4 Real Estate Investment Trusts

Stephan Bone-Winkel
Ramon Sotelo
Arno Väth
Martin Becker

Inhaltsverzeichnis

1 **Einleitung** ... 510

2 **Internationale Erfahrungen** ... 511
2.1 Entstehungsgeschichte in den USA ... 511
2.2 Globalisierung von REITs ... 512
2.3 Wesentliche wirtschaftliche Eigenschaften von REITs ... 513

3 **Der Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen in Deutschland** ... 515
3.1 Analyse des bestehenden deutschen Immobilien-Aktienmarktes ... 515
3.2 Positionierung Deutscher REITs ... 516

4 **Kernaspekte einer Best-Practice-Regulierung deutscher REITs** ... 520

5 **Zusammenfassung** ... 523

6 **Literaturverzeichnis** ... 523

1 Einleitung

Real Estate Investment Trusts (REITs) haben sich insbesondere in den letzten 10 Jahren international als Standardprodukt für indirekte Immobilienanlagen etabliert. Allgemein wird dabei ein REIT als geschlossenes, börsennotierbares Vehikel verstanden, das eine steuertransparente Struktur ermöglicht und dessen Einkünfte annähernd vollständig an die Investoren ausgeschüttet werden [1]. Auch in Deutschland wird die Einführung von REITs noch 2007, spätestens jedoch vor Ablauf der aktuellen Legislaturperiode bis 2009 erwartet. Auch wenn der letztendliche Einführungsstichtag schwer prognostiziert werden kann, ist der Einzug von REITs in den deutschen Markt bereits aufgrund europäischer Entwicklungen und Regulierungen nicht aufzuhalten [2].

Der deutsche Immobilien-Anlagemarkt unterscheidet sich allerdings fundamental von anderen Immobilien-Investmentmärkten: Während sich anderorts die handelbare, indirekte Immobilien-Anlageform durchsetzen konnte, finden hiesige Investitionen in indirekten Immobilienanlagen fast ausschließlich im nicht börsengehandelten Markt statt.

REITs können durch ihre maßgebliche Eigenschaft eines spezialisierten Anlagevehikels gerade im deutschen Markt aus Anlegersicht für das Portfoliomanagement eine herausragende Rolle einnehmen: Kleinanlegern und Institutionellen wird anhand dieses Vehikels die Möglichkeit geboten, in hoch spezifische Immobilienanlagen zu investieren, deren Performance auch von der fokussierten Managementkompetenz beeinflusst wird. So haben REITs international insbesondere in service- und managementintensiven Immobilienarten eine besondere Kompetenz entwickelt, die dem breiten Anlegerspektrum in Deutschland bislang nicht in fungibler Form zur Verfügung steht. Durch die Kombination herkömmlicher gewerblicher Immobilien-Anlagevehikel in Form von REITs oder Fonds und die zusätzliche Beimischung spezialisierter REITs mit spezifischem Rendite-Risiko-Profil, haben Investoren die Chance,

Effizienzvorteile auf Anlegerebene im Multi-Asset-Portfolio optimal zu realisieren.

Das folgende Kapitel veranschaulicht daher internationale Erfahrungen mit REITs und leitet daraus die wesentlichen Eigenschaften dieser Asset-Klasse ab. Daraufhin werden traditionelle Anlageformen in Deutschland mit REITs gegenübergestellt, um schließlich deren Positionierung im deutschen Immobilien-Anlageuniversum zu determinieren. Zuletzt werden unter Berücksichtigung der wesentlichen Charakteristika des deutschen Immobilien-Anlagemarktes wesentliche Rahmenbedingungen abgeleitet, die für den nachhaltigen Erfolg des deutschen REITs hervorzuheben sind.

2 Internationale Erfahrungen

2.1 Entstehungsgeschichte in den USA

In den USA wurden REITs 1960 als indirektes Immobilien-Anlagevehikel eingeführt. Von ihrem konzeptionellen Grundgedanken her kommen REITs den offenen Immobilienfonds nahe, da sie ebenfalls die indirekte, kleinteilige Investition in Immobilien ermöglichen. In den letzten 45 Jahren wurde die Regulierung von REITs durch diverse Gesetzesänderungen gelockert bzw. angepasst, um zum einen ihre Wettbewerbsfähigkeit zu steigern und zum anderen das Anlagevehikel an die Interessen der privaten und institutionellen Investoren anzupassen. Eine besonders hervorzuhebende Gesetzesänderung war der Tax Reform Act (TRA) von 1986, durch den sich die Wettbewerbssituation von REITs entscheidend veränderte. Insbesondere wurde hierdurch die Verpflichtung zum externen Management abgeschafft. Seitdem hat sich das interne Management von REITs am Markt durchgesetzt, was der Reduktion der Interessenkonflikte zwischen den Anteilseignern und den REIT-Managern dient. 1992 wurde mit der Einführung des Umbrella Partnership REITs (UPREIT) ein weiterer wichtiger Meilenstein in der Entwicklung des amerikanischen REIT gelegt. Die UPREIT-Konstruktion kombiniert eine Partnership-Struktur ähnlich dem deutschen KG-Modell mit einer REIT-Struktur, wodurch es Immobilienunternehmen, den amerikanischen Pendants zu geschlossenen Immobilienfonds und insbesondere auch Projektentwicklern ermöglicht wurde, ihre Immobilien in einen REIT einzubringen, ohne dabei unmittelbar die Besteuerung der stillen Reserven auszulösen [3].

Bis 1993 waren REITs durch restriktive Streubesitzkriterien in ihrem Erfolg am Kapitalmarkt ebenfalls eingeschränkt. Insbesondere die sog. „Five-or-fewer-rule" reglementierte die Anteile der fünf größten Investoren auf maximal 50 % des Wertes der gesamten Anteile. Die Anlage großer institutioneller Investoren war dadurch erheblich eingeschränkt. Durch den „Omnibus Budget Reconciliation Act" von 1993 wurde diese strukturelle Schwäche des US-REITs vom Gesetzgeber dadurch behoben, dass fortan für das Streubesitzkriterium die Begünstigten von Pensionsfonds als einzelne Investoren gezählt wurden. Dadurch wurde das Streubesitzkriterium de facto außer Kraft gesetzt, und der REIT-Markt verzeichnete seitdem ein sehr großes Wachstum. Weitere Deregulierungen zielten insbesondere auf die Zulassung von gewerblichen

Nebenaktivitäten in geringem Maße zum einen durch den REIT selbst (REIT Simplification Act von 1997) und zum anderen durch steuerpflichtige Tochtergesellschaften (REIT Modernization Act von 1999) ab. Zudem wurden im Jahr 2004 die steuerlichen Konsequenzen beim Verstoß gegen die Strukturmerkmale von REITs erheblich abgeschwächt.

Die oben skizzierten gesetzlichen Maßnahmen zeigen deutlich, dass der Erfolg des REIT-Modells in den USA erst durch sehr weitgehende Anpassung an die Bedürfnisse institutioneller Investoren ermöglicht wurde. Denn erst in den 1990er Jahren, nachdem die wesentlichen Änderungen für REITs durchgesetzt wurden, konnte sich ein eigenes und erfolgreiches REIT-Segment in den USA entwickeln. Diese Erkenntnis des US-Gesetzgebers sollte auch Muster und Leitbild für die REIT-Einführung in Deutschland sein. Sofern die US-amerikanischen Erfahrungen sowie die wesentlichen Schwächen in der REIT-Gesetzgebung anderer Länder für Deutschland berücksichtigt werden, kann mit einem wesentlich schnelleren Marktwachstum in Deutschland gerechnet werden.

