. 1-10.

⁷⁶ Vgl. Escher (2005), S. 1.

5.3 United Kingdom

5.3.1 Einführung und Überblick nicht-börsengehandelter REITs

Die im März 2006 vorgestellte Struktur des UK-REITs sieht keinen nicht-börsengehandelten REIT für das UK vor. Dies entspricht den Interessen der bereits börsengehandelten „property companies“. Zwar hatten während des Konsultationsprozesses seit 2004 mehrere Interessengruppen die Wahlfreiheit zum Börsenhandel gefordert, doch ist diese Forderung nicht durch das HM Treasury aufgegriffen worden. Im UK existiert ein Markt für nicht-notierte Immobilienanlageprodukte, der seit einiger Zeit ein stetiges Wachstum aufzeigt.

In den letzten Jahren hat sich zudem eine Vielzahl verschiedener Strukturen am Markt etabliert, die unterschiedliche Investorengruppen ansprechen sollen. So finden sich neben hoch-fremdfinanzierten und auf höheres Risiko ausgerichteten Produkten auch Vehikel mit einer niedrigen Rendite-Risiko-Struktur.

Diverse Dienstleister haben durch ihr Engagement die Transparenz dieses Marktsegmentes wesentlich verbessert, wobei der britische Markt seit Langem durch einen professionellen Immobiliensektor geprägt ist.

Ein Großteil der nicht-notierten Vehikel etablierte sich aber „offshore“, meist auf den Kanalinseln, da hierdurch positive Steuereffekte erzielt werden konnten. Neben diesen Produkten konnte aber auch ein Trend in den vergangenen Jahren zur Privatisierung von Börsenunternehmen gesehen werden. Prominentestes Beispiel hierfür ist die Canary Wharf Ltd. Ein Argument für den Rückzug von der Börse kann in dem hohen Abschlag zum Nettoinventarwert gefunden werden, der die Fremdkapitalaufnahme stark behinderte.

5.3.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

Im UK sind eine Reihe von Strukturen verfügbar, die eine nicht-börsengehandelte Investition in Immobilien erlauben. Aufgrund der jeweiligen Ausgestaltung werden unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile abgedeckt. Zusätzlich existieren weitere Produkte, die jedoch aufgrund ihres Marktvolumens im Folgenden vernachlässigt werden.

Special Purpose Corporate Vehicles

Diese Unternehmen sind sowohl für inländische als auch ausländische Investitionen geeignet. Der Vorteil begründet sich in einer flexiblen Struktur, die in der Anlegerzahl und dem Investitionsvolumen nicht beschränkt ist. Zudem kann dieses Vehikel, sofern es öffentlich gehandelt wird, auch eine gewisse Liquidität aufweisen.

Als steuerpflichtiges Unternehmen kann es hierbei jedoch zu einer Steuerintransparenz kommen. Um dieses Problem zu umgehen, können unterschiedliche Optionen herangezogen werden, wie beispielsweise die Etablierung eines Offshore-Vehikels.

Property Unit Trusts

Der Property Unit Trust (PUT) ist ein offener Immobilienfonds, dessen Anlegerstruktur auf institutionelle Anleger beschränkt ist und dem deutschen offenen Spezialfonds ähnelt. Der PUT ist eine häufige Form für Gemeinschaftsfonds und ermöglicht insbesondere kleineren Institutionellen eine liquidere und diversifizierte Immobilienanlage. PUTs sind nicht-börsengehandelte Vehikel, deren Anteilspreis sich aus Bewertungen der zugrunde liegenden Immobilien ableitet und deren Fondsmanagement Anteile kauft und verkauft. Der Zweitmarkt ist bislang nicht sehr ausgebaut und die Liquidität daher limitiert. Qualifizierte Pensionsfonds können Einkünfte aus PUTs steuerfrei vereinnahmen. Um diesen Status aufrecht zu erhalten, ist die Anlage jedoch auf inländische Immobilien beschränkt. Sehr wohl kann ein PUT aber offshore gegründet werden und damit attraktiv für ausländische Investoren werden. PUTs spiegelten in der Vergangenheit die Rendite von direkten Immobilieninvestitionen wider, bieten hierbei im Vergleich zu direkten Anlagen ein professionelles Management und Diversifikationspotenzial.

Limited Partnerships

Limited Partnerships (LPs) sind weitgehend unreguliert und einfacher in der Verwaltung als PUTs. Sie lösen keine Besteuerung auf Unternehmensebene aus, sondern sind steuertransparent, sodass auf Gesellschafterebene besteuert wird. Allgemein werden Limited Partnerships, ähnlich den deutschen geschlossenen Fonds, für Investitionen in Einzel-/Spezialobjekte genutzt. Die eingeschränkte Liquidität ist jedoch ein Nachteil dieses Produktes.⁷⁷ Bei einer REIT-Einführung bestünde die Möglichkeit für größere

⁷⁷ Vgl. BAUM (2000), S. 7.

Partnerships, den REIT-Status anzunehmen. Um diese Umwandlung zu begünstigen, wird aktuell vom HM Treasury die Einführung von UPREITs geprüft.

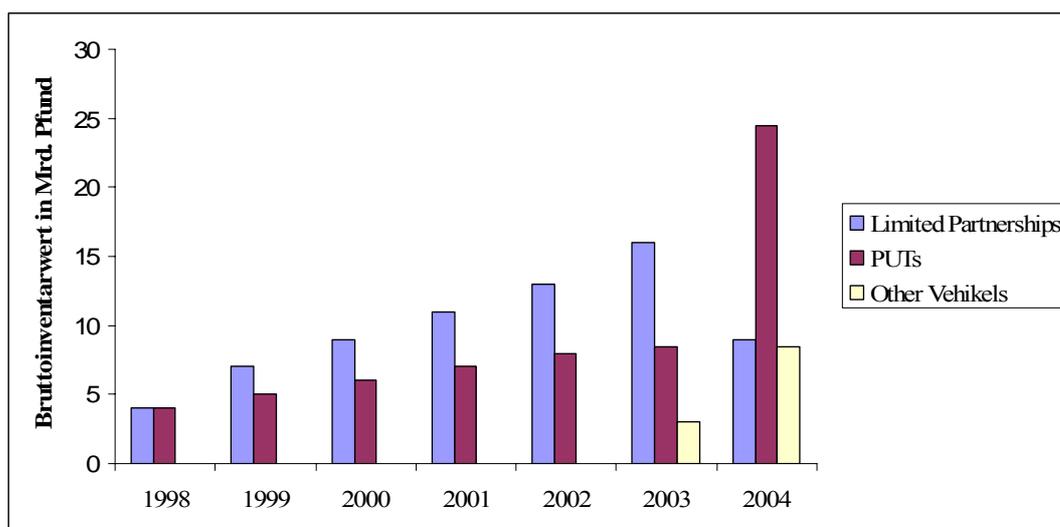
5.3.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Anders als der deutsche offene Immobilienfonds sind nicht-börsengehandelte Anlageprodukte im UK seit 1998 hauptsächlich spezialisierte Vehikel, während zuvor fast dreiviertel der Fonds diversifiziert investierten. Aus portfoliotheoretischer Sicht kann sich ein Anleger aus den unterschiedlichen Vehikeln eine individuell passende Diversifizierung erstellen. Privatanleger hingegen können aufgrund der Transaktionskosten nur bedingt dieser Prämisse folgen. Da jedoch noch kein etablierter Dachfondsmarkt vorhanden ist, werden diversifizierte Fonds weiterhin Kapital anziehen.

Obwohl Anstrengungen unternommen werden, einen Zweitmarkt für nicht-börsengehandelte Vehikel zu schaffen, konnte hier noch kein Durchbruch erzielt werden, da die Bewertung der Anteile nicht standardisiert erfolgt. Homogenität ist ein essenzieller Beitrag zur Funktionsfähigkeit eines Zweitmarktes.

Im UK wurden in 2005 20 PUTs aufgelegt, gefolgt von 16 LPs. Die Anzahl der Investment Companies erhöhte sich um 14.⁷⁸ Auffällig ist die starke Zunahme der PUTs seit 2004, die auch aus der Umwandlung von LPs in PUTs resultiert und die die Zuversicht in den Markt ausdrückt.

Abbildung 10: Kumuliertes Wachstum nicht-börsennotierter Vehikel im UK 1998-2004



⁷⁸ Vgl. OPC (2006). o.S.

Quelle: IPD (2005), S. 6.

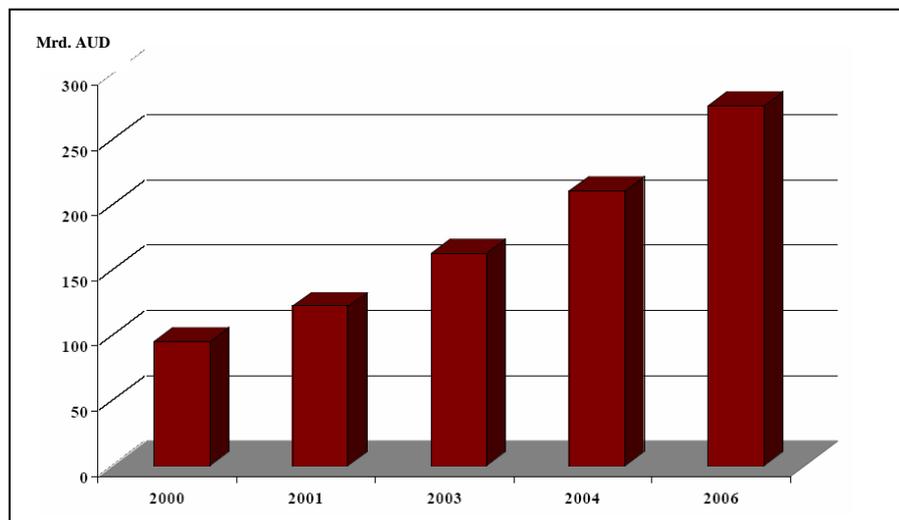
Laut IPD beträgt der Wert der nicht-börsengehandelten Vehikel ca. 15% des gesamten Immobilien-Investmentmarktes.⁷⁹

5.4 Australien

5.4.1 Einführung und Überblick von nicht-börsengehandelten REITs

Der weltweite Erfolg von REITs hat zur Entwicklung von REIT-Strukturen in den meisten Ländern Asiens geführt. Die wachsende Nachfrage nach REITs hat viele Regierungen dazu bewogen, die Verfügbarkeit und Gründung dieser Vehikel zu erleichtern. Der australische Markt für indirekte Immobilienanlagen gehört zu den drei größten Märkten weltweit. Im Gegensatz zu anderen Jurisdiktionen verfügt Australien über keine spezifische REIT-Gesetzgebung.⁸⁰ Vielmehr konstituiert sich die Gesetzgebung von REITs aus verschiedenen Gesetzen und Regelungen zu der Behandlung von Unit Trusts. Der komplexe regulative Rahmen umfasst eine Vielzahl gesellschafts- und steuerrechtlicher Regelungen.

Abbildung 11: Marktvolumen des australischen Immobilienfondssegmentes



Quelle: PIR (2006).

⁷⁹ Vgl. IPD (2005), S. 6.

⁸⁰ Vgl. AUSTRALIAN PROPERTY COUNCIL (2006).

Ein nicht-börsengehandelter Property Trust in Australien unterliegt den Spezifikationen und konstituierenden Merkmalen des Corporation Amendment Act 1991.⁸¹ Die Anteile eines nicht-börsengehandelten Property Trusts dürfen nicht an einem geregelten Markt gehandelt werden, der „trust deed“ (Treuhandvertrag) unterliegt dem „Corporations Law“ und 20% des Wertes müssen in Immobilien (inklusive von „syndicates“) investiert sein.

Australische nicht-börsengehandelte Property Trusts sind mittel- bis langfristig ausgerichtete Investitionen, die meist über eine Mindestanlagegrenze von 1.000 AUD bis zu 5.000 AUD verfügen, wobei zusätzliche, regelmäßige Investitionen möglich sind. Die Renditen von nicht-börsengehandelten Property Trusts können erheblich zwischen den einzelnen Gesellschaften variieren, wobei auch Verluste möglich sind. Ein Verlust kann nur beim Verkauf von Anteilen unter dem Kaufpreis entstehen.

Der Markt für direkte und indirekte Immobilienfonds in Australien wurde durch eine im Vergleich zu Deutschland länderspezifische Besonderheit, den so genannten „superannuation contributions“, beeinflusst. Nach dem Superannuation Industry Act 1993 und dem Retirement Savings Account Act 1997 sind „superannuation funds“ ein wichtiger Teil des kapitalgedeckten Vorsorgesystems.⁸² Hierbei müssen Arbeitgeber für ihre Angestellten Teile des steuerpflichtigen Einkommens (normalerweise 9%) in die Superannuation Fonds investieren und können diese nach dem Income Tax Assessment Act zum Teil auf die Einkommenssteuer anrechnen. Diese Art von Pensionsfonds haben seit ihrer Einführung 1992/93 Kapitalzuflüsse von mehr als 800 Mrd. AUD erhalten (\approx 450 Mrd. EUR (Stand September 2005)).⁸³ Diese haben als Nachfrager von direkten und indirekten Immobilieninvestitionen wesentlich zum Wachstum und zur Entwicklung des Marktes für Immobilienanlagevehikel beigetragen.