2.2 Globalisierung von REITs

Amerika

Ähnlich den deutschen offenen Immobilienfonds gibt es auch in Kanada eng verwandte Fondskonstruktionen, die insbesondere privaten Anlegern die Möglichkeit zur indirekten Immobilieninvestition ermöglichten. Kanadische REITs (Mutual Fund Trusts – MFTs) entstanden infolge der kanadischen Immobilienkrise Ende der 1980er Jahre und dem daraus resultierenden Versagen des Marktes für offene Immobilienfonds: Die Abwertung der Fondsimmobilien führte zu sehr hohen Rückgabequoten, denen kanadische offene Immobilienfonds aufgrund der gesunkenen Immobilienpreise sowie der mangelhaften Fungibilität des Immobilienvermögens nicht nachkommen konnten. In einer ersten Phase der REIT-Einführung wandelten sich 1993 zunächst drei große offene Immobilienfonds in an der Börse handelbare geschlossene Immobilienfonds (kanadisches REIT-Pendant) um [4].

Australien

Wie in Kanada haben auch in Australien steuertransparente Anlagevehikel in Form des Unit Trust eine lange Tradition. Unter australischen REITs werden zumeist die „Listed Property Trusts" (LPTs) verstanden, die die börsengehandelte Form der Public Unit Trusts darstellen und bereits 1985 durch den australischen Gesetzgeber eingeführt wurden. Auch hier kamen die offenen, nicht notierten Unit Trusts durch Mittelabflüsse in Liquiditätsengpässe, weshalb REITs als weiteres Anlagevehikel eingeführt wurden.

Asien

Im asiatischen Raum wurden in den vergangen Jahren weitere REIT-Regime eingeführt. Infolge der japanischen Immobilien- und Bankenkrise wurden eine Reihe von Investmentreformen, die die Liquidität und den Anlegerschutz steigern sollten, umgesetzt. Seit ihrer Einführung konnten JREITs sehr hohe Wachstumsraten verzeichnen, was einerseits auf die Wiederbelebung des Immobilienmarktes zurückzuführen ist, andererseits jedoch auch durch den Import ausländischen Kapitals, da JREITs in besonderem Maße ein attraktives Investmentvehikel für ausländische Investoren darstellen. Im Jahr 2001 folgte Südkorea mit der Einführung von REITs, 2002 Singapur mit sog. SREITs und 2003 auch Hongkong.

Europa

In Europa wurde das erste REIT-Pendant in den Niederlanden (Fiscale Beleggingsinstelling – BI) bereits 1969 eingeführt. Ähnlich wie in den USA war auch in den Niederlanden die Zielsetzung, Anlegern die Möglichkeit der gewerblichen Immobilieninvestition zu schaffen. Zudem sollte die Einführung von REITs einen Impuls für die Immobilienwirtschaft geben. 1990 wurden auch in Belgien die Voraussetzungen für REITs (Sociétés d'Investissement à Capital Fixe Immobilière – SICAFI) eingeführt. Zielsetzung war es einerseits, ein Pendant zu den niederländischen REITs zu schaffen, andererseits jedoch auch, dem Wohnimmobilienmarkt Kapital zuzuführen. Deshalb hatten REITs zunächst auch einen vorgeschriebenen Anteil an Wohnimmobilieninvestitionen, und der REIT-Markt entwickelte sich erst nach Abschaffung dieser Regelung im Jahr 1995.

In Frankreich wurden in 2003 die sog. SIIC (Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées) als REIT-Pendant einführt. Hier sollte ein konkurrenzfähiges Pendant zu den bestehenden niederländischen und belgischen REITs sowie den deutschen offenen Immobilienfonds geschaffen werden. Zudem sollte der französische Immobilienmarkt belebt und durch die Auflösung und Besteuerung stiller Reserven bei bestehenden Immobilien-Aktiengesellschaften Steueraufkommen generiert werden. Im Jahr 2004 wurde durch eine Erweiterung der Gesetzgebung neben anderen Anpassungen insbesondere auch die steuerbegünstigte Auflösung von stillen Reserven bei der Einbringung von Unternehmensimmobilien in SIIC ermöglicht. Die Einführung von SIIC war in Frankreich aus heutiger Sicht ein Erfolg, da sich alle französischen Immobilien-Aktiengesellschaften zu SIIC umgewandelt haben, und zudem Frankreich im europäischen Vergleich in 2004 den größten Zuwachs an ausländischen Nettoinvestitionen in Immobilienvermögen verzeichnen konnte.

Frankreich bietet durch SIIC heute ausländischen Investoren die geringsten Marktzugangsbeschränkungen. Die positiven Erfahrungen mit REITs im internationalen und europäischen Hintergrund sowie der französische Wettbewerbsvorteil im Wettlauf um den dominierenden Finanzplatz und Standort für Immobilieninvestitionen hat in den letzten Jahren zu einer verstärkten Diskussion um die Einführung weiterer REIT-Regime in Europa geführt. So wurden in 2007 REITs in Großbritannien und voraussichtlich rückwirkend auch in Deutschland REITs eingeführt.

2.3 Wesentliche wirtschaftliche Eigenschaften von REITs

Rechtsform

REITs sind zwar durch ihre Namensgebung als Trustgesellschaft bzw. Trust gekennzeichnet, haben jedoch nicht zwangsläufig diese Rechtsform. So haben REITs in den USA und in anderen Ländern unterschiedliche Rechtsformen, zum einen als Trustgesellschaft, als Fondskonstruktion, als Asset-Managementunternehmen oder als Kapitalgesellschaft. Entscheidend hierbei und in allen Ländern gemein ist die Übertragbarkeit der Anteile an einem REIT sowie die steuerliche Transparenz des Vehikels. Dabei besteht in den meisten internationalen REIT-Regimen kein Zwang zum Börsenhandel der Anteile; international ist das duale REIT-Regime mit börsengehandelten und nicht börsengehandelten REITs weit verbreitet.

Fungibilität

Ein einheitliches Strukturmerkmal von REITs ist die Übertragbarkeit der Anteile und das Fehlen einer Rücknahmeverpflichtung. In Australien, wo REITs als Trusts konzipiert sind, haben nicht börsengehandelte REITs ebenfalls eine Rücknahmeverpflichtung ähnlich dem deutschen offenen Immobilienfonds. Die Anteilseigner können ihre Anteile jedoch nur alle zwölf Monate zurückgeben. Aufgrund der Rücknahmeverpflichtung bei nicht börsengehandelten REITs werden bei der Betrachtung von australischen REITs deshalb i. d. R. ausschließlich die börsengehandelten REITs ohne Rücknahmeverpflichtung betrachtet. In den anderen Ländern wird hier zwischen private und public REITs, d. h. nicht börsengehandelten und börsengehandelten REITs unterschieden.

Durch das Fehlen der Rücknahmeverpflichtung ergibt sich die entscheidende wirtschaftliche Eigenschaft der REITs, die sich insbesondere durch einen hohen Spezialisierungsgrad auszeichnen. Hieraus ergeben sich die diversen Vorteile wie beispielsweise Managementkompetenz und Marktführerschaft. Dies ist nur möglich, sofern die Vermögensgegenstände nicht kurzfristig liquidierbar sein müssen. Die an der Börse gehandelten REIT-Anteile sind allerdings durch den Handel am geregelten Sekundärmarkt dennoch für den Investor ebenso fungibel.

Anlage-, Ertrags- und Ausschüttungsvorschriften

REITs müssen, um den steuertransparenten Status zu erlangen, primär in Immobilienvermögen investieren bzw. Erträge aus Immobilienvermögen generieren. Dadurch wird gewährleistet, dass sie als Immobilien-Anlagevehikel genutzt werden können. Durch übermäßige gewerbliche Aktivitäten würden sie nicht der Anforderung nachkommen, die Performance bzw. Renditeeigenschaften von Immobilien-Direktanlagen abzubilden. Um dies zu gewährleisten, ist nicht alleine die Vermeidung der Doppelbesteuerung sondern insbesondere auch die primäre Investition in Immobilienvermögen erforderlich. Erst dadurch, dass REITs keine Rücknahmeverpflichtung haben, ist die Spezialisierung auf einzelne Immobilientypen und ein geringer Anteil liquider Mittel im Vermögen möglich.

Ebenfalls müssen REITs einen Großteil (80 bis 100 %) ihrer Erträge an die Anteilseigner ausschütten. Die hohe Ausschüttungsquote ist ebenfalls aus der Renditegleichstellung mit der Immobilien-Direktanlage begründet. Die genaue Festsetzung der Ausschüttungsquote geht hingegen international mit der steuerlichen Behandlung der einbehaltenen Gewinne einher. So werden einbehaltene Gewinne in manchen Ländern regulär auf REIT-Ebene besteuert. Dadurch lässt sich steueraufkommenstechnisch eine niedrigere Ausschüttungsverpflichtung rechtfertigen. In anderen Ländern sind Einkünfte aus Immobilienvermögen prinzipiell auf Unternehmensebene von der Steuer befreit, weshalb sie ebenfalls zu höheren Ausschüttungsquoten ausgeschüttet werden müssen, damit die Besteuerung der Gewinne sichergestellt ist.

Steuertransparenz

Wesentliches Strukturmerkmal von REITs ist zudem der steuertransparente Status, d. h. die Einkünfte werden ohne eine Besteuerung auf Unternehmensebene an die Anteilseigner durchgeleitet. Erst dadurch werden die Anleger steuerlich einer Direktinvestition in Immobilien gleichgestellt. In den internationalen REIT-Regimen, die ebenfalls gewerbliche Nebenaktivitäten zulassen, sind ausschließlich die Erträge aus qualifizierenden Immobilienanlagen von

der Besteuerung auf REIT-Ebene befreit. Die Nebenaktivitäten unterliegen i. d. R. der gewöhnlichen Unternehmensbesteuerung. Die Ausschüttungen werden auf Anteilseignerebene entweder in Immobilieneinkünfte (Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung) und gewöhnliche Dividenden (Einkünfte aus Kapitalvermögen) aufgeteilt und getrennt besteuert, oder – wie es die Regel ist – auch die Immobilieneinkünfte werden in Dividenden umqualifiziert.

3 Der Markt für börsengehandelte Immobilienanlagen in Deutschland

3.1 Analyse des bestehenden deutschen Immobilien-Aktienmarktes

Markt-entwicklung

Deutsche Immobilienaktien werden erst seit Mitte der 1990er Jahre als eigene Aktienkategorie wahrgenommen, allerdings ohne sich dabei als eigenes Segment etabliert zu haben. Sie sind insbesondere aus bestehenden Immobilien-Tochtergesellschaften oder Gesellschaften, deren ursprünglicher Geschäftszweck sich gegenüber dem Immobiliengeschäft als weniger profitabel herausgestellt hat, entstanden. Daher ist der Markt der Immobilien-Aktiengesellschaften in Deutschland sehr heterogen, und die Eigentumsverhältnisse zeichnen sich insbesondere durch wenige große Aktionäre und geringen Streubesitz aus. Dadurch sind nur sehr wenige Immobilien-Aktiengesellschaften für institutionelle Investoren als indirekte Immobilienanlage attraktiv. Immobilienaktien konnten sich am Immobilien-Anlagemarkt gegenüber den steuertransparenten geschlossenen und offenen Immobilienfonds bislang nicht durchsetzen.

Wie Abbildung 1 zeigt, unterlagen deutsche Immobilien-AGs im langfristigen Zeitverlauf starken Schwankungen, was zusätzlich auf eine unzureichende Abkopplung der Immobilienaktien als eigenes Börsensegment hinweist.