Nicht-börsengehandelte REITs haben für den australischen Immobilienmarkt einen hohen Stellenwert, da sie Investoren ermöglichen, in Immobilien zu investieren, die mit einer hohen Korrelation die Performance des Immobilienmarktes widerspiegeln. Somit unterscheiden sie sich hinsichtlich ihres Risiko-Rendite-Verhältnisses wesentlich von LPTs. Folglich leisten sie im Rahmen der Vermögensanlage einen Beitrag zur Erhöhung

⁸¹ Vgl. CORPORATIONS AMENDMENT ACT (1991).

⁸² Vgl. DEPARTMENT OF TREASURY AND FINANCE (2006).

⁸³ Vgl. AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY, www.apra.gov.au (2006).

der „efficient frontier“, also zu einer Erhöhung der Rendite bei gleich bleibendem Risiko oder vice versa.

5.4.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

Nicht-börsengehandelte REITs unterliegen in Australien dem „Corporations Act“ und dem ASIC Act („Australian Securities & Investments Commission Act“) sowie verschiedenen anderen Gesetzen und Verordnungen. Im Gegensatz zu börsengehandelten LPTs müssen sie nicht die zusätzlichen Offenlegungs- und Publizitätspflichten der Australian Stock Exchange (ASX) erfüllen. Der Managed Investments Act schreibt strikte Richtlinien für das Management eines Unit Trust vor, die durch die ASIC kontrolliert werden.⁸⁴ Die ASIC reguliert und kontrolliert die Finanzmärkte, Finanzdienstleister und Investment Manager im Sinne des Anleger- und Gläubigerschutzes. Zusätzlich reguliert die „Australian Prudential Regulation Authority“ (APRA) Banken, Versicherungen, Superannuation Fonds und andere Kreditgeber mit dem Ziel, die Effektivität und Effizienz des Finanz- und Bankenmarktes sicherzustellen.⁸⁵ Neben der Verfassung von Richtlinien, Standards und Best Practices gehören ca. 85% aller Vermögensanlagen des Finanzsektors zum Verantwortungsbereich der APRA.

Zusätzlich erhöhen unabhängige Rating Agenturen und Analysten die Transparenz des australischen Marktes für (Immobilien-)Anlagevehikel.

Nicht-börsengehandelte Property Trusts (UPTs) sind wie Listed Property Trusts (LPTs) in Form eines Unit Trust strukturiert (Vgl. Kapitel 3.2). Diese können sowohl bond trusts, cash management trusts, equity trusts, mortgage trusts oder property trusts sein, die über unterschiedliche „entry-“ und „exit-fees“ verfügen.

Die Auszahlungszeitpunkte der jeweiligen Property Trusts variieren von Gesellschaft zu Gesellschaft, sodass sowohl viertel-, halbjährliche und jährliche Auszahlungen möglich sind. Regelungen hierzu müssen im Anlageprospekt oder „product disclosure statement“ spezifiziert werden. Zusätzlich müssen auch die laufenden Management Gebühren (in-

⁸⁴ Vgl. AUSTRALIEN GOVERNMENT (2006).

⁸⁵ Vgl. AUSTRALIEN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (2006).

klusive der „management fee“ und der „trustee fee“) angegeben werden, die meist als „management expense ratio“ (MER) aufgeführt werden.

Tabelle 7: Übersicht Fee-Strukturen von Unit Trusts

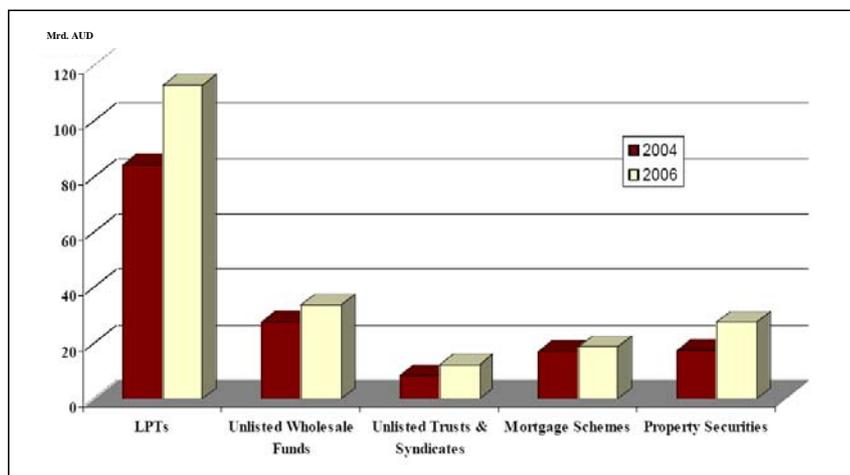
Art des Unit Trust	Entry fee	Exit fee
Bond trust	Bis zu 5%	Teilweise
Cash management trust	Gering oder keine	Niedrig oder keine
Equity trust	Bis zu 6%	Teilweise, z.B. sofern keine Entry Fee
Mortgage trust	Keine	Teilweise, normalerweise nicht ab >3 Jahre
Nicht-börsengehandelte Property Trust	Bis zu 6%	Teilweise, z.B. sofern keine Entry Fee

Quelle: AUSTRALIAN GOVERNMENT (2006b).

5.4.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Der Markt für Immobilienanlagevehikel wird hauptsächlich durch LPTs und unlisted Wholesale Funds geprägt. Nicht-börsengehandelte Property Trusts stellen nur ca. 8% des Marktes dar. Nichtsdestotrotz ist der Markt für nicht-börsengehandelte Property Trusts seit 1999 kontinuierlich angestiegen. Nach Anpassungen für nicht-börsengehandelte Property Trusts, die zu einem LPT an der Australian Stock Exchange übergegangen sind, und nach Abzug von „closed end syndicates“, betrug die Größe des nicht-börsengehandelten Property Trust-Marktes 2004 mehr als 10 Mrd. AUD. Folglich hat sich das Marktvolumen innerhalb von fünf Jahren etwa vervierfacht.

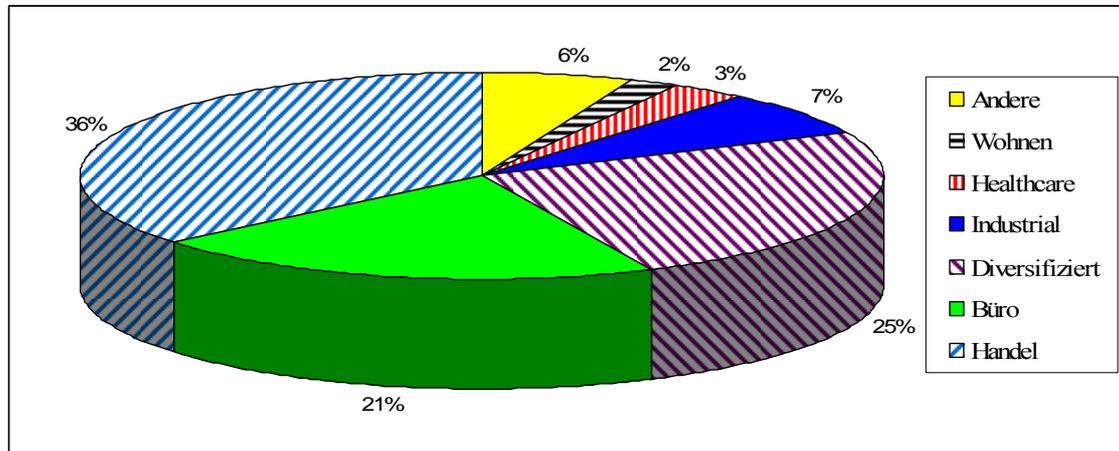
Abbildung 12: Marktvolumen nicht-börsengehandelter Property Trusts



Quelle: PIR (2006)

Bezüglich der Immobilienarten stellt der Einzelhandel den größten Anteil dar (Siehe Tabelle unten).

Abbildung 13: Immobilien nach Nutzungsarten



Quelle: MIA (2004).

Der Markt für Wholesale Property Funds richtet sich nur an institutionelle Anleger und zeichnet sich durch einen hohen Konzentrationsgrad aus. So haben die drei größten Anbieter einen Marktanteil von 50% (Stand Dezember 2004), wobei AMP einen Marktanteil von 29% und CFSP einen Marktanteil von 19% hat.

Aufgrund der geringen Korrelation zu Aktien einschließlich LPTs, besitzen nicht-börsengehandelte Property Trusts neben der geringeren Volatilität ein hohes Diversifikationspotential. So war die Wertentwicklung von LPTs unmittelbar vom australischen „Aktienrash“ im Oktober 1987 betroffen. Im Gegensatz dazu war die Wertentwicklung nicht-börsengehandelter Property Trusts stärker von der australischen Rezession 1991/92 betroffen. Folglich haben nicht-börsengehandelte Trusts in der Vergangenheit einen Bedeutungszuwachs im Rahmen der Vermögensanlage erhalten, da sie wenig mit dem börsengehandelten Sektor korrelieren und zu einer Erweiterung des Anlagespektrums beigetragen haben.

Aufgrund des Ungleichgewichtes zwischen Kapitalangebot, insbesondere durch Superannuation Fonds, und Verfügbarkeit von adäquaten Immobilienanlageprodukten, ergeben sich verschiedene Implikationen für Immobilienanlagevehikel (börsengehandelt wie nicht-börsengehandelt). Aufgrund der fehlenden Verfügbarkeit von adäquaten Anlage-

möglichkeiten in Australien investieren Unit Trusts verstärkt im Ausland und in neue Sektoren wie beispielsweise Seniorenimmobilien. So wurden in 2005 75% des Mittelaufkommens außerhalb Australiens investiert. Ferner wird der Markt durch neue Anlageprodukte wie die Auflegung des ersten „exchange-traded funds“ (ETF) in 2001 vervollständigt (ETFs sind hybride Investmentformen, die als offene Form konzipiert sind und gleichzeitig über einen Erst- und Zweitmarkt verfügen).

5.5 Asien – Malaysia

5.5.1 Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs

Malaysia war das zweite Land in Asien, das REITs (zunächst unter der Bezeichnung „Property Trusts“) als indirekte Investitionsvehikel in Immobilien entwickelte. Malaysia führte REITs – börsengehandelte und nicht-börsengehandelte – mit dem Ziel ein, den Finanzplatz zu stärken sowie dem Immobilienmarkt nach der Aktien- und der Immobilienmarktkrise neue Impulse zu geben. Der erste malaysische REIT ging 1989 an die Börse. Hierbei waren REITs – börsengehandelte und nicht-börsengehandelte – zunächst kein Erfolg. Erst durch Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen haben REITs in Malaysia eine dynamische Entwicklung erfahren.

REITs können in Malaysia sowohl börsengehandelt als auch nicht-börsengehandelt sein. Falls ein REIT nicht börsengehandelt ist, muss er als „Property Trust Fund“ (PTF) strukturiert sein. Diese unterliegen im Hinblick auf das Management und der aufsichtsrechtlichen Behandlung ähnlichen Bedingungen wie börsengehandelte REITs. Allerdings gibt es Unterschiede, die sich aus dem nicht vorhandenen Börsenhandel ergeben. So müssen nicht-börsengehandelte REITs z.B. auch über einen höheren Anteil an „independent directors“ verfügen.

Trotz der dynamischen Entwicklung der Immobilienmärkte bis zur Asienkrise, die 1997 ihren Höhepunkt erreichte, stagnierte die Entwicklung des REIT-Marktes in Malaysia. Neben den aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen ist dies durch die malaysische Investitionskultur begründet, die das erwirtschaften kurzfristiger Gewinne, gegenüber mittel- und langfristigen Investitionsstrategien, präferiert.

Im Gegensatz zur Einführung von REITs in anderen Ländern, wurde die Entwicklung in Malaysia maßgeblich durch die hohe Anzahl an notleidenden Krediten, wie auch die länderspezifischen Besonderheiten des Immobilien- und Kapitalmarktes in Malaysia, geprägt. Hierbei verfügten nicht-börsengehandelte REITs in Malaysia über eine besondere Wichtigkeit, da sie die Konversion und Restrukturierung des Marktes für Immobilienanlagevehikel erleichterten bzw. zum Teil erst ermöglichten.