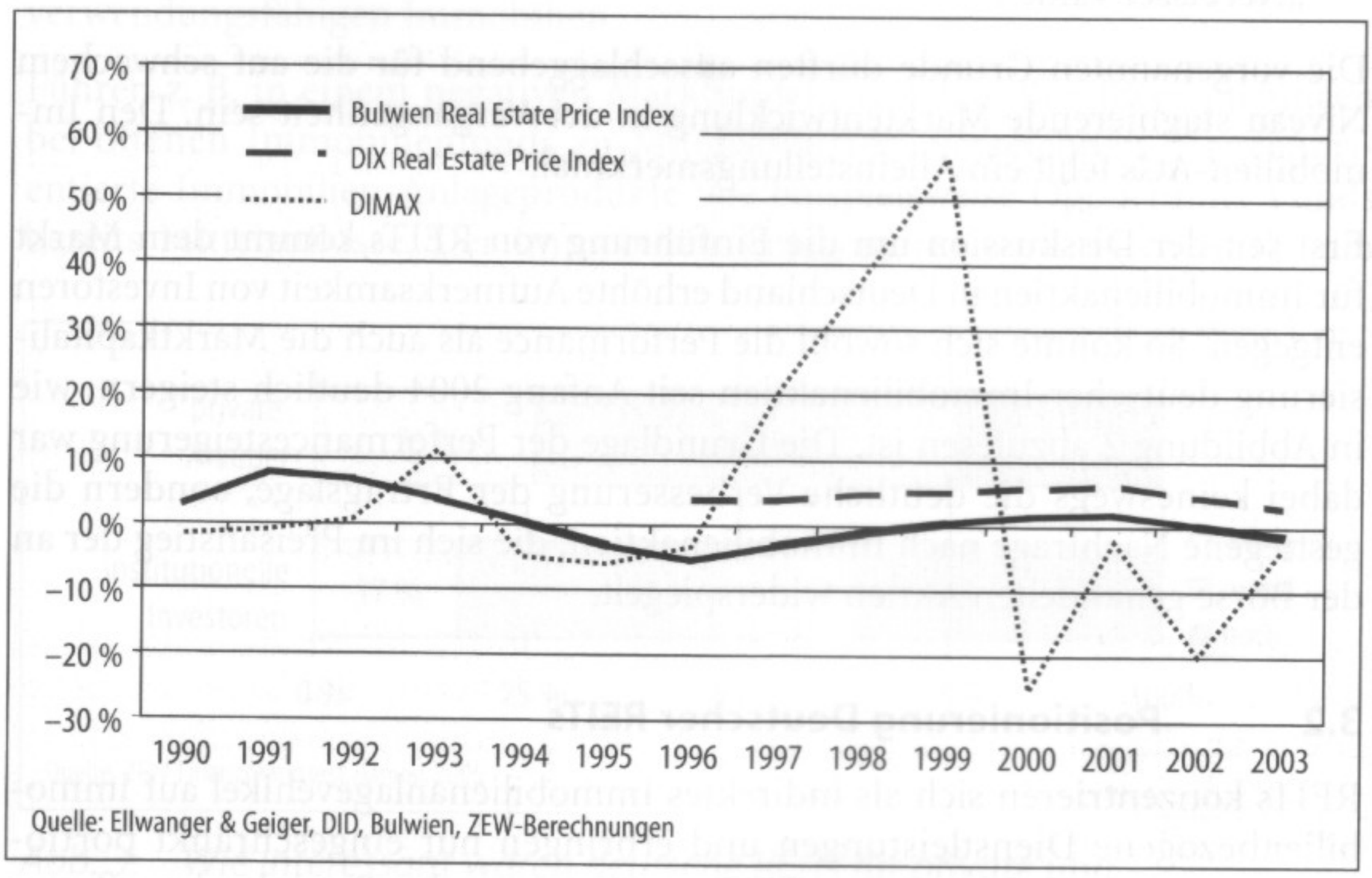

Abb. 1: DIMAX im Vergleich zu deutschen Immobilien-Preisindizes

Deutsche Immobilienaktien des E&G DIMAX hatten im Zeitraum zwischen 1993 und 2003 einen durchschnittlichen Jahreswertzuwachs von 2,3 % [5]. Darüber hinaus hat sich gezeigt, dass das von vielen Immobilien-AGs verfolgte Drei-Säulen-Konzept (Investment plus Projektentwicklung plus Management) von Finanzanalysten als nicht marktgerecht bewertet wird.

Gegenüberstellung mit REITs

Die Entwicklung der deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften ist daher nicht mit der Entwicklung von REITs zu vergleichen. Obwohl die bestehenden Immobilien-AGs auf den ersten Blick den börsengehandelten REITs entsprechen, beschränken sich die tatsächlichen Gemeinsamkeiten auf den nominellen Immobilienbezug (bei Immobilien-AGs im weitesten Sinne), den Börsenhandel und i. d. R. die Flexibilität bei der Fremdfinanzierung. Die bestehenden Immobilien-AGs weisen vor allem folgende Probleme auf:

- uneinheitliches Aktiensegment/keine Standardisierung,
- überwiegend keine klare Ausrichtung auf Immobilieninvestments mit „Institutional Grade"; stattdessen oft zweit- und drittklassige Bestände oder veraltete, nicht mehr betriebsnotwendige Unternehmensimmobilien,
- teilweise immobilienfremde Aktivitäten,
- beschränkte steuerliche Transparenz,
- vergleichsweise niedrige Ausschüttung,
- eingeschränkte Fungibilität (unzureichende Marktkapitalisierung in Verbindung mit einem geringen Streubesitz),
- geringe Rechnungslegungs- und Markttransparenz,
- kaum Akzeptanz bei institutionellen Anlegern,
- überwiegend Aktienbewertung mit Abschlag, d. h. unter „Net Asset Value".

Die vorgenannten Gründe dürften ausschlaggebend für die auf schwachem Niveau stagnierende Marktentwicklung in der Vergangenheit sein. Den Immobilien-AGs fehlt ein Alleinstellungsmerkmal.

Exkurs: Auswirkung der REIT-Diskussion auf den Immobilien-Aktienmarkt

Erst seit der Disskussion um die Einführung von REITs kommt dem Markt für Immobilienaktien in Deutschland erhöhte Aufmerksamkeit von Investoren entgegen. So konnte sich sowohl die Performance als auch die Marktkapitalisierung deutscher Immobilienaktien seit Anfang 2004 deutlich steigern, wie in Abbildung 2 abzulesen ist. Die Grundlage der Performancesteigerung war dabei keineswegs die deutliche Verbesserung der Ertragslage, sondern die gestiegene Nachfrage nach Immobilienaktien, die sich im Preisanstieg der an der Börse gehandelten Aktien widerspiegelt.

3.2 Positionierung Deutscher REITs

Interesse deutscher Anleger

REITs konzentrieren sich als indirektes Immobilienanlagevehikel auf immobilienbezogene Dienstleistungen und erbringen nur eingeschränkt portfoliobezogene Dienstlesitungen. REITs ergänzen so das Produkt der offenen