So sollte die Existenz dieser Vehikel dazu beitragen, die hohe Anzahl von notleidenden Krediten im Zusammenhang mit Immobilienkrediten zu verringern und zukünftigen Fehlentwicklungen vorzubeugen, da REITs in Malaysia über strikte Fremdkapitalgrenzen verfügen (35% auf den Nettoinventarwert) und REITs Abnehmer von besicherten Immobilien der Banken sind. Diese ehemals als Kreditsicherheit dienenden Immobilien hatten im Jahre 2001 ein Volumen von ca. 7,3 Mrd. EUR.⁸⁶

5.5.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

Die regulatorischen Rahmenbedingungen für REITs in Malaysia basieren auf den durch die Zentralbank Malaysias erlassenen Regularien aus dem Jahr 1986. Grundlage der Regulierung und Gesetzgebung für REITs ist der Company Act 1965 und der Securities Industry Act 1983. Spezifische aufsichtsrechtliche Regelungen wurden 1991 entwickelt und vielfach überarbeitet. Durch den Securities Commission Act 1993 unterliegen REITs der Regulierung durch die Securities Commission Malaysia (SCM). Im Jahr 1995 wurden die stark eingeschränkten Möglichkeiten des Kaufs von Immobilien gelockert. Seit 1995 können REITs auch in nicht vollständig vermietete Immobilien investieren, Anteile an Immobilien und Immobiliengesellschaften kaufen und die Anlagerestriktionen für ausländische Immobilien wurden liberalisiert. Auch wurde die Abschreibungsvorschrift von mind. 1% beseitigt und der Fremdkapitalanteil durfte fortan 10% übersteigen.

Die Entwicklung und Strukturierung der ersten REITs in Malaysia orientierte sich an den australischen und US-amerikanischen Erfahrungen. Die ersten REITs, die 1989 und 1990 an der malaysischen Börse notiert wurden (Arab Malaysian First Property Trust;

⁸⁶ Vgl. SECURITIES COMMISSION MALAYSIA (2006).

First Malaysia Property Trust; Amanah Harta Tanah PNB), waren hauptsächlich auf Kuala Lumpur fokussiert.

Im Hinblick auf die Immobilienbewertung wurde festgelegt, dass kein Gutachter mehr als zwei aufeinander folgende Bewertungen durchführen darf. Auch ist die Wertermittlung sowie der Verkauf und Ankauf von Anteilsscheinen von nicht-börsengehandelten REITs explizit durch die SCM geregelt.⁸⁷ So müssen Anteilsverkäufe von nicht-börsengehandelten REITs nach dem „forward pricing“-Prinzip bepreist werden. Dies bedeutet, dass die Anteile zum Nettoinventarwert des nächsten Bewertungsstichtags verkauft werden müssen. Gleiches gilt für die Rücknahme von Anteilen durch die Management Gesellschaft. So definiert Abschnitt 9.04-3(a) der „Guidelines Real Estate Investment Trusts“ in Malaysia genaue Fristen für die Auszahlung etwaiger Erträge an Anteilseigner durch die Rücknahme (30 Tage). Nicht-börsengehandelte REITs müssen täglich den Wert ihres Anlagevermögens an die SCM melden (börsengehandelte REITs nur wöchentlich).

Malaysische REITs unterliegen einer Mindestgröße von 100 Mio. RM (\approx 26,5 Mio. USD) und einer Mindestgröße des Immobilienportfolios von 25 Mio. RM (\approx 6,625 Mio. USD), um an der KLSE notiert zu sein. Börsengehandelte REITs müssen mit mindestens 75% ihres Anlagevermögens in Immobilien, immobilienbezogene Anlagen oder liquide Mittel investiert sein. Investitionen in ausländische Immobilien sind unter bestimmten Bedingungen in begrenztem Umfang möglich. Im Gegensatz zu börsengehandelten REITs müssen nicht-börsengehandelte REITs nur zu mindestens 70% in Immobilien, immobilienbezogenen Anlagen oder liquide Mittel investiert sein. Ferner muss der Liquiditätsanteil von nicht-börsengehandelten REITs mind. 20% betragen und höchstens 10% dürfen beliebig angelegt werden.⁸⁸

5.5.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Vor der Einführung von REITs war der Markt für indirekte Immobilienanlageprodukte in Malaysia durch börsengehandelte Immobilien-Projektentwicklungsgesellschaften geprägt, in die hauptsächlich asiatische Anleger investierten. Hierbei war die Nachfrage

⁸⁷ Vgl. SECURITIES COMMISSION MALAYSIA (2006).

⁸⁸ Vgl. SECURITIES COMMISSION MALAYSIA (2006).

von institutionellen Investoren nach REITs in Malaysia mit einem durchschnittlichen Investorenanteil von 4% in der Zeit von 1990 bis 1999 sehr gering. Gründe für die langsame Entwicklung in Malaysia war das Fehlen von unabhängigen Performance-Benchmarks für börsengehandelte Immobilienfonds, die geringe Risikodiversifikation und das geringe Marktvolumen.

Neben REITs werden an der Börse Malaysias (KLSE) diverse Immobilienaktien gehandelt, die zusammen in einem Segment firmieren. Im Unterscheid zu REITs unterliegen diese Immobilienaktien nicht den „Guidelines for Property Trusts“, sondern den weniger restriktiven Regelungen des Companies Act 1965. Experten schätzen das Marktpotenzial von REITs unter Betrachtung der potentiellen REIT-Portfolios auf ca. 2,5 Mrd. EUR.

Vor dem Hintergrund der Asienkrise und der Besonderheiten des Banken- und Finanzsektors haben (nicht-börsengehandelte) REITs in Malaysia eine besondere Bedeutung. Als „pooled property investment vehicles“ stellen sie für notleidende „public listed companies“ (PLCs) eine Exit-, Corporate Restructuring- und alternative Finanzierungsmöglichkeit dar. Insofern repräsentieren REITs einen wichtigen Beitrag zur Disziplinierung und Belebung des Immobilienmarktes in Malaysia. Hierbei haben REITs einen Beitrag dazu geleistet, das Vertrauen der Anleger wiederzugewinnen und neue (ausländische) Investoren anzuziehen. Um die Restrukturierung von notleidenden PLCs zu erleichtern, erließ die SCM Richtlinien, die die Konversion solcher Gesellschaften in REITs vereinfachen.

Die Politik und Gesetzgebung der Regierung Malaysias zielt darauf ab, neue Investoren zu gewinnen und den Immobiliensektor neu zu beleben. Hierzu sind Dividenden, die an ausländische Investoren und Institutionen ausgeschüttet werden, steuerfrei. Dazu tragen die im Januar 2005 verabschiedeten Änderungen des REIT-Regimes bei, die die Belebungsgrenzen erhöhen, die Akquisitionsvorschriften liberalisieren und das Anlagespektrum von REITs im Hinblick auf Investitionen in immobilienfremde Anlagen erweitern. Allerdings ist das institutionelle Anlagespektrum auf den Central Business District von Kuala Lumpur und das Gebiet des „Goldenen Dreiecks“ beschränkt, wodurch das Wachstum des REIT-Marktes aufgrund der Nichtverfügbarkeit von adäquaten Immobilien einschränkt ist. Vorbild für die derzeitigen Änderungen der aufsichtsrechtlichen

Rahmenbedingungen ist Singapur, wo sich das Volumen des REIT-Marktes innerhalb von drei Jahren versiebenfachte.

Ähnlich wie in Malaysia hat sich der Markt für REITs in Singapur seit der Einführung in 2002 dynamisch entwickelt. Nichtsdestotrotz wurde das Wachstum durch verschiedenen Aspekte wie z.B. die begrenzte Verfügbarkeit von adäquaten Immobilien mit entsprechenden Renditen, wie auch einer relativ geringen Überrendite zu Staatsanleihen Singapurs (10 Jahre) von 180-220 Basispunkten Ende 2005, gebremst.

Die Marktgegebenheiten zwingen das Management von REITs in Malaysia und Singapur durch interne und externe Strategien zu wachsen. Die begrenzten Möglichkeiten der regionalen Diversifikation innerhalb Singapurs führten 2006 zur Auflegung des ersten grenzüberschreitenden asiatischen REITs: Allco Commercial Real Estate Investment Trust. Der REIT investiert überwiegend in Büro- und Handelsimmobilien in Singapur, Hong Kong und Australien mit einem Gesamtvolumen von 300 Mio. USD. Europäische und amerikanische Investoren repräsentieren mit 20% und 30% einen großen Anteil am Investitionsvolumen.⁸⁹ Eine ähnliche Entwicklung ist auch für Malaysia zu erwarten.

5.5 Asien – Japan

5.6.1 Einführung und Überblick über nicht-börsengehandelte REITs

Der Markt für Immobilienanlagevehikel in Japan hat in den vergangenen Jahren eine dynamische Entwicklung erfahren. Begründet durch die Einführung von REITs, die Diskrepanz zwischen Immobilienrenditen und günstigen Zinssätzen und begründet durch die Zulassung von REIT-Investitionen für japanische Pensionsfonds.

Mit 1,9 Tri. USD stellt Japan neben den USA den zweitgrößten Markt weltweit für gewerbliche Immobilien dar (USA \approx 4,9 Tri. USD). Tokio stellt mit 840 Mio. Quadratmetern vor London mit 450 Mio. Quadratmetern den größten Büroimmobilienmarkt der Welt dar. Allerdings sind die Immobilienrenditen in Japan im Allgemeinen wie auch in Tokio eher niedrig. Allerdings ist die Überrendite von Büroimmobilien im Vergleich zu 10jährigen Staatsanleihen in Japan sehr hoch.⁹⁰

⁸⁹ Vgl. JÖNSSON (2006), S.1.

⁹⁰ Vgl. ULI JAPAN (2005).

5.6.2 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Strukturierung von nicht-börsengehandelten REITs

In Japan wird zwischen börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REITs unterschieden. Japanische REITs sind wie börsengehandelte Vehikel strukturiert, die extern gemanagt werden müssen. Sie unterliegen dem Investment Trust Law und nicht den Zulassungsfolgepflichten von börsengehandelten J-REITs. Die Notwendigkeit einen regulatorischen Rahmen für die Einführung von Anlagevehikeln in Immobilien führt zum Real Estate SJV Law 1995 und dem SPC Act 1995, die den gesetzlichen Rahmen für börsen- und nicht-börsengehandelte REITs darstellen. Im Wesentlichen unterliegen japanische REITs vier Legislationen: Dem Investment Trust Law (ITL), dem TSE Offering Standard (TSE OS), dem Corporate Tax Law (CTL) und dem Special Tax Measure Law (STML).

5.6.3 Markt und Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs

Der Markt für J-REITs hat sich seit seiner Gründung im Jahr 2001 zum drittgrößten weltweit entwickelt. Das japanische REIT-Modell orientiert sich hierbei an dem US-amerikanischen und australischen Modell. Da sowohl in den USA, als auch in Australien, ein Börsenhandel nicht zwingend vorgeschrieben ist, hat sich dies positiv auf die Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs in Japan ausgewirkt. Bezüglich der Anlegerstruktur von börsen- und nicht-börsengehandelten REITs sind die Mehrzahl der Anteilseigner Privatinvestoren, während nicht-börsengehandelte REITs vornehmlich von institutionellen Anlegern genutzt werden. Im Gegensatz zu den börsengehandelten REITs, die aus bereits etablierten Immobilienaktiengesellschaften hervorgegangen sind, wurden die ersten nicht-börsengehandelten REITs von Versicherungen und Institutionen wie der AIG initiiert. Im März 2004 umfasste der nicht-börsengehandelte REIT-Markt bereits ein Volumen von mehr als 9,1 Mrd. EUR.

Tabelle 8: Überblick nicht-börsengehandelte REITs in Japan

REIT	Volumen (Mrd. EUR)
------	--------------------

Da Vinci Advisors	2,8
Nomura Real Estate	1,8
Mitsubishi Tokio Financial	1,4
Mitsui Fudosan	0,7
Creed	0,4

Quelle: Japan Management Consulting Partners (2006).

Zum 1. März 2006 bestand der Markt für börsengehandelte REITs aus 28 REITs mit einem Volumen von insgesamt mehr als 20 Mrd. USD, die an der Börse Tokio gehandelt werden. Hierbei entwickelt sich der REIT-Markt weiterhin dynamisch, unterstützt durch eine Überrendite zu japanischen Staatsanleihen. So befinden sich die meisten japanischen REITs in einer Wachstumsphase mit einer Vielzahl von Immobilienakquisitionen. Aufgrund des stagnierenden Mietwachstums bietet sich für viele REITs nur eine externe Wachstumsstrategie durch Akquisitionen an. Gegenüber zehnjährigen, japanischen Staatsanleihen (JGBs), die eine Rendite von 1,5% bieten, bevorzugen vor allem institutionelle Investoren REITs, die eine Rendite von durchschnittlich ca. 3,4% bieten.

6 Volumenschätzung eines deutschen REIT-Marktes mit und ohne Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs.

6.1 Zusammenfassung der IFD Schätzungen

In der Öffentlichkeit werden insbesondere die Hochrechnungen zum Potenzial deutscher REITs der IFD diskutiert. Sie sind basierend auf dem vorgeschlagenen Modell entwickelt worden, das ausschließlich börsengehandelte REITs vorsieht und ebenfalls das potentielle Steueraufkommen durch die Einführung von REITs in Deutschland berücksichtigen.

In der IFD-Hochrechnung wird das Marktpotenzial börsengehandelter REITs in Deutschland auf insgesamt 122 Mrd. EUR bis 2011 geschätzt, sofern REITs per 31. Dezember 2007 in Deutschland eingeführt werden. Tabellarisch lässt sich die Schätzung des Marktpotenzials wie folgt aufteilen:

Abbildung 14: IFD Schätzung der Quellen und des Marktpotenzials für REITs bis 2011

Quellen	Marktpotential ^(a)	Motivation heutige Eigentümer
Einbringung Unternehmensimmobilien	EUR 55 Mrd.	<ul style="list-style-type: none"> ■ Freisetzung gebundenes Kapitals für Reinvestition in das Kerngeschäft
Einbringung von Wohnimmobilien-gesellschaften	30	<ul style="list-style-type: none"> ■ Öffentliche Hand: Finanzierung Haushaltsdefizit ■ Unternehmen: siehe oben
Umwandlung Geschlossene Fonds	20	<ul style="list-style-type: none"> ■ Verbesserung der Liquidität ■ Verbesserung der Bewirtschaftung durch internes Management und Konsolidierung
Umwandlung Publikumsfonds	10	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rückgewinnung der Handlungsfreiheit durch Liquidisierung der Bilanz
Umwandlung Spezialfonds	7	<ul style="list-style-type: none"> ■ Erhöhung der Liquidität bei Anlage
	<u>EUR 122 Mrd.</u>	

(a) Potentieller Unternehmenswert der REITs. Annahme: REIT-Einführung ab 1.1.2007

Quelle: IFD (2006).

6.2 Einbringung von Unternehmensimmobilien

Die Schätzung wird somit in fünf Teile untergliedert. Zunächst wird das Einbringungspotential aus Unternehmensimmobilien ermittelt. Dieses ist mit 55 Mrd. EUR beziffert. Als Grundlage wird das Immobilienvermögen der 200 größten deutschen Unternehmen genommen. Die Berechnung stützt sich ferner auf diverse Annahmen. So werden die stillen Reserven mit den kumulierten Abschreibungen gleichgesetzt, um das Gesamtvolumen der Unternehmensimmobilien zu schätzen. Zudem wird angenommen, dass ca. ein Drittel dieser Immobilien im Inland belegen sind und ca. 48% davon gewerblich genutzt werden. Zudem wird angenommen, dass ca. 50% des Bestandes als Investment-Grade klassifiziert werden können und somit für kapitalmarktorientierte REITs in Frage kommen.⁹¹

Konzeptionell sind zwar die einzelnen Annahmen der Analyse kritisch zu würdigen, diese müssen allerdings vorgenommen werden um ein Ergebnis herzuleiten. In diesem

⁹¹ Dies ist eine vereinfachende Darstellung und dient zur konzeptionellen Veranschaulichung der Analyse.

ist die IFD Schätzung durchaus plausibel. Zum Vergleich beziffern SCHULTE/GIER (2005) den drittverwendungsfähigen und somit veräußerbaren Immobilienbestand deutscher börsengehandelter Unternehmen auf 80 Mrd. EUR.⁹² Dieses Volumen bezieht sich allerdings nicht auf das Marktpotenzial deutscher REITs aus Unternehmensimmobilien.

Näher zu hinterfragen ist die Umwandlungswahrscheinlichkeit dieses Immobilienvermögens. Sollte es ausschließlich börsengehandelte REITs in Deutschland geben, können nur diejenigen Bestände erfolgreich am Kapitalmarkt platziert werden, die bereits seit Jahren in einer professionell gemanagten Tochtergesellschaft ausgegliedert sind, oder deren Corporate Real Estate Management beim Exit an die Börse in das interne Management dieser REITs wechselt. So haben viele Unternehmen in Deutschland kein eigenständiges oder gar professionelles Corporate Real Estate Management etabliert und verfügen selbst intern nur über mangelhafte Informationen über den Marktwert und die Marktfähigkeit der Bestandsimmobilien. Zudem bieten sich derzeit vermehrt andere attraktive Refinanzierungsprodukte für deutsche Unternehmen, die ihre drittverwendungsfähigen Immobilienbestände kapitalisieren möchten. Ferner besteht die Gefahr, dass Einzelunternehmen-REITs am Kapitalmarkt als wenig mieterdiversifiziert und mit einem Abschlag auf den Nettoinventarwert bewertet werden. Ausgehend von den 80 Mrd. EUR der SCHULTE/GIER (2005) Studie ist daher zumindest fraglich, ob bis 2011 eine Marktkapitalisierung von 55 Mrd. EUR durch Unternehmensimmobilien zustande kommen kann. Sofern die Einbringung von Unternehmensimmobilien durch eine Übergangsregelung begünstigt wird, d.h. hinreichende steuerliche Incentivierungen bei der Auslösung stiller Reserven durch eine reduzierte Exit Tax gewährt werden oder die Besteuerung stiller Reserven durch eine niedrige Entry Charge wie im britischen Modell ersetzt wird, und die allgemeinen regulatorischen Rahmenbedingungen deutscher REITs dem aus dem internationalen Vergleich abgeleiteten Best Practice entsprechen,⁹³ insbesondere in Bezug auf die Abwesenheit einer restriktiven Beteiligungsobergrenze einzelner Investoren, wäre im Hinblick auf die attraktiven Alternativen zur Monetarisierung von Unternehmensimmobilien ein langfristiges Marktpotenzial von 25 bis 30 Mrd. EUR bei Einführung ausschließlich börsengehandelter REITs denkbar. Jedoch lässt sich diese

⁹² Vgl. SCHULTE/GIER (2005), S. 18.

⁹³ Vgl. ZEW/EBS (2005), S. 129-165.

auf zahlreichen unbekanntem Parametern basierende Schätzung aus Gutachtersicht nicht wissenschaftlich fundieren.

Im Gegensatz zu börsengehandelten REITs bietet das nicht-börsengehandelte Pendant die Chance, dass auf einzelne Unternehmen ausgerichtete Immobilienbestandshalter bereits in das kapitalmarktfähige nicht-börsengehandelte REIT-Segment integriert werden und das Management einen nachweislichen Track Record entwickeln kann. Im nicht-börsengehandelten Markt könnten sich institutionelle Investoren an mehreren REITs beteiligen und so eine hinreichende Risikostreuung erreichen. Wird zu einem günstigen Zeitpunkt der Weg an den Kapitalmarkt angestrebt, könnten sich zudem unterschiedliche nicht-börsengehandelte REITs, die auf Unternehmensimmobilien spezialisiert sind, zusammenschließen, eine Diversifizierung herstellen und mit einem größeren IPO-Volumen an den Kapitalmarkt gehen. Das geschätzte Marktpotenzial wäre bei Einführung von nicht-börsengehandelten REITs daher umso plausibler: Es könnte sich auf nicht-börsengehandelte und börsengehandelte REITs aufteilen und so zu vergleichbarem Steueraufkommen durch die Umwandlung in den REIT-Status führen. Das von der IFD geschätzte Marktpotenzial von 55 Mrd. EUR wäre somit auf börsengehandelte und nicht-börsengehandelte REITs verteilt langfristig realisierbar, allerdings nur sofern dieses, wie oben dargestellt, durch Übergangsregelungen und die regulatorischen Rahmenbedingungen begünstigt wird.

6.3 Einbringung von Wohnimmobiliengesellschaften

Als zweite Kategorie wird das Marktpotenzial aus der Umwandlung von Wohnimmobiliengesellschaften identifiziert. Dieses wird mit einem Volumen von ca. 30 Mrd. EUR bis 2011 beziffert. Diese Zahl scheint keineswegs zu hoch angesetzt, wenn die Transaktionen angelsächsischer opportunistischer Fonds im deutschen Wohnungsmarkt als Referenzpunkt genommen werden.⁹⁴ Wie in Kapitel 4 bereits dargestellt, können REITs als die weitaus attraktivere und sozial verträglichere Variante zum Verkauf an opportunistische Fonds bewertet werden, was eine größere Präferenz für REITs seitens ehemals gemeinnütziger und kommunaler Wohnungsbaugesellschaften vermuten lässt. Zudem mögen opportunistische Fonds den REIT-Status als potentiellen Exit innerhalb der

⁹⁴ Vgl. Kapitel 4.1.4.

nächsten fünf bis sieben Jahre in Erwägung ziehen. Es stellt sich allerdings die Frage, ob eine Notierung bzw. ein IPO an einer ausländischen Börse für opportunistische Fonds die attraktivere Exit-Variante darstellen könnte. So könnten opportunistische Fonds, deren Beteiligungsgesellschaften in der Regel bereits im Ausland firmieren, ihre Bestände auch weiterhin im Ausland halten und dort über den Sekundärmarkt veräußern bzw. refinanzieren. Die aktuelle Diskussion um den geplanten Börsengang der Fortress Investment Group verdeutlicht die Attraktivität dieser Variante aus Sicht der opportunistischen Fonds.⁹⁵ Aufgrund der von opportunistischen Fonds angestrebten Börsengänge im Ausland und der wachsenden Vorbehalte gegenüber börsengehandelten REITs seitens kommunaler Wohnungsbaugesellschaften scheint das im Vergleich zum Gesamtbestand verhältnismäßig niedrig angesetzte Marktpotenzial von 30 Mrd. EUR bei Einführung ausschließlich börsengehandelter REITs langfristig erzielbar. Dieses Marktpotenzial ist aber voraussichtlich nur erreichbar, sofern eine hinreichende Begünstigung bei der Auflösung des bei ehemals gemeinnützigen Wohnungsbaugesellschaften gebildeten EK02 neben den sonstigen kritischen Erfolgsfaktoren von REITs implementiert wird, und den Kommunen durch die Wahl des REIT-Status keine laufende steuerliche Mehrbelastung entsteht.

Während die Nutzung deutscher REITs als Exit für opportunistische Fonds nicht klar prognostiziert werden kann, lässt sich allerdings ein klares Interesse der nicht bereits privatisierten Wohnimmobilienunternehmen an nicht-börsengehandelten REITs identifizieren. Das Marktpotenzial möge auch auf Basis des großen Kapitalfreisetzungsbedarfs bei den Kommunen wesentlich höher ausfallen als die IFD-Schätzung für die Einführung eines ausschließlich börsengehandelten REIT postuliert. Allerdings würde dies voraussichtlich bei Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs zunächst wohl hauptsächlich auf den nicht-börsengehandelten REIT entfallen. Dieser wird jedoch bestrebt sein auch zukünftig bei Etablierung eines funktionierenden kapitalmarktorientierten Segmentes am Börsenhandel der Anteile teilzunehmen.

Sofern den allgemein kritischen Erfolgsfaktoren,⁹⁶ den für ehemals gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaften spezifischen Anforderungen und dem Bedarf an nicht-börsengehandelten REITs Rechnung getragen wird, ist ein wesentlich höheres Marktpo-

⁹⁵ Vgl. BÖRSEN-ZEITUNG (2006b), S.9; DIE WELT (2006a); REUTERS (2006).

⁹⁶ Vgl. Kapitel 6.2, S. 102-103.

tenzial aus der deutschen Wohnungswirtschaft möglich. Entsprechend ZEW/EBS (2005) ist das Marktpotenzial von rund 110 Mrd. EUR Eigenkapital und ein Gesamtvolumen von rund 242 Mrd. EUR aus dem Bestand abzuleiten, das langfristig in REITs konvertiert werden könnte.⁹⁷ Diese Schätzung unterliegt jedoch – wie die gesamte Abschätzung des Marktpotenzials – erheblicher Unsicherheit und darf nicht ohne Berücksichtigung der dargestellten Prämissen gewürdigt werden.

Tabelle 9: REIT-Potenzial Wohnungswirtschaft

Durchschnittswerte		
Fläche	Miete	Miete
m ²	€/m ²	€ p.a.
60.7	4.27	3,110

	Anzahl WE (Mio.)	Marktwert 11-fach	Fremdkapital 6-fach	Eigenkapital 5-fach	REIT-Potenzial	REIT-Volumen (Marktw.)	REIT-Volumen (EK)
Genossenschaften	2,282	78.07	42.59	35.49	30 %	23.42	10.65
Kommunale WU	2,744	93.88	51.21	42.67	60 %	56.33	25.60
Öffentliche WU	390	13.34	7.28	6.07	60 %	8.01	3.64
Privatwirtschaftliche WU	2,597	88.85	48.46	40.39	60 %	53.31	24.23
Kirchen	137	4.69	2.56	2.13	15 %	0.70	0.32
Private, Banken, Fonds, etc.	10,386	355.34	193.82	161.52	10 %	35.53	16.15
Sonstige	1,613	55.19	30.10	25.08	70 %	38.63	17.56
Einliegerwohnungen	3,405	116.50	63.54	52.95	0 %	0.00	0.00
Ein- und Zweifamilienhäuser	12,249	419.07	228.59	190.49	5 %	20.95	9.52
Geschosswohnungen	2,881	98.57	53.76	44.80	5 %	4.93	2.24
Summen	38,684	1,323	722	602		242	110

Quelle: ZEW/EBS (2005). Berechnungen auf Grundlage der Daten des GDW. Alle Angaben in Mrd. EUR, Potenzial und Multiplikatoren: ebs-Schätzungen, Mietpreise für Ein- und Zweifamilienhäuser vermutlich unterschätzt.