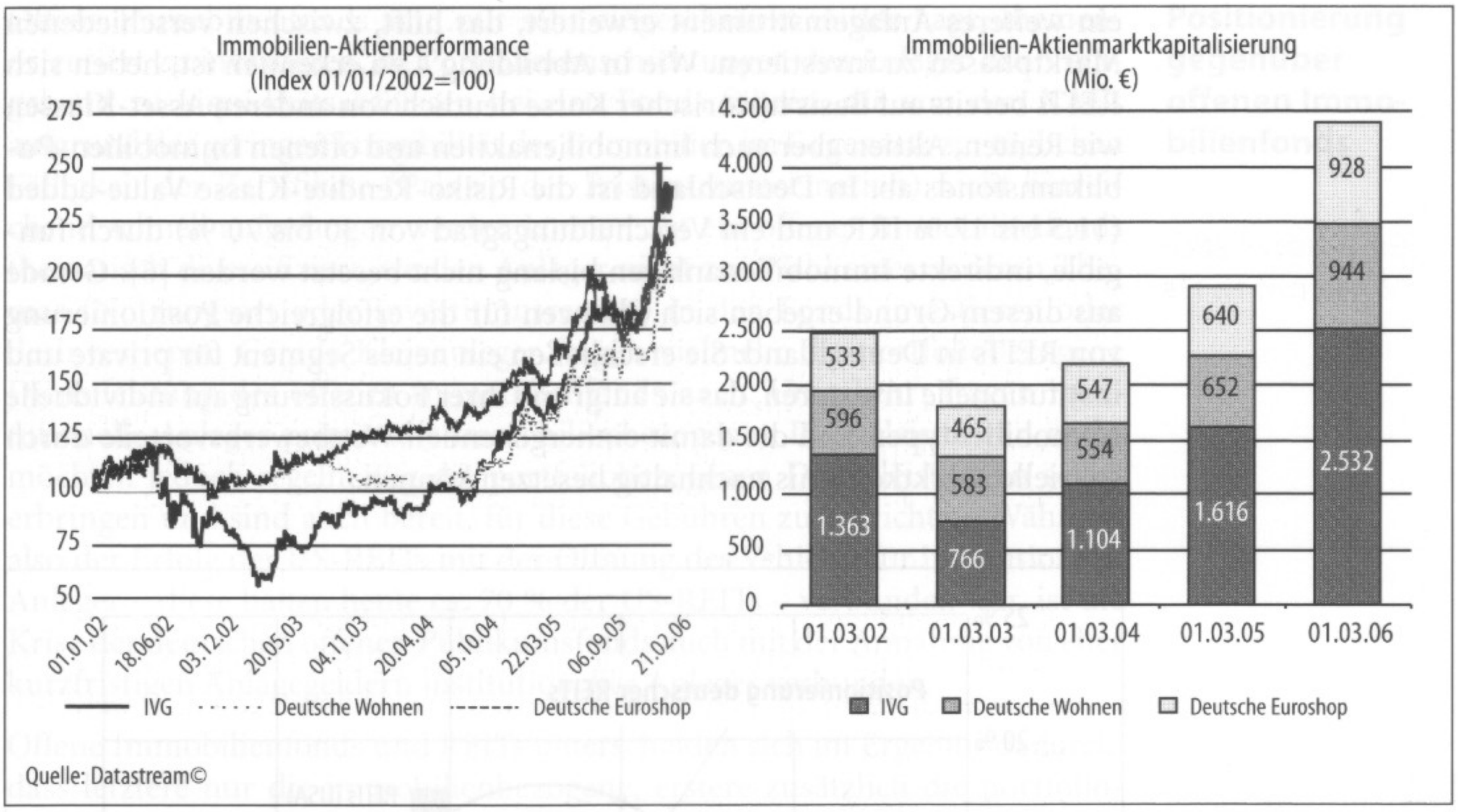

Abb. 2: Performance und Marktkapitalisierung deutscher Immobilienaktien

Immobilienpublikumsfonds, die primär portfoliobezogene Dienstleistungen erbringen. Sofern geschlossene Immobilienfonds aufgrund des Fortgangs der Investition nicht mehr die Einkunftsart Vermietung und Verpachtung bevorzugen, können REITs ein geeignetes fungibles Vehikel für die Desinvestitionen geschlossener Fonds sein. Auch das deutsche Anlegerinteresse an REITs kann als mittel bis hoch eingestuft werden (vgl. Abbildung 3). Schließlich können REITs themenorientierte Investitionen vornehmen und eignen sich daher auch für einen Großteil der derzeit noch von Unternehmen gehaltenen drittverwendungsfähigen Immobilien.

Führen z. B. in einem negativen Marktumfeld verfehlte Renditeerwartungen bei offenen Immobilienfonds zu Mittelabflüssen, verzeichnen chancenorientierte Immobilien-Anlageprodukte wie beispielsweise Opportunity Funds bereits Mittelzuflüsse. Der Immobilien-Anlagemarkt wird durch REITs um

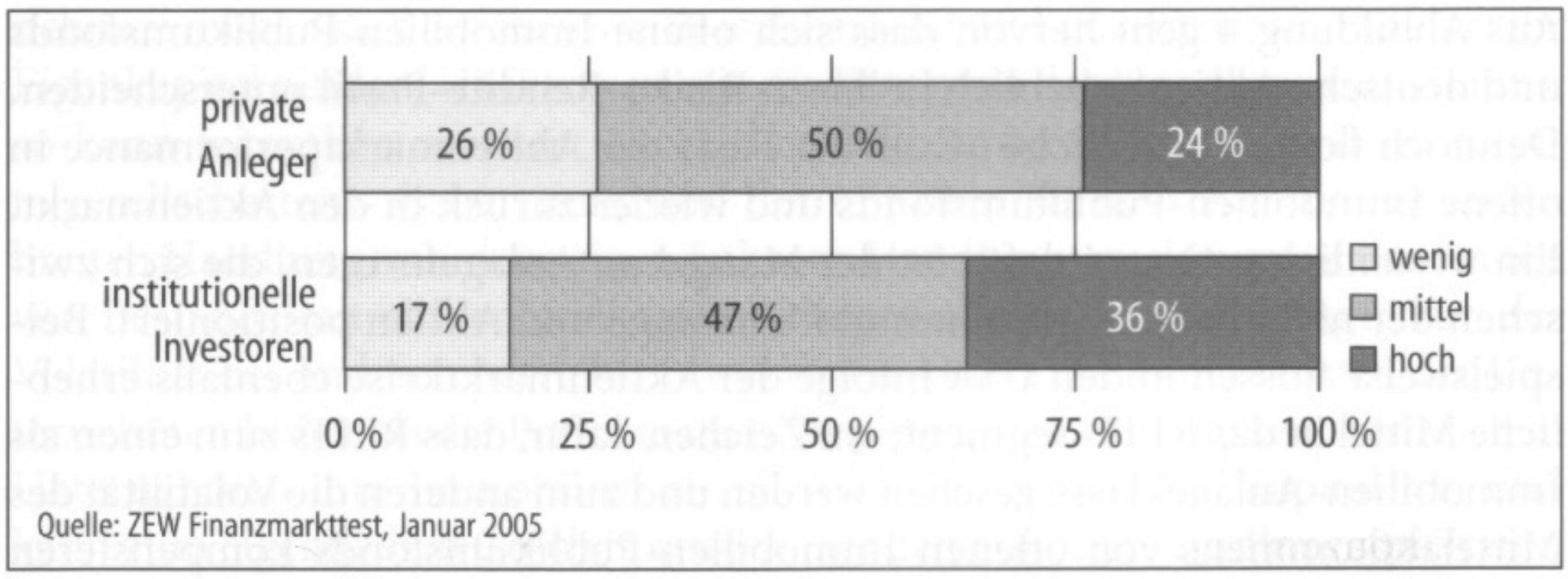

Abb. 3: Wie interessant wären deutsche REITs für private und institutionelle Anleger?

ein weiteres Anlageinstrument erweitert, das hilft, zwischen verschiedenen Marktphasen zu investieren. Wie in Abbildung 4 zu erkennen ist, heben sich REITs bereits auf Basis historischer Kurse deutlich von anderen Asset-Klassen wie Renten, Aktien aber auch Immobilienaktien und offenen Immobilien-Publikumsfonds ab. In Deutschland ist die Risiko-Rendite-Klasse Value-added (11,5 bis 17 % IRR und ein Verschuldungsgrad von 30 bis 70 %) durch fungible, indirekte Immobilienanlagen bislang nicht besetzt worden [6]. Gerade aus diesem Grund ergeben sich Chancen für die erfolgreiche Positionierung von REITs in Deutschland: Sie erschließen ein neues Segment für private und institutionelle Investoren, das sie aufgrund ihrer Fokussierung auf individuelle Immobilientypen und die damit einhergehenden Wettbewerbsvorteile durch spezielle Marktkenntnis nachhaltig besetzen können.