In letzter Zeit sind hierzulande aber im Rahmen der politischen Diskussion um die Einführung von REITs verstärkt Vorbehalte gegenüber Wohn-REITs geäußert worden. Diese Bedenken sind zwar bei objektiver Bewertung der Chancen und Risiken dieser spezialisierten Anlagevehikel für den deutschen Wohnungsmarkt und für die Kommu-

⁹⁷ Vgl. ZEW/EBS (2005), S. 173.

nen weitestgehend unbegründet, die politische Signifikanz der Debatte könnte aber dazu führen, dass REITs zunächst nicht in Wohnimmobilien investieren dürfen.⁹⁸ Würden sich die Bedenkenträger in dieser Debatte durchsetzen, wäre der zweitgrößte Treiber des Marktpotenzials deutscher REITs für das Segment ausgeschlossen. Dies ist auch sozialpolitisch nicht sinnvoll, da opportunistische Fonds auch ohne einen deutschen REIT weiter in Wohnimmobilienbestände investieren werden, diese aber dann zwangsläufig am ausländischen Kapitalmarkt platzieren.

6.4 Umwandlung geschlossene Immobilienfonds

Aus der Umwandlung geschlossener Immobilienfonds wird ein Marktpotenzial von 20 Mrd. EUR geschätzt. Die IFD legt hierfür eine weitere Statistik vor, die auf Grundlage der Loipfinger Studie einen Anteil von 57% deutscher geschlossener Immobilienfonds als ausschüttend und aktuell stille Reserven haltend klassifiziert.⁹⁹ Dieser Anteil entspricht einem Marktwert der in deutschen geschlossenen Immobilienfonds gehaltenen Immobilien von ca. 77 Mrd. EUR. Das Marktpotenzial von 20 Mrd. EUR erscheint unter Berücksichtigung des im Immobilienmarktwert enthaltenen Fremdkapitaleinsatz etwas zu hoch angesetzt, selbst unter Berücksichtigung des Bedarfs nach einem funktionierenden Sekundärmarkt für Anteile an geschlossenen Fonds. Zudem ist fraglich, ob die Initiatoren oder die diesen nahe stehenden Treuhänder funktionierender geschlossener Immobilienfonds einen Mehrwert in der Börsennotierung und den daraus folgenden Mehrkosten und letztendlich erhöhten Transparenzanforderungen erkennen. Durchaus denkbar ist allerdings, dass Initiatoren bzw. Fondsmanager den REIT als möglichen Exit für Einzelfonds sehen und auf diesem Weg mehrere Objekte in einen REIT verschmelzen und ins interne Management des REIT wechseln. Da dies einen fundamentalen Wandel im Segment der geschlossenen Immobilienfonds impliziert und ein erheblicher Arrondierungsbedarf für die Kapitalmarktfähigkeit besteht, müssen die Prognosen des Marktpotenzials börsengehandelter REITs durch die Umwandlung geschlossener Fonds sehr konservativ vorgenommen werden.

⁹⁸ Vgl. DIE WELT (2006b).

⁹⁹ IFD (2006), S. 7.

Wenn sich allerdings in Zukunft auch hierzulande ein funktionierender REIT-Markt festigt und die damit verbundenen Rahmenbedingungen etablieren, so wäre auch für notleidende geschlossene Immobilienfonds der Weg an den Kapitalmarkt denkbar. Da die REIT-Struktur ein internes Management voraussetzt, werden Gefahren durch Intransparenz und Interessenskonflikte zwischen Fondsmanagement und Anlegern vermieden, was eine Einbringung zu aktuellen und fairen Marktpreisen begünstigt. Insbesondere die US-amerikanischen Erfahrungen mit der UPREIT- und DownREIT-Konstruktion postulieren Chancen zur Konsolidierung im deutschen Markt der geschlossenen Immobilienfonds. Werden die geplanten Änderungen des §23 EstG umgesetzt, würde die Umwandlung kleinerer Einzelfonds in einen REIT zudem beschleunigt. Auf dieser Basis und mit Referenz zur IFD-Schätzung könnte langfristig ein maximales Umwandlungspotential von 5 bis 15 Mrd. EUR erzielbar sein, sofern ausschließlich börsengehandelte REITs in Deutschland eingeführt werden, und die gesetzlichen Rahmenbedingungen der UPREIT- und DownREIT-Konstruktion umgesetzt werden.

Sollte es in Deutschland hingegen sowohl börsengehandelte als auch nicht-börsengehandelte REITs geben, lassen sich erhöhte Anreize aus der Umwandlung von geschlossenen Immobilienfonds identifizieren. Die möglichen Vorbehalte gegenüber einer Umwandlung würden wohl seitens der Initiatoren weitaus geringer ausfallen, sofern mehrere Einzelfonds zu größeren nicht-börsengehandelten REITs zusammengeschlossen werden können. Zudem können vermehrt auch institutionelle Investoren für in nicht-börsengehandelte REITs umgewandelte geschlossene Fonds gewonnen werden, so dass sich der Anlegerkreis erweitert. Die Fungibilität der Anteile kann durch einen partiellen Börsenhandel oder neue Sekundärmärkte für Anteile an nicht-börsengehandelten REITs stark verbessert werden: Als Exit nach Ablauf einer vorgegebenen Laufzeit, die auch bei nicht-börsengehandelten REITs wie bei geschlossenen Fonds beibehalten werden könnte, wäre die Börse eine attraktive Option. Insgesamt erscheint das von der IFD geschätzte Marktpotenzial von 20 Mrd. EUR bei flankierender Einführung börsengehandelter und nicht-börsengehandelter REITs langfristig erzielbar.

6.5 Umwandlung von Vermögen offener Immobilien-Publikumsfonds

Das Marktpotenzial deutscher börsengehandelter REITs aus der Umwandlung offener Immobilien-Publikumsfonds wird von der IFD auf 10 Mrd. EUR geschätzt. Dieser Wert erscheint zunächst plausibel unter Berücksichtigung des gestiegenen Interesses deutscher Publikumsfonds an der Ausgliederung von Immobilienbeständen in REITs.¹⁰⁰ Gemessen am Fondsvolumen vom 31. März 2006 von 74,895 Mrd. EUR wären 10 Mrd. EUR ca. 13%.¹⁰¹ Da die Möglichkeit zur Beteiligung an REITs durch offene Immobilienfonds im InvG dem aktuellen Stand öffentlicher Informationen zufolge auf 20% des Fondsvermögens festgelegt werden soll, ist dieser Betrag als möglich zu bewerten. Zugunsten ist nur 44,1% des Immobilienvermögens offener Immobilien-Publikumsfonds im Inland belegen und weil der gesamte Immobilienanteil am Fondsvolumen ca. 67% ausmacht,¹⁰² lassen sich die in Deutschland belegenen Immobilien auf einen Eigenkapitalwert von ca. 25 Mrd. EUR schätzen. Ob offene Immobilien-Publikumsfonds ihr ausländisches Immobilienvermögen in deutsche REITs umqualifizieren ist ungewiss, da dies insbesondere von den steuerlichen Vorteilen der Einkünfte aus unbeweglichem Vermögen bei Direktinvestitionen gegenüber der Besteuerung von Anteilen an ausländischen REITs abhängig ist. Offene Fonds werden verstärkt ausländische REITs kaufen. Sollten nur die im Inland angelegten und auf 25 Mrd. EUR geschätzten Eigenkapitalmittel für eine REIT-Umwandlung attraktiv sein, ist das Marktpotenzial von 10 Mrd. EUR wohl etwas zu hoch angesetzt, da dies einer Umwandlung von ca. 40% des hiesigen Bestandes gleichkäme. Werden hingegen auch ausländische Immobilien hinzugezogen, würde die Umwandlung ca. 20% betragen, was wiederum einen plausiblen Wert darstellt. Das Marktpotenzial könnte daher sogar erreicht werden, wenn REITs im Sondervermögen offener Immobilien-Publikumsfonds als Immobilienanlage klassifiziert werden, deren maximaler Anteil jedoch wesentlich restriktiver auf 20% des Immobilienanteils im Sondervermögen und nicht des Fondsvolumen begrenzt wird. Da allerdings weniger plausibel erscheint, dass ausländisches Immobilienvermögen in inländische REITs ausgegliedert wird, ist von einem geringeren Marktpotenzial aus der Umwandlung von Vermögen offener Immobilien-Publikumsfonds bei Einführung ausschließlich börsengehandelter REITs auszugehen. Als möglich erscheint unter Berücksichtigung der er-

¹⁰⁰ Vgl. Kapitel 4.1.3.1.

¹⁰¹ Vgl. BVI (2006a).

¹⁰² Vgl. Kapitel 4.1.3.1; SIEBEL (2006), S. 13.

folgskritischen Voraussetzungen ein langfristiges Marktpotenzial von ca. 5 Mrd. EUR.¹⁰³

Sollten neben börsengehandelten REITs allerdings auch nicht-börsengehandelte REITs in Deutschland eingeführt werden, ist auf Basis der oben dargestellten Überlegungen eine Aufteilung dieses Marktpotenzials zwischen beiden REIT-Formen zu berücksichtigen. Dieses könnte hingegen insgesamt höher ausfallen. Da sich aus Perspektive der offenen Immobilien-Publikumsfonds die Chancen des börsengehandelten REIT in einer Waage mit den Chancen und Risiken der nicht-börsengehandelten REITs halten, sind voraussichtlich substantielle Abstriche beim Marktpotenzial börsengehandelter REITs zu Gunsten nicht-börsengehandelten REITs vorzunehmen. Es ist allerdings ebenso realistisch, dass diese Bestände längerfristig ebenfalls am Kapitalmarkt platziert werden. Das Marktpotenzial könnte sich insgesamt langfristig auf das Volumen der IFD-Schätzung belaufen.

6.6 Umwandlung offener Immobilien-Spezialfonds

Das Marktpotenzial deutscher börsengehandelter REITs wird von der IFD auf ca. 7 Mrd. EUR geschätzt. Dieser Wert ist allerdings nur realistisch, sofern institutionelle Investoren das in börsengehandelten REITs gehaltene Immobilienvermögen weiterhin mit dem Nettoinventarwert in der Bilanz ansetzen können. Anderenfalls wäre die zusätzliche, buchhalterische Volatilität bei den auf langfristige und wertstabile Immobilieninvestitionen ausgerichteten institutionellen Investoren ein Nachteil gegenüber den Spezialfonds. Auch die Besteuerung der Umwandlung ist, wie bei den übrigen Quellen des Marktpotenzials, ein ganz entscheidender Treiber der Attraktivität dieses Segments. Wird dies gewährleistet scheint das von der IFD geschätzte Marktpotenzial von 7 Mrd. EUR bei Einführung ausschließlich börsengehandelter REITs langfristig realisierbar.

Werden hingegen börsengehandelte und nicht-börsengehandelte REITs in Deutschland eingeführt, lässt sich ein höheres Marktpotenzial aus den Beständen der Spezialfonds ableiten. Die Argumente hierfür sind bereits in Kapitel 4 ausführlich dargelegt worden. Gesamtwirtschaftlich sind auch keine substantiellen Bedenken anzuführen, da die Sig-

¹⁰³ Auch diese Schätzung unterliegt wesentlicher Unsicherheit und ist maßgeblich von der regulatorischen Ausgestaltung deutscher REITs sowie Änderungen im InvG abhängig.

nifikanz deutscher Immobilien-Spezialfonds für den Immobilienanlagemarkt insgesamt nicht erheblich ist. Selbst wenn dieses Produktsegment vollständig durch nicht-börsengehandelte REITs „kannibalisiert“ wird, darf dies kein gewichtiges Argument gegen die Einführung nicht-börsengehandelter REITs sein. Es lässt sich prognostizieren, dass sich der Großteil der von institutionellen Investoren gehaltenen Immobilien voraussichtlich eher im Segment der nicht-börsengehandelten REITs ansiedeln wird. Die Prognose der IFD ist bei Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs für das Marktpotenzial aus Spezialfonds daher eher konservativ, werden die erheblichen Vorteile von nicht-börsengehandelten REITs gegenüber Spezialfonds berücksichtigt. Zudem halten deutsche Versicherungen ca. 5% ihres Anlagevermögens in Immobilien, von denen nur ca. 2% auf den Direktbestand entfallen.¹⁰⁴ Bei einem Anlagevermögen von ca. 1.009 Mrd. EUR,¹⁰⁵ der allein auf die deutsche Versicherungswirtschaft entfällt, und unter der Prämisse, dass ebenfalls der Immobilienbestand institutioneller Investoren zu ca. 50% im Ausland gehalten wird, lässt sich das aktuelle Marktpotenzial nicht-börsengehandelter REITs auf mindestens 20 Mrd. EUR des aktuellen Bestandes schätzen.¹⁰⁶ Hinzu kommen die Neuanlagen institutioneller Investoren in die Immobilienquote, die bei konstanter Immobilienquote in Höhe von 4,8 Mrd. EUR in REITs fließen könnten,¹⁰⁷ sofern die Immobilienquote durch inländische Immobilieninvestitionen und die Nutzung von REITs erhöht werden soll, kann die Zahl der Neuanlagen zu Gunsten von REITs sogar auf ca. 10 Mrd. EUR p.a. über drei Jahre geschätzt werden.¹⁰⁸ Diese würden voraussichtlich ebenfalls den Markt für nicht-börsengehandelte REITs begünstigen, so dass sich die Schätzung zum Marktpotenzial auf rund 30 Mrd. EUR aus der Versicherungswirtschaft erhöhen lässt, welches jedoch teilweise aus dem Bereich der

¹⁰⁴ Vgl. REICHEL (2006); GDV (2005a), S. 21; GDV (2005b), S. 138.

¹⁰⁵ Vgl. GDV (2005a), 21.

¹⁰⁶ Neben den zuvor genannten erfolgskritischen regulatorischen Rahmenbedingungen sind in Bezug auf das Marktpotential aus der Versicherungswirtschaft und der Umwandlung von Spezialfonds insbesondere die steuerliche Behandlung und mögliche Restriktion der Anteilseignerstruktur hervorzuheben. Es muss aus Sicht der Versicherungswirtschaft insbesondere auf eine Begünstigung bei der Grunderwerbsteuer geachtet werden, da stille Reserven im Rahmen der Spezialfondsanlagen nur in geringem Umfang gegeben sind. Eine Entry Charge nach dem britischen Modell könnte in diesem Zusammenhang die Attraktivität deutscher REITs aus Sicht institutioneller Investoren reduzieren. Zudem wollen institutionelle Investoren maßgeblichen Einfluss auf die Anlageentscheidungen der REIT-Manager haben und streben daher eine maßgebliche Beteiligung an den Vehikeln an.

¹⁰⁷ Vgl. ZEW/EBS (2005), S. 170.

¹⁰⁸ Vgl. SIREO RESEARCH (2006), S. 105.

offenen Immobilien-Spezialfonds stammen und zumindest teilweise in die umgewandelten Bestände anderer Einbringungsquellen fließen wird.

Abbildung 15: Gegenüberstellung der langfristigen Volumenschätzung deutscher REITs unter Börsenpflicht und -wahlfreiheit¹⁰⁹

	IFD (bis 2011)	Bauhaus / ebs (langfristig)	
	Börsenpflicht	Börsenpflicht	Börsenwahlfreiheit
Einbringung Unternehmensimmobilien	EUR 55 Mrd.	25 bis 30	55
Einbringung von Wohnimmobilien-gesellschaften	30	30	110
Umwandlung Geschlossene Fonds	20	5 bis 15	20
Umwandlung Publikumsfonds	10	5	10
Umwandlung Spezialfonds (inkl. Versicherungen)	7	7	20
Σ	122	72 bis 87	215

Quelle: Eigene Darstellung

7 Empfehlungen zur Zulassung von nicht-börsengehandelten REITs und Vorschläge für eine Beaufsichtigung

Basierend auf den kapitalmarkttheoretischen und immobilienökonomischen Aspekten, den internationalen Erfahrungen mit nicht-börsengehandelten REITs und unter Einbeziehung der Strukturierung der deutschen Immobilienwirtschaft und Immobilienmärkte, wird die Einführung eines *nicht-börsengehandelten REITs unter Börsenaufsicht* empfohlen („Wahlfreiheit unter Börsenaufsicht“). International hat sich keine einheitliche

¹⁰⁹ Die in Abbildung 14 dargestellten Schätzungen zum Volumen deutscher REITs sind nur im Zusammenhang der im Text näher erläuterten Prämissen und der mit dieser Schätzung verbundenen Unsicherheit zu würdigen.

Definition eines nicht börsengehandelten oder Private REITs etabliert. Der hier propagierte Entwurf eines nicht-börsengehandelte REIT unter Börsenaufsicht basiert auf dem erfolgreichen amerikanischen Modell eines „non-exchange traded publicly registered REIT“.¹¹⁰

Dieser unterliegt den gleichen gesetzlichen Rahmenbedingungen wie börsengehandelte REITs und ermöglicht eine steuertransparente Struktur, sofern die Einkünfte annähernd vollständig aus Immobilienvermögen erzielt und an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Allerdings ist er nicht an einem amtlichen Markt gehandelt, sondern lediglich registriert und unterliegt somit den gleichen Zulassungsfolgepflichten und Transparenzstandards des jeweiligen amtlichen Marktes.

7.1 Erfüllung der regulatorischen Voraussetzungen außer Börsennotierung

Ein „nicht-börsengehandelter REIT unter Börsenaufsicht“ unterliegt den gleichen gesetzlichen Rahmenbedingungen wie börsengehandelte REITs. Folglich unterscheidet er sich aufgrund der fehlenden Börsennotierung nur im Hinblick auf Fungibilität von einem börsengehandelten REIT. Da das Immobilienvermögen intern vom Vorstand der REIT-Aktiengesellschaft gemanagt wird, unterliegt ein nicht-börsengehandelter REIT im Hinblick auf Corporate Governance ferner den generellen Vorschriften im Hinblick auf Publizitäts- und Offenlegungspflichten wie andere Aktiengesellschaften.

Neben den gesetzlichen Anforderungen zur Erlangungen eines „REIT-Status“ muss der hier propagierte Entwurf eines nicht-börsengehandelten REITs unter Börsenaufsicht genauso wie börsengehandelte REITs an einer deutschen Börse registriert sein. Allerdings ergibt sich aus der Registrierung nicht zwingend eine Notierung am geregelten Markt. Aus der Registrierung an einem geregelten oder amtlichen Markt ergeben sich aber zusätzliche Transparenzanforderungen, die Vergleichbarkeit und Anlegervertrauen schaffen.

¹¹⁰ Vgl. Kapitel 5.1.

7.2 Spezielle Transparenzstandards für REITs

Neben den Transparenzstandards, die sich aus dem Aktienrecht für REITs ergeben, können ergänzende Transparenzstandards Fehlentwicklungen in Bezug auf die Bewertung der Immobilienbestände vorbeugen. Neben einer Bilanzierung nach IFRS zu Marktpreisen („fair value“) trägt ein Ausweis der aggregierten Zeitwerte nach Objektgruppen und Standorten, wie auch die der Bewertung zugrunde liegenden Einzelansätze, zur Transparenz der Bewertung aus Anlegersicht bei.

Nicht-börsengehandelte REITs unter Börsenaufsicht sind in den USA nach dem Securities and Exchange Commission Act 1934 (Section 13/15d) verpflichtet, Jahresberichte auf so genannten „Forms 10-K“ an die SEC zu liefern. Diese sind für Anleger jederzeit in elektronischer Form verfügbar und enthalten detaillierte Angaben auf Einzelobjektenebene, die über die aktienrechtlichen Anforderungen an Immobilien-AGs in Deutschland hinausgehen.

Hierbei ist eine Unterscheidung in verschiedene Transparenzstandards für börsengehandelte und nicht-börsengehandelte REITs nicht gegeben. Diese gelten für beide REIT-Formen gleichermaßen. Der Transparenzstandard ist folglich unabhängig von der Entscheidung zur Börsennotierung.

Hinsichtlich der Zulassungsfolgevorschriften an einem geregelten Markt plant beispielsweise die Deutsche Börse zwei Standards, einen „General Standard“ und einen „Prime Standard“, bisher nur für börsengehandelte REIT anzubieten.¹¹¹ Beispielsweise müssten dann nicht-börsengehandelte REITs, die bei der Deutschen Börse registriert sind, ähnlich dem amerikanischen Ansatz eines non-exchange traded REITs spätestens vier Monate nach Geschäftsjahresende einen Jahresabschluss inklusive Lagebericht einreichen, innerhalb von zwei Monaten nach Ende des Berichtszeitraum einen Zwischenbericht publizieren und Ad-hoc-Mitteilungen veröffentlichen. Zusammenfassend unterscheiden sich REITs von Immobilien-AGs durch höhere und einheitliche Transparenzvorschriften.

¹¹¹ Vgl. DEUTSCHE BÖRSE (2006).

7.3 Wahlfreiheit zur Notierung als Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit von G-REITs

Eine Wahlfreiheit zur Börsennotierung stellt einen komparativen Vorteil eines deutschen REITs insbesondere gegenüber dem französischen und englischen REIT-Modell dar. Aufgrund der unterschiedlichen Struktur der Immobilienwirtschaft und Immobilienmärkte in Deutschland mit einer Vielzahl von mittelständischen Immobilienunternehmen würde eine reine Übertragung des englischen oder französischen Modells zu Wettbewerbsnachteilen des deutschen REITs führen. Die internationalen Erfahrungen belegen, dass die drei erfolgreichsten REIT-Märkte (nach Marktkapitalisierung) in den USA, Australien und Japan eine Börsennotierung nicht zwingend vorschreiben.

7.4 Besteuerung bei der Überführung von Immobilien in einen G-REIT

Durch die Überführung von Immobilien in einen REIT entsteht – sofern vorhanden – durch die Aufdeckung von stillen Reserven eine Besteuerung. Grundsätzlich unterliegt die Einbringung von Immobilien in einen REIT der Einkommens-/Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer. Der Entwurf der IFD sieht hierbei eine Besteuerung von 20% vor („exit tax“), die über vier jährliche Raten verteilt werden kann. Um einen Mobilisierungseffekt zu erreichen, soll diese Regelung für einen Zeitraum von sieben Jahren nach Einführung des Gesetzes gelten. Der IFD-Entwurf sieht hierbei die Einrichtung eines „Pre-REIT“ vor. Der von der IFD propagierte Entwurf eines Pre-REITs ist nicht vergleichbar mit einem nicht-börsengehandelten REIT im Rahmen einer Wahlfreiheit zur Börsennotierung.

Im Ergebnis würde eine Regelung mit einem Zwang zur Börsennotierung nach dem IFD-Entwurf dazu führen, dass die Vorteile eines REIT-Status nur wenige große Gesellschaften und die im Rahmen des IPO beteiligten Investmentbanken betreffen würden. Weiter würde eine solche Regelung dem Ziel, kapitalmarktfähige Portfolios zu etablieren, widerstreben, da die Bildung homogener Portfolien im Hinblick auf die Nutzungsart erschwert würde. Gerade die Möglichkeit zur Spezialisierung auf eine Nutzungsart bzw. themenorientierten Immobilieninvestitionen stellt einen wichtigen Erfolgsfaktor von REITs dar und bietet Investoren die Möglichkeit immobilienbezogene Dienstleis-

tungen einzukaufen und auf Portfolioebene zu diversifizieren.¹¹² Da die Möglichkeiten zum aktiven Handel mit Immobilien für REITs eingeschränkt sind, würde eine Regelung ohne Wahlfreiheit zur Börsennotierung die Umwandlung bzw. Schaffung von homogenen Portfolios erschweren.

Die Exit Tax bezieht sich nicht auf den REIT selbst, sondern auf das jeweilige Unternehmen, welches zu einem REIT optiert. Die Exit Tax muss dem Unternehmen ermöglichen, sich in einer steuerlich vertretbaren Weise von dem Immobilienvermögen zu trennen. Daraus folgt, dass die reduzierte Exit Tax das verkaufende Unternehmen betrifft und separat von dem kaufenden Unternehmen zu bewerten ist.

Im Gegensatz hierzu wird empfohlen, dass die begünstigte Besteuerung bei der Veräußerung, Überführung und Umwandlung von Immobilien in einen G-REIT in gleichem Maße für börsen- und nicht-börsengehandelte REITs gilt. Durch die Wahlfreiheit zur Börsennotierung wäre die Etablierung eines „Pre-REIT“ mit divergierenden, steuerlichen Regelungen obsolet.

Aktuell wird auch als Alternative zur Exit Tax die für das UK vorgesehene Entry Charge von 2% auf das Immobilienvermögen diskutiert. Hierbei ist zu beachten, dass eine Entry Charge bei der Umwandlung von Beständen institutioneller Investoren, die aktuell in Beteiligungsstrukturen zum Marktwert gehalten werden und somit nur geringfügige Veräußerungsgewinne zu versteuern hätten, eine 2%ige Entry Charge auf Verkäuferseite und eine 3,5%ige Grunderwerbsteuer auf Käuferseite, die bei der reinen Umwandlung von Beständen die selbe juristische Person darstellt, eine wirtschaftlich wenig attraktive Doppelbelastung darstellen könnte.