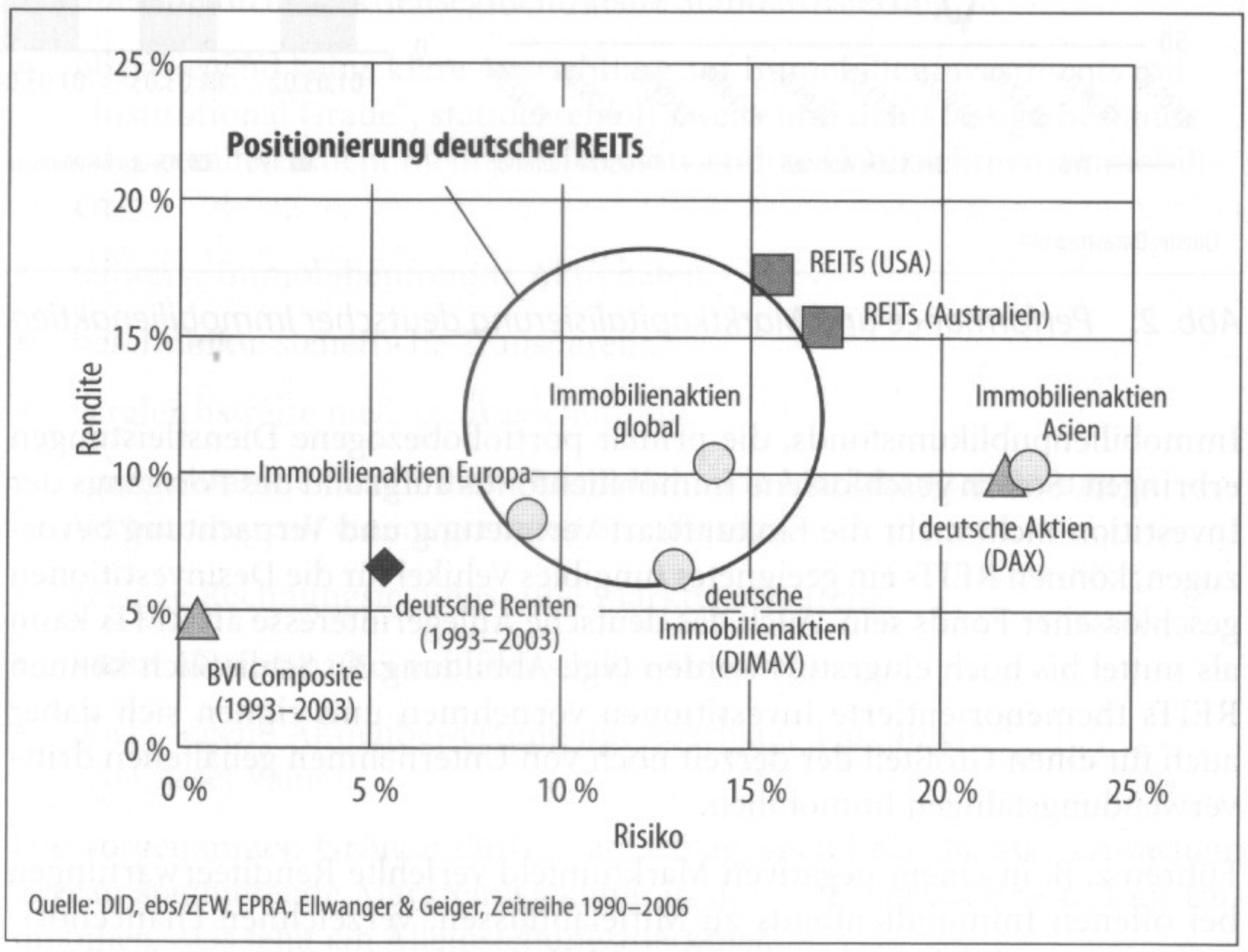

Abb. 4: Positionierung deutscher REITs

Aus Abbildung 4 geht hervor, dass sich offene Immobilien-Publikumsfonds und deutsche Aktien erheblich in ihrem Risiko-Rendite-Profil unterscheiden. Dennoch flossen erhebliche Mittel auf Basis der Aktienmarktperformance in offene Immobilien-Publikumsfonds und wieder zurück in den Aktienmarkt. Ein wesentlicher Grund dafür ist der Mangel an Anlageformen, die sich zwischen der nicht handelbaren Immobilienanlage und Aktien positioniert. Beispielsweise flossen in den USA infolge der Aktienmarktkrise ebenfalls erhebliche Mittel in das REIT-Segment; ein Zeichen dafür, dass REITs zum einen als Immobilien-Anlageklasse gesehen werden und zum anderen die Volatilität des Mittelaufkommens von offenen Immobilien-Publikumsfonds kompensieren könnten, zumindest aber mildern würden.

Positionierung gegenüber offenen Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds sind nur sehr eingeschränkt in der Lage, themenorientiert zu investieren, da Portfolioumschichtungen der Anleger dann umgehend zu Liquiditätsabflüssen bei den Fonds führen, die von den KAGs aufgrund der geringen Fungibilität der Immobilien im Gegensatz zur täglichen Fälligkeit der Zertifikate (Prinzip der Fristentransformation) nicht hinreichend schnell aufgefangen werden können. Ist ein offener Immobilienfonds thematisch diversifiziert, werden Anleger nicht zur Wahl eines anderen Themas (Nutzungsart oder Investitionsregion) in den Fonds investieren oder desinvestieren. Gerade Kleinanleger fragen vielmehr die portfoliobezogene Dienstleistung des offenen Immobilienfonds nach. Umgekehrt fragen institutionelle Anleger primär die immobilienbezogenen Dienstleistungen nach, möchten jedoch regelmäßig die portfoliobezogenen Dienstleistungen selbst erbringen und sind auch bereit, für diese Gebühren zu entrichten. Während also der Erfolg der US-REITs mit der Öffnung des Vehikels für institutionelle Anleger – diese halten heute ca. 70 % der US-REITs – verbunden war, ist die Krise der deutschen offenen Publikumsfonds auch mit der Annahme von eher kurzfristigen Anlagegeldern institutioneller Anleger verbunden.

Offene Immobilienfonds und REITs unterscheiden sich im Ergebnis dadurch, dass letztere nur die immobilienbezogene, erstere zusätzlich die portfoliobezoge Dienstleistung erbringen, und damit sind offene Immobilienfonds primär ein Anlageprodukt für Kleinanleger und REITs eines für institutionelle Anleger. Offene Immobilienpublikumsfonds und REITs stehen folglich nicht im direkten Wettbewerb, sondern ergänzen sich wechselseitig. Auch können REITs ein sinnvolles Anlagevehikel für offene Immobilienfonds werden, weil die Kernkomptenz der offenen Fonds die portfoliobezogene Dienstleistung ist und der Aufbau einer Kernkompetenz in allen relevanten Nutzungsarten weltweit eine Kontradiktion darstellt; weil offene Immobilienfonds nicht in allen Nutzungsarten Kernkompetenz aufbauen können, sollten themenfokussierte REITs zu geeigneten Investitionsvehikeln für die offenen Immobilienfonds werden können. Zudem ist ein effektives Portfoliomanagement für offene Immobilienfonds via REITs wesentlich leichter als mittels Direktanlagen, da sowohl die Transaktionskosten als auch die jeweiligen Mindestinvestitionsvolumina geringer sind.

Geschäftsgegenstand deutscher REITs

REITs sollen laut Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) auch deswegen eingeführt werden, damit ein Vehikel geschaffen wird, das Immobilien aus dem Eigentum der Unternehmen aufnehmen kann. Nichtimmobilienunternehmen mögen sich auf ihr jeweiliges Kerngeschäft konzentrieren und dort ihr Eigenkapital binden. Übertragen wir die Kategorie des Handlungsspielraums, so kann formuliert werden: Nichtimmobilienunternehmen – i. d. R. Kapitalgesellschaften – haben aufgrund des mit dem Kerngeschäft notwendigen breiten Handlungsrahmens einen höheren Handlungsspielraum als das Halten von Bestandsimmobilien verlangt, weswegen allein und unabhängig von der Volatilität der anderen betriebsnotwendigen Aktiva die Kapitalkosten der Unternehmen höher als die Performance der gehaltenen Immobilien sind. Geben Unternehmen ihre Immobilien ab, so wird das gebundene Kapital frei und kann zum eigentlichen Geschäftszweck, der den höheren Handlungsspielraum verlangt, verwendet werden.

Bereits diese Überlegung verdeutlicht, dass bei REITs kein eigenes Portfoliomanagement im Vordergrund der geschäftlichen Aktivitäten stehen soll. In dem Maße, in dem REITs ihre Performance aus Immobilien-Handelsgeschäften bestreiten, steigen die Kapitalverzinsungsansprüche der Anleger, wodurch die Kapitalkosten für die Refinanzierung der Bestände zu hoch werden können, was sich im Ergebnis in einem Disagio zwischen Marktkapitalisierung des REITs zu Net Asset Value (NAV) der gehaltenen Bestände ausdrückt.

Ein zweiter Grund spricht gegen verstärkte Immobilien-Handelsaktivitäten und gewerbliche Zusatzleistungen durch REITs. REITs sollen als Immobilien-Anlageprodukt die Performance von Immobilien nachbilden. Nur dann sind sie als Alternative zu einer Direktinvestition in Immobilien für Investoren (wie z. B. Versicherungen) überhaupt attraktiv. Investoren können bezüglich der Frage der Höhe der Beimischung von gewerblichen immobilienbezogenen Aktivitäten (z. B. verwalten, bauen, makeln) selbst mittels Beimischung entsprechender Werte (z. B. Hochtief, Douglas, Metro, Techem, JLL) ihr Portfolio steuern. Eine direkte Beimischung durch das Management des REITs stellt eine unnötige fehlende Separation unterschiedlich zu finanzierender Tätigkeiten dar und verwässert die Abbildungsmöglichkeit der Immobilienperformance der Bestände im Finanzierungsvehikel.

Die Vorstellung einzelner Manager, durch die geschickte Ausnutzung von Immobilienzyklen mit Immobilien-Handelsaktivitäten die Performance deutlich über die der Underlying Assets zu erhöhen, widerspricht kapitalmarkttheoretischen Überlegungen. David Ling [7] weist empirisch nach, dass Expertenprognosen zur Entwicklung von Immobilienmärkten systematisch nicht besser sind als Zufallsvorhersagen, ein Ergebnis, welches die Random-Walk-Hypothese effizienter Kapitalmärkte aus der neoklassischen Finanzierungstheorie bestätigt. REIT-Manager werden für gute handwerkliche Arbeit in ihrem Kerngeschäft bezahlt und nicht für das Eingehen von Risiken auf der Grundlage von im Aggregat zweifelhaften Prognosen. REITs sollten sich auf ein Immobiliensegment beschränken und in diesem Kernkompetenz erreichen. Investoren können dann mittels REITs indirekt Immobilieninvestitionen vornehmen, mittels REITs auch Portfoliomanagement zur Diversifikation gestalten und gegebenenfalls eigene Meinungen über Zyklen einfließen lassen.

Technisch kann eine Abgrenzung zwischen notwendiger Projektentwicklung und unzulässigen Immobilien-Handelsgeschäften primär über die Haltedauer einzelner Immobilien sowie der durchschnittlichen Haltedauer des Portfolios erfolgen. Unterteilungen des Portfolios in „Bestand" und „Projektentwicklung" allein scheinen nicht weiterführend zu sein, weil der Begriff der Projektentwicklung im engeren Sinne [8] jede Kombination einer Nutzung mit einer Finanzierung und einem Standort umfasst, wodurch eine klare Abgrenzung schwer justiziabel erscheint.

4 Kernaspekte einer Best-Practice-Regulierung deutscher REITs

Nicht börsengehandelte REITs

Die Erhöhung der Fungibilität der Anteile mittels Schaffung eines liquiden Sekundärmarkts mit einem hinreichenden Free Float ist Ziel bei der Implementation von REITs. Eine Pflicht zum Börsenhandel von deutschen REITs

erscheint hingegen nicht eine geeignete Maßnahme zur Erreichung dieses Ziels zu sein und könnte vielmehr das Marktwachstum deutlich behindern [9]:

- Deutschland ist weiterhin ein Land mit gering ausgeprägter Aktienkultur. Das Segment Immobilienaktien ist nicht relevant. Derzeit gibt es in Deutschland keine hinreichende Infrastruktur in Form von Analysten, etc., mit der eine schlagartige Einführung von nur börsengehandelten REITs bewältigt werden könnte.
- Wenn von Anfang 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. Euro an Eigenkapitalmarktkapitalisierung auszugehen, um einen Börsengang zu rechtfertigen. Mit solch einer Maßnahme würden mittelständische Unternehmen von Anfang an von dem Geschäft ausgeschlossen werden, was der großenteils mittelständisch geprägten Struktur im Immobilienmarkt selbst widerspricht.
- Institutionelle Investoren wie Versicherungen möchten zumindest in einer Übergangsphase ihre Investments in nicht börsengehandelten REITs halten können, damit die anfänglich zu erwartende hohe Volatilität nicht direkt in ihre Bücher durchschlägt.
- Aus Gründen der Kapitalmarktdisziplin ist auf ein mögliches Delisting als letzte und härteste Möglichkeit der Disziplinierung von Gesellschaften, die die Erwartungen der Investoren enttäuschen, nicht zu verzichten. Eine Bestrafung in Form der Aufhebung der steuerlichen Transparenz bei Ausübung einer Disziplinierungsmaßnahme durch den Kapitalmarkt wäre ökonomisch kontraproduktiv.
- Insbesondere öffentliche Wohnungsbaugesellschaften könnten sich bei Existenz von REITs, die nicht an der Börse gehandelt sind, zunächst umwandeln, um zu einem späteren, aus der Sicht des Unternehmens sowie der Kapitalmarktsituation geeigneten Zeitpunkt, einen Börsengang anzustreben.
- 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 stufenweisen Übergang zu mehr Fungibilität und Volatilität zu erreichen. In einem ersten Schritt könnten Teile der Portfolios in nicht börsengehandelte REITs umgewandelt werden, anschließend könnte ein Börsenhandel 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.
- Sofern der Gesetzgeber Interesse an einer Beaufsichtigung von REITs durch eine Börsenaufsicht hat, könnte diese auch für REITs, die nicht börsengehandelt sind, vorgeschrieben werden.

Management von REITs

In den USA waren REITs zunächst als Trusts nur mit einer externen Verwaltungsmöglichkeit ausgestattet. Auch mit der Einführung eines internen Managements setzte der Erfolg der US-REITs ein. Ein internes Management

von REITs – häufig gepaart mit einer Beteiligung des Managements am REIT-Vermögen – ist ein geeignetes Mittel, mögliche Interessenkonflikte ex ante zu minimieren. Bei allen Regeln der Transparenz bleibt es dennoch schwer, dem einzelnen institutionellen Anleger eines offenen Spezialfonds zu vermitteln, aus welchen Gründen bei einem Ankauf durch eine KAG, die mehrere Fonds extern verwaltet, das eine Objekt dem einen und das andere Objekt dem anderen Fonds zugeordnet wird. Effiziente Anreizstrukturen ex ante sind sicherlich ein besseres Mittel als ex post Kontrollmechanismen zur Verhinderung opportunistischen Verhaltens. Auch können dann unterschiedliche REIT-Gesellschaften ihr Management mit verschiedenen Anreizsystemen versehen, was bei einer KAG mit mehreren Fonds unglaubwürdig wäre.