7.5 BaFin-Aufsicht

Eine BaFin-Regulierung für REITs wird nicht empfohlen. REITs sind kein Bankprodukt und unterscheiden sich z.B. von offenen Fonds, weil bei REITs keine Fristentransformation vorliegt. Eine gesonderte BaFin-Regulierung für REITs nach rein formellen Kriterien – wie die der Prospekte geschlossener Fonds – suggeriert dem Kleinanleger im

¹¹² PFEFFER (2005), S.39-42.

Ergebnis eine Sicherheit, die aufgrund der materiellen Prüfungsanforderungen von der BaFin nicht geleistet werden kann.

Eine generelle Beaufsichtigung ist hingegen zu begrüßen, um damit der Standardisierung Rechnung zu tragen, Vertrauen in das Marktsegment zu schaffen und den Wünschen der Politik zu entsprechen. Damit würde das REIT-Segment nicht dem „grauen Kapitalmarkt“ zuzuordnen sein.

G-REITs – börsengehandelte als auch nicht-börsengehandelte – sollten uneingeschränkt prüfungspflichtig nach der Bilanzierungsnorm IFRS sein. REITs unterscheiden sich folglich im Hinblick auf Bilanzierungsnormen von offenen Immobilienfonds (InvG §44) und geschlossenen Immobilienfonds (HGB, EStG) und sollten nicht durch das BaFin reguliert sein. Die Bilanzierung nach IFRS ist ein zukunftsorientierter, internationaler Standard, der die Einheitlichkeit und Vergleichbarkeit von REITs fördert.

Der Jahresabschluss muss Mindestangaben zum Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung (inklusive Nebentätigkeiten), zum Ergebnis aus der Veräußerung der Immobilien und das Ergebnis aus Neubewertung von Immobilien enthalten. Auch bei nicht-börsengehandelten REITs ist der IFRS-Jahres-/Konzernabschluss die Grundlage zur Dividendenausschüttung, sofern eine Bilanzierung nach IFRS vorgeschrieben wird. Komponenten sind das Bewertungsergebnis (Maßgeblichkeit des Nettogewinns ohne Ausschüttungsfähigkeit der Bewertungsrücklage), das Verkaufsergebnis (sofern kein Gebrauch von einer temporären Verlagerung in eine Reinvestitionsrücklage gemacht wird) und das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung (auch falls das Bewertung- und Verkaufsergebnis negativ ist, sofern das Grundkapital nicht berührt wird). Da die Bilanzierung nach IFRS auf Einzelabschlussebene noch nicht vorgesehen und keine Steuerermittlungsgrundlage ist und zum Teil aufwendigere Anforderungen für alternative Anlageprodukte vorsieht, soll hierzu keine abschließende Handlungsempfehlung gegeben werden.

Aus der Bilanzierung nach IFRS ergeben sich insbesondere für nicht-börsengehandelte REITs spezielle Vor- und Nachteile. Auf der einen Seite schreibt IAS 40 die „Fair Value“-Bewertung für Investment Properties vor. Folglich würden nicht-börsengehandelte REITs zwingenderweise eine einheitliche Marktwertbetrachtung im Sinne eines Fair Value vornehmen. Allerdings entstehen hierdurch zum Teil hohe Kosten und eine feh-

lende Einheitlichkeit bezüglich der angewandten Bewertungsmethode. Der Jahresabschluss muss von einem Wirtschaftsprüfer testiert werden, welcher auch die Einhaltung der kritischen REIT-Grenzwerte (zum Beispiel im Hinblick auf die Erträge aus Vermietung und Veräußerung) überprüft.

Hinsichtlich einer BaFin-Aufsicht wird explizit keine direkte Regulierung durch das BaFin wie bei dem bestehenden Immobilienanlageprodukt „offener Immobilienfonds“ empfohlen. Nichtsdestotrotz unterstehen die jeweiligen Börsen bzw. der geregelte Markt der Aufsicht der BaFin, welches wiederum der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen untersteht.¹¹³

7.6 Argumente für eine Wahlfreiheit zur Börsennotierung von REITs

Nicht-börsengehandelte REITs sind aus volkswirtschaftlichen Gründen und für den Erfolg und die Leistungsfähigkeit eines börsengehandelten G-REIT notwendig. Demzufolge wird die Zulassung eines börsengehandelten und nicht-börsengehandelten REIT unter Börsenaufsicht empfohlen, die im Hinblick auf die gesellschaftsrechtlichen Aspekte als auch hinsichtlich ihrer Positionierung ein neues, innovatives Produkt für den deutschen Immobilienanlage- und Finanzmarkt darstellen. Die Wahlfreiheit zur Börsennotierung hat hierbei aus den folgenden Gründen eine essenzielle Bedeutung für die Funktions- und Leistungsfähigkeit eines deutschen REIT:

- *Wahlfreiheit als Beitrag zur Wettbewerbsfähigkeit eines deutschen REIT im europäischen Kontext.* Insbesondere gegenüber dem französischen und englischen Modell stellt die Wahlfreiheit einen komparativen Wettbewerbsvorteil dar. Sofern Deutschland keinen besseren REIT als Großbritannien entwirft, muss davon ausgegangen werden, dass dieser dem britischen Wettbewerb aufgrund der unterlegenen Kapitalmarkttradition nicht standhalten kann.
- *Kleine und mittelständische Immobilienunternehmen.* Eine Pflicht zur Börsennotierung erschwert kleinen und mittelständischen Unternehmen die Erlangung des

¹¹³ §3 des Gesetzes über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 22. April 2002 (BGBl. I S. 1310), zuletzt geändert durch Art. 4b des Gesetzes vom 22. September 2005 (BGBl. I S. 2809).

REIT-Status. Folglich würden diese Gesellschaften von den Vorteilen und Chancen dieses neuen Segments kaum profitieren können und erhebliche Wettbewerbsnachteile durch die fehlende Finanzierungsmöglichkeit über den Kapitalmarkt haben. Demzufolge würde auch das Marktpotenzial begrenzt sein.

- *„Inkubator“- und „Pooling“-Funktion.* Nicht-börsengehandelte REITs haben eine hohe Wichtigkeit als Inkubator-REITs. Die internationalen Erfahrungen, insbesondere in den USA, Australien, Japan und den Niederlanden, belegen, dass nicht-börsengehandelte REITs für viele – vor allem mittelständische Unternehmen – essentiell sind um einen eventuell angestrebten Börsengang zu schaffen. Oft besitzen diese Gesellschaften zunächst nicht die kritische Größe für den Weg an den Kapitalmarkt. So hat der nicht-börsengehandelte REIT eine besondere Wichtigkeit für das „Pooling“ von Immobilienbeständen aus verschiedenen Quellen. Ferner fehlt diesen Unternehmen oft die ausreichende Expertise und Kapitalmarkterfahrung um erfolgreich als börsengehandelter REIT zu agieren. Somit erleichtert die Wahlfreiheit zur Börsennotierung entscheidend den Übergang zu einem börsengehandelten REIT und trägt so ausschlaggebend zur erfolgreichen Marktentwicklung bei. Mittel- und langfristig trägt ein nicht-börsengehandelter REIT somit wesentlich zur Dynamik und zum Wachstum des REIT-Segmentes bei.
- *Kapitalmarktdisziplin.* Die dauerhafte Existenz von nicht-börsengehandelten REITs schafft den nötigen Druck des Kapitalmarktes gegenüber dem Management börsengehandelter REITs.
- *Volatilität und Marktzyklen.* Viele Investoren in nicht-börsengehandelte REITs meiden börsengehandelte Vehikel bei Immobilieninvestitionen, weil deren Wert kurzfristigen Schwankungen unterliegen kann. Börsengehandelte Gesellschaften unterliegen verschieden Faktoren wie „Day Trading“, Sektorentwicklungen, Zinsatzänderungen und Skandalen, die irrelevant sind für den langfristigen Wert der gehaltenen Assets. Dieser Art von Marktvolatilität unterliegen nicht-börsengehandelte REITs nicht. Die internationalen Erfahrungen belegen, dass nicht-börsengehandelte REITs eine langfristige, stabile Wertentwicklung bieten.
- *Ausländische Investoren.* Ausländischen Investoren fehlt oft die Expertise über deutsche indirekte Immobilienanlagevehikel und den deutschen Immobilienmarkt.

Dies hindert verschiedene Gruppen von ausländischen Investoren, insbesondere Pensionsfonds und Versicherungen, Investitionen zu tätigen. Viele dieser Investoren können aufgrund der jeweiligen nationalen Rahmenbedingungen nur begrenzt direkte Investitionen in Immobilien tätigen. Somit stellt ein nicht-börsengehandelter REIT eine notwendige Investmentalternative – auch gegenüber börsengehandelten REITs – für eine Vielzahl ausländischer Investoren dar. So finden die Regelungen des InvStG international keine Akzeptanz.

- *Strukturierung.* Nicht-börsengehandelte REITs haben insbesondere in den U.S.A. dazu beigetragen, den Markt für nicht-börsengehandelte Vehikel zu strukturieren und zu vereinheitlichen.
- *Erweiterung des Anlagespektrum:* REITs ermöglichen die Separation von immobilienbezogenen und portfoliobezogenen Dienstleistungen. Folglich können Investoren durch spezialisierte REITs auf Portfolioebene diversifizieren.
- *Interessen der Kapitalsammelstellen.* Insbesondere Versicherungen würden von dem Vehikel der nicht-börsengehandelten REITs profitieren. So kann durch nicht-börsengehandelte REITs ein Beitrag zur Alterssicherung geleistet werden: Nicht volatile REITs dürften ein hohes Interesse etwa von Lebensversicherern auf sich ziehen, die wiederum Beiträge zur Alterssicherung von Sparern anlegen.
- *Konservative, langfristige Anlageform.* REITs sind mittel- bis langfristige Anlageformen, die nicht mit kurzfristig orientierten Finanzinvestoren zu vergleichen sind. So könnten nicht-börsengehandelte REITs z.B. den Kommunen oder Wohnungsbau-gesellschaften eine Alternative zu opportunistischen Fonds bieten, bei der sie über eine Beteiligung weiterhin Einfluss ausüben können. Auch als Alternative zu „off-shore“-Konstruktionen könnten REITs dazu beitragen, das Steueraufkommen in Deutschland zu erhöhen. Sollten nicht-börsengehandelte REITs nicht zugelassen werden, ist davon auszugehen, dass ausländische Investoren ihre bereits getätigten und zukünftigen Investitionen weiterhin über steuereffiziente, ausländische Vehikel betreiben und Wertzuwächse in Deutschland unversteuert bleiben. Dies würde volkswirtschaftlich einen Vermögenstransfer und Kontrollverlust bedeuten. Die Ausblendung der Wohnungswirtschaft ist hierbei in hohem Maße kontraproduktiv,

da der Prozess der Privatisierung hierdurch nicht aufgehalten, sondern eher beschleunigt wird.

Ein erfolgreicher REIT-Markt in Deutschland sollte folglich sowohl über börsennotierte als auch nicht-börsennotierte Vehikel verfügen, um Investoren und Initiatoren, die über unterschiedliche Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, ein marktgerechtes Spektrum an Alternativen zu bieten. REITs sind ein innovatives, neues Immobilienanlageprodukt, welches die Möglichkeit zur Trennung von immobilien- und portfoliobezogenen Dienstleistungen bietet und kapitalmarktfähig ist. Ein REIT mit Wahlfreiheit zur Börsennotierung unter Aufsicht ist keine Mischung oder Nachfolger der bestehenden Vehikel in Deutschland. Insbesondere aufgrund der mittelständischen Struktur und Besonderheiten des deutschen Immobilienmarktes ist er von essenzieller Bedeutung. Folglich wird eine Wahlfreiheit zur Börsennotierung im Sinne eines dualen REIT-Regimes empfohlen. Die Wahlfreiheit zur Börsennotierung ist hierbei ein essenzieller Beitrag für die Leistungsfähigkeit und den Erfolg eines REIT-Segmentes in Deutschland.

Quellenverzeichnis

ARZAC, Enrique R. (1986): Do your business units create shareholder value, in: Harvard Business Review, Vol. 64. No. 1, pp. 121-126.

AUSTRALIAN GOVERNMENT (2006a): Department of Families, Community Services and Indigenous Affairs, <<http://www.facs.gov.au>>, Abrufdatum: 18.04.2006.

AUSTRALIAN GOVERNMENT (2006b): FACS, <<http://www.facs.gov.au/seniors/imyc2002/managed.htm#property>>, Abrufdatum: 18.04.2006.

AUSTRALIAN PRUDENTIAL REGULATION AUTHORITY (2006): Overview, <www.apra.gov.au>, Abrufdatum: 18.04.2006.

AUSTALIAN PROPERTY COUNCIL (2006): Overview, <<http://www.propertyoz.com.au/>>, Abrufdatum: 19.04.2006.

BAUM, Andrew (2000): Real Estate Investment: Tactics and Strategies, London

BLACK, Andrew/ WRIGHT, Philip/ BACHMANN, John E./ WATERHOUSE, Price (1998): Shareholder Value für Manager – Konzepte und Methoden zur Steigerung des Unternehmenswertes, Frankfurt am Main.