Streubesitzkriterien

Wie in Großbritannien wird auch in Deutschland eine Beschränkung von Anteilen an REITs von unter 10 % diskutiert. Hintergrund der Überlegungen sind EU-Richtlinien wie die Mutter-Tochter-Richtlinie sowie eine Reihe von Doppelbesteuerungsabkommen mit EU- und Nicht-EU-Ländern, die zur Folge haben, dass Dividendeneinkünfte bei Beteiligungen von 10 % oder mehr, wenn überhaupt, dann nur noch minimal im Belegenheitsland der Immobilie besteuert werden könnten. Unabhängig von der hier nicht zu erörternden Frage, ob ein Streubesitzkriterium auch den Anforderungen aller von Deutschland abgeschlossenen Doppelbesteuerungsabkommen bei Dividendeneinkommen dem Ziel der hinreichenden Besteuerung von Einkünften im Belegenheitsland gerecht werden könnte, muss ein solches Streubesitzkriterium aus finanzierungstheoretischen Gründen sowie angesichts der legitimen Interessen deutscher institutioneller Investoren als Kapitalsammelstellen wie offene Immobilienfonds und Versicherungen vehement abgelehnt werden. So würde einerseits die Kapitalmarktdisziplin in unvertretbarer Weise beschränkt, wenn bei einer Übernahme eines REITs bereits bei Ansammlung von 10 % die steuerliche Transparenz oder Dividendenbezugsrechte gefährdet würden, und andererseits ist die Marktstruktur der Versicherungen und der offenen Immobilienfonds so, dass bei Umwandlung substanzieller Teile der Portfolios in REITs die Anleger umgehend mindestens 10 % halten würden, anders formuliert, ein wesentlicher Teil des Anlegermarkts mit einem Streubesitzkriterium praktisch vom Markt ausgeschlossen wäre. Auch öffentliche Eigentümer wären dann nicht mehr in der Lage, Teile von Wohnungsbaugesellschaften mittels REITs zu privatisieren. In den USA wurde im Laufe der Zeit diese Lektion gelernt; mit dem Omnibus Budget Reconciliation Act von 1993 sind alle Streubesitzkriterien für Kapitalsammelstellen de facto aufgehoben.

Steuertransparenz von REITs

Wenngleich die steuerliche Transparenz von REITs als ein konstitutives Merkmal dieses Vehikels erkannt werden kann, erscheint es doch sinnvoll, auch ökonomische Gründe für die Legitimität der steuerlichen Transparenz zu erfassen. Umgekehrt können aus der Begründung der steuerlichen Transparenz auch Rückschlüsse über die notwendige Gestaltung von REITs gezogen werden. So ergibt sich die ökonomische Legitimität der steuerlichen Transparenz von REITs in Deutschland – nach der Abschaffung der Anrechenbarkeit der Körperschaftssteuer auf die Einkommensteuer mit der Steuerreform von 1999/2000 – nicht aus einer vermeintlich notwendigen Gleichbehandlung gegenüber Anlegern offener Immobilienfonds oder anderer REIT-Strukturen, sondern aus dem mit dem reduzierten Handlungsspielraum von REITs ver-

bundenen Fremdkapitalcharakter. Schließlich gilt die Körperschaftssteuer und das Halbeinkünfteverfahren auch nur für Eigenkapitalverzinsungen, also Gewinne, während Kreditzinsen als Kosten vom Gewinn abgezogen werden und „steuertransparent" an die Gläubiger ausgezahlt werden, die diese letztlich als Haushalte bei der Einkommensteuerveranlagung zum individuellen Grenzsteuersatz versteuern. International sind Zinseinnahmen aus Fremdkapital oder FK-ähnlichen Finanzierungen stets für den Schuldner steuertransparent, während Gewinne (also die Verzinsung des Eigenkapitals) regelmäßig auf der Gesellschaftsebene versteuert werden.

REITs sind also in ihren geschäftlichen Aktivitäten auch aus steuerlichen Gründen so zu beschränken, dass der Handlungsspielraum ähnlich wie beim Fremdkapital deutlich reduziert ist. Ein unbeschränkter Handlungsspielraum von REITs hätte zur Folge, dass es zu einer Wettbewerbsverzerrung zwischen Bauträgern als Kapitalgesellschaften und REITs kommen würde.

5 Zusammenfassung

REITs, die zunächst in den USA als indirektes Immobilien-Anlagevehikel mit möglichem Börsenhandel der Anteile eingeführt wurden, finden sich heute mittlerweile in fast allen bedeutenden internationalen Immobilienmärkten. Auch in Deutschland wird die Einführung von REITs in 2007 erwartet, da die Notwendigkeit dieser indirekten Immobilien-Anlageform zur Förderung nachhaltiger ausländischer Investitionen in die inländischen Immobilienmärkte auch hierzulande erkannt wurde.

Hinzu kommt das mangelhafte Entwicklungsstadium des deutschen Marktes für börsengehandelte Immobilienanlagen: Die Marktkapitalisierung deutscher Immobilien-AGs macht einen Bruchteil des gesamten Immobilienmarktes aus und konnte erst seit der REIT-Diskussion eine bessere Performance aufweisen. Die Einführung von REITs bietet die Chance, ein eigenständiges Börsensegment für Immobilienanlagen in Deutschland zu etablieren.

REITs stellen somit für Deutschland eine neue Anlageform dar, die sich als eigenständiges Marktsegment mit spezifischen Risiko-Rendite-Eigenschaften neben bestehenden Anlagen positionieren und so auch aus Perspektive des Portfoliomanagements neue Diversifikationspotenziale erschließen kann. Der nachhaltige Erfolg des deutschen REITs kann allerdings nur sichergestellt werden, sofern die regulatorischen Rahmenbedingungen einerseits die internationalen Erfahrungen und andererseits die spezifischen Charakteristika der bestehenden deutschen Immobilien-Anlagemärkte berücksichtigen.

6 Literaturverzeichnis

[1] ZEW – Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung/ebs – European Business School, Department of Real Estate: Real Estate Investment Trusts (REITs) – Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Asset-Klassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs" für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, Mannheim 2005, S. 3.

[2] Schulte, K.-W./Sotelo, R.: Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie (ZIÖ), Wiesbaden 2/2004, S. 45.

[3] Väth, A.: Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT – Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98, Wiesbaden 1999, S. 241.

[4] ZEW, a. a. O., S 28.

[5] ZEW, a. a. O., S. 100.

[6] Definition Value Added in: INREV: Manager Styles in Real Estate – A Model Approach on Non-listed European Real Estate Vehicles, Amsterdam Juni 2004, S. vi.

[7] Ling, D. C.: A Random Walk Down Main Street: Can Experts Predict Return on Commercial Real Estate?, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 27, No. 2, Fullerton 2005, S. 137–154.

[8] Diederichs, J.: Grundlagen der Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, Köln 1996, S. 29.

[9] Vgl. ausführlich: Sotelo, R./Bone-Winkel, S./Pfeffer, T./Schlump, P./Becker, M.: Bedeutung von nicht-börsengehandelten REITs für den Erfolg von REITs in Deutschland, Gutachten im Auftrag des Bundesverband freier Immobilien- und Wohnungsunternehmen e. V. (BfW), Berlin 2006.