BÖRSEN-ZEITUNG (2006a): REITs küssen britische Immobilienaktien wach Branchenriesen stehen zur Umwandlung bereit, Nummer 63, 30.03.2006, S. 2.

BÖRSEN-ZEITUNG (2006b): Fortress treibt Platzierung von Wohnungen voran Holding aus Gagfah, Nileg und Woba - Lehman hat Chancen als Konsortialbank - IPO in London möglich, Nummer 78, 22.04.2006, S. 9.

BRITT, Phillip (2004): Another Avenue – Unlisted REITs, in: Real Estate Portfolio, Special Issue, November/December 2004.

BRUEGGEMANN/FISCHER (2005): Real Estate Finance and Investments, 12. Aufl., New York.

BULWIENGESA (2006): Immobilien-Neuanlagen institutioneller Investoren , München.

Bundesbank (2006): Mittelaufkommen inländischer Publikumsfonds / Offene Immobilienfonds, <http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?func=row&tr=wu0040>, Abrufdatum: 03.04.2006.

BVI – Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2006a): BVI-Gesamtstatistik – Vermögen aller Investmentfonds und Mandate der freien Finanzportfolioverwaltung (FPV) des BVI-Mitgliederkreises und angeschlossener Einheiten am und für den deutschen Markt, < http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/statistikwelt/fondsstatistiken/aktuelle_statistiken/gesamtstatistik/downloads/gfs05q4.xls>, Abrufdatum: 26.04.2006.

BVI – Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2006b): Überblick – Anzahl, Fondsvermögen und Mittelaufkommen der Publikumsfonds, März 2006, <http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/statistikwelt/fondsstatistiken/aktuelle_statistiken/fv_ma_monat/detail_uebb_feingr/downloads/ufg0603.pdf>, Abrufdatum: 26.04.2006.

CORPORATIONS AMENDMENT ACT (1991): < http://www.austlii.edu.au/au/legis/cth/num_act/ahcaa1991n421991532/>, Abrufdatum: 18.04.2006.

CARPENTER, Gary (1998): Capital sources are forever changing real estate industry. in Seattle Daily Journal of Commerce, 12. März 1998, Seattle.

CBRE (2005): REITs around Asia, o.O.

CGI – Commerz Grundbesitz-Investmentgesellschaft (2006): Commerz Grundbesitz Gruppe legt als erstes deutsches Immobilienunternehmen einen REIT auf, <[http://hausinvest-euro-pa.de/index.php?id=87&tx_ttnews\[tt_news\]=280&tx_ttnews\[backPid\]=83&cHash=579d5fc920](http://hausinvest-euro-pa.de/index.php?id=87&tx_ttnews[tt_news]=280&tx_ttnews[backPid]=83&cHash=579d5fc920)>, Abrufdatum: 24.04.2006.

CHAPMAN, Parke M. (2004): Unlisted REITs Flush With Capital, in: National Real Estate Investor, 01.01.2004.

CHAPMAN, Parke M. (2006): A New Twist on Unlisted REITs, in: National Real Estate Investor, November 2005.

CIRMANS, C.F. (1999): Governance issues in real estate investing: the case of REITs, RICS Re-search Conference: The Cutting Edge 1999, Storrs (CT).

CITIGROUP (2006): The Wall of Capital, UK REIT Conference 2006.

CNL (2006): Our Business, <<http://www.cnl.com/business.asp>>, Abrufdatum: 22.04.2006.

DEPARTMENT OF TREASURY AND FINANCE (2006): <http://www.dtf.wa.gov.au/cms/df_index.asp>, Abrufdatum: 21.04.2006.

DEUTSCHE BÖRSE (2006): REITs Immobilien auf dem Weg an die Börse – Zugang zu REIT-Investoren weltweit, <http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_content_pool/impoted_files/public_files/10_downloads/33_going_being_public/60_beitraege_gpm/G-REITs_S._74-77.pdf>, Abrufdatum: 22.04.2006.

DIE WELT (2006a): Fortress-Wohnungen sollen schnell an die Börse gebracht werden, <<http://www.welt.de/data/2006/04/25/878217.html>>, Abrufdatum: 25.04.2006.

DIE WELT (2006b): SPD-Linke setzt sich durch beim REIT-Gesetz, <<http://www.welt.de/data/2006/04/26/878631.html>>, Abrufdatum: 25.04.2006.

EPRA (2004): ERPA Global Reit Survey: A comparison of the major REIT regimes in the world, BH Schiphol Airport.

ERNST&YOUNG (2004): International Tax Review - September 2004, London.

ERNST&YOUNG (2005): Market Outlook – Trends in the Real Estate Private Equity Industry.

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

ESCHER, GUDRUN (2005): Schlafender Riese – Von der Einführung Offener Immobilienfonds in Frankreich versprechen sich Experten eine Belebung des Marktes mit internationalen Auswirkungen, in: Raum & Anlage, Ausgabe 28_29.

FARRELL, Christopher (2006): Private REITs' Dividend Draw, Business Week, Issue 3971, 13.02.2006.

FERI INSTITUTIONAL MANAGEMENT/ ebs (2004): FIMSS Real Estate 2004 – Studie zum deutschen Markt für institutionelle Immobilienanlagen, Bad Homburg.

FREITAG, Lutz (2005): Immobilienwirtschaft 2005 – Kommunale Privatisierung im Spannungsfeld zwischen Finanznot und Wohnungspolitik, 12. Handelsblatt Jahrestagung, 12./13. April 2005, Berlin.

GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2005a): Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2005, <[http://www.gdv.de/ Downloads/Jahrbuch/Statistisches_Taschenbuch_2005.pdf](http://www.gdv.de/Downloads/Jahrbuch/Statistisches_Taschenbuch_2005.pdf)> Abrufdatum: 20.04.2006.

GDV – Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (2005b): Jahrbuch 2005 – Die Deutsche Versicherungswirtschaft, <[http://www.gdv.de/Downloads/ Jahrbuch/Jahrbuch_2005.pdf](http://www.gdv.de/Downloads/Jahrbuch/Jahrbuch_2005.pdf)>, Abrufdatum: 20.04.2006.

HM TREASURY (2006): Budget 2006 – A strong and strengthening economy: Investing in Britain's future, London.

HSH NORDBANK (2006): Branchenstudie Immobilien, Real Estate Research Oktober 2005, Hamburg/Kiel.

HUGHES, Fraser / ARISSEN, Jorrit (2005): SIIC II will drive the French market further, EPRA Research, Schiphol Airport, Niederlande.

HUGHES, Fraser / ARISSEN, Jorrit (2006): Global Real Estate securities – Where do they fit in the broader market?, EPRA Research, Schiphol Airport, Niederlande.

IFD – INITIATIVE FINANZSTANDORT DEUTSCHLAND (2006a): <http://www.finanzstandort.de/BaseCMP/pages/contentdelivery?CID=5070&JOB_NME=DISPLAY_>, Abrufdatum: 16.04.2006.

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

IFO – Institut für Wirtschaftsforschung e.V. (2005): Die Volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft, Forschungsprojekt im Auftrag von gif – Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Kurzfassung von Kapitel 6. des Schlussberichts, Wiesbaden.

IPD (2005): IPD Directory of UK Property Vehicles 2005, London.

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.

JAPAN MANAGEMENT CONSULTING PARTNERS (2006): <www.japanconsult.com>, Abrufdatum: 18.04.2006.

JÖNSSON, Annette (2006): Allco Commercial prices first pan-Asian REIT, in: <www.financeasia.com>, Abrufdatum: 18.04.2006.

KEMPEN & Co (2005): French Property Sector – Wakening of a sleeping giant, 25.11.2005.

KPMG (2006): REITs – The Decision to Convert, UK-REIT Conference 2006: Unlocking the opportunities, London.

LIZIERI, Colin/WARD, Charles (2004): Financial Innovation in UK Property Markets: A Review of Trends and Prospects, Reading.

LOIPFINGER, Stefan (2006): Marktanalyse der Beteiligungsmodelle 2006, Rosenheim.

LUXENBERG, Stan (2005): Why Public REITs Are Going Private, in: National Real Estate Investor, 01.12.2005.

MIA (2004): Managed Investment Assessments – The Unlisted Property Market Report, August 2004.

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.

NAREIT (2003): International Tax Treatment of REITs, <<http://www.nareit.com/portfoliomag/03sepoct/table.shtml>>, Abrufdatum: 12.03.2006

NAREIT (2004): Promoting More Flexible Investment in Property – Response to HMT & Inland Revenue Consultation Document, 14.07.2004.

NAREIT (2005): Spotlight on Asia, Special Issue, November/Dezember 2005.

NAREIT (2006): www.investinreits.com, Abrufdatum: 20.04.2006.

OPC (2006): The indirect property market in Europe, The OPC bi-annual report, Nr. 5, Reading.

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

PIR (2006)

POPOVEC, Jennifer (2006): Getting Real About Real Estate, <http://registeredrep.com/mag/finance_getting_real_real/index.html>, Abrufdatum: 20.04.2006.

RAPPAPORT, Alfred (1986): Creating shareholder value – the new standard for business performance, New York.

RAPPAPORT, Alfred (1999): Shareholder value – Ein Handbuch für Manager und Investoren, 2te, vollständig überarbeitete und aktualisierte Auflage, Stuttgart.

REICHEL, Reiner (2006): Versicherer skeptisch bei REITs, in Handelsblatt: <<http://www.handelsblatt.com/pshb?fn=tt&sfn=go&id=1195134>>, Abrufdatum: 21.02.2006.

RER (2003): RER Proposal Regarding Controlled Entities Eligible for REIT Status, 21.08.2003.

REUTERS (2006): Zeitung: Fortress-Immobilien sollen bald an die Börse, <http://de.today.reuters.com/news/newsArticle.aspx?type=companiesNews&storyID=2006-04-22T123503Z_01_MAI245295_RTRDEOC_0_DEUTSCHLAND-FIRMEN-FORTRESS.xml&archived=False>, Abrufdatum: 22.04.2006.

RUNDE Ortwin/ PRONOLD, Florian (2006): Heuschrecken vor der Wohnungstür? Diskussionspapier zur Einführung von REITs (Real Estate Investment Trusts) in Deutschland, Berlin

SCHULTE, Karl-Werner / Gier, Sonja (2005): Das Immobilienvermögen der Corporates – Eine Analyse des Immobilienvermögens deutscher börsengehandelter Unternehmen, ebs Department of Real Estate, Arbeitspapier Nr. 6, Oestrich-Winkel.

SCHULTE, Karl-Werner/SOTELO, Ramon (2004): Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 2/2004.

SEC (2006): Securities and Exchange Commission, www.secinfo.com, Abrufdatum: 18.04.2006.

SECURITIES COMMISSION MALAYSIA (2006): <<http://www.sc.com.my/>>, Abrufdatum: 18.04.2006.

SIEBEL, Rudolf (2006): Die gegenwärtigen Rahmenbedingungen für Offene Immobilienfonds aus Sicht des BVI, IHK Fachausschuss Finanzdienstleistungen, 8. März 2006,

Frankfurt a.M., <http://www.bvi.de/export/sites/internet/de/infocenter/publikationen/sonstige_informationen/offene_immobilienfonds/ihk_rs_f_06/ihk_rs_oif_160306.pdf>, Abrufdatum: 24.04.2006.

SIREO RESEARCH (2006): Deutschlandstudie 2006, Heusenstamm.

SMITH, Ray A. (2003): Steady Private REITs – An Attractive Alternative, The Wall Street Journal Online, 25.02.2003.

SOTELO, Ramon (2006a): Perspektive deutsche REITs – ein Paradigmenwechsel nur für den Immobilienanlagemarkt?, Vortrag auf der CIMMIT 2006, Frankfurt.

SOTELO, Ramon (2006b): REITs, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter (Hrsg.): Handbuch Real Estate Private Equity, Auflage 1, Köln. Voraussichtliches Erscheinungsdatum: September 2006.

STB RESEARCH (2006): News Release: 2005 Market Survey Results of Private Placement Real Estate Funds, <http://www.stbri.co.jp/library/PDF/release/release_20060130_e.pdf>, Abrufdatum: 20.4.2006.

STOSCHEK, Uwe/ KRENZ, Roland (2003): Frankreich führt REIT-Konzept ein.

UBS (Hrsg.) (2004): Real Estate Investment Trusts - Time is now, London.

UBS (Hrsg.) (2006): Global Real Estate Investment – Vol. II: The world is becoming flatter, Hartford (CT).

ULI JAPAN (2005): Summer Conference 2005, <www.japan.uli.com>, Abrufdatum: 18.04.2006.

VÄTH, Arno (1999), Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT : Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Band 11, Köln.

Wu Yue (2006): The Development of REITs in Asia, präsentiert auf Pacific Rim Real Estate Society Conference, Januar 2006, Auckland.

ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung / ebs – European Business School, Department of Real Estate (2005): Real Estate Investment Trusts (REITs) – Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussbe-

rechts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, Mannheim.