

**Prof. Dr. Ramon Sotelo**

**Real Estate Investment Trusts:**  
Immobilien-Anlageprodukte als  
Herrschaftsform

in:

**Handbuch Real Estate Private Equity**  
Herausgegeben von Nico B. Rottke und  
Dieter W. Rebitzer

Immobilien Informationsverlag  
Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2006  
ISBN 3-89984-150-6

## Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung .....	544
2	Neoklassische Finanzierungstheorie und der Ansatz von Williamson .....	546
3	Finanzierungsvehikel als Herrschaftsformen: Der Handlungsspielraum als Schlüsselbegriff eines neuen Finanzierungspostulats .....	549
4	Anwendung des Finanzierungspostulats auf die Gestaltung von REITs sowie auf die Rolle von REITs bei Private Equity .....	552
4.1	Notwendigkeit von REITs neben offenen Immobilienfonds .....	552
4.2	Best Practise für deutsche REITs .....	554
4.3	REITs als Vehikel für Desinvestments von Private Equity .....	557
5	Zusammenfassung und Ausblick .....	558
6	Literaturverzeichnis .....	559

## 1 Einleitung

Real Estate Investment Trusts (REITs) haben sich im letzten Jahrzehnt in den Vereinigten Staaten durchgesetzt, verbreiten sich zunehmend international (z. B. Japan, Australien) und werden sukzessive in Europa (in Frankreich, demnächst wohl auch in Großbritannien und Deutschland) eingeführt.

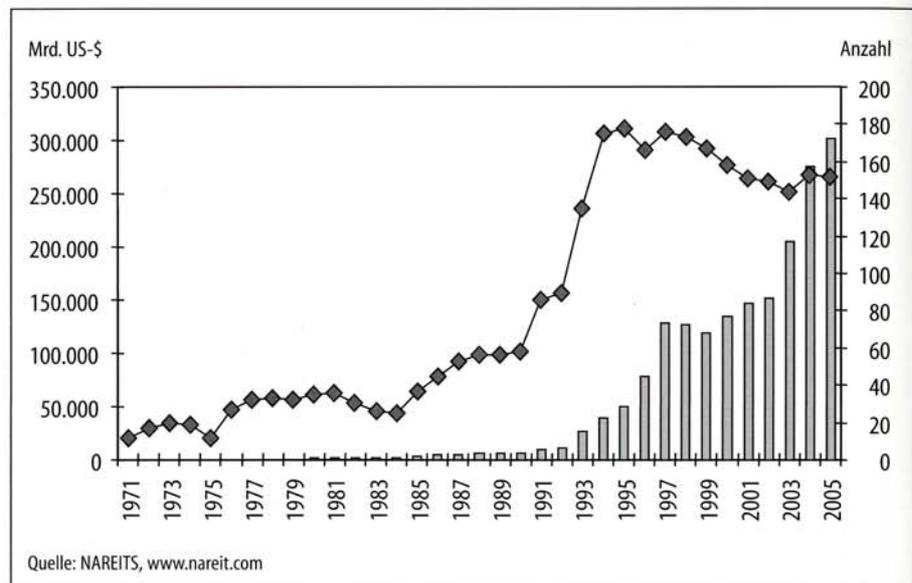


Abb. 1: Die Entwicklung von REITs in den USA

## Immobilien-AGs in Deutschland

In Deutschland konnten sich Immobilien-Aktiengesellschaften in der Vergangenheit kaum behaupten, obgleich sie im Ergebnis bis zur Körperschaftsteuerreform von 1999/2000 für den deutschen Anleger quasi steuertransparent

waren. Immobilien-Aktiengesellschaften konnten dem Wettbewerb offener Immobilienfonds nicht standhalten.

Interessant ist im internationalen Vergleich, dass die Wachstumsschübe der US-amerikanischen REITs und die der deutschen offenen Immobilienfonds parallel verlaufen (vgl. Abbildung 2).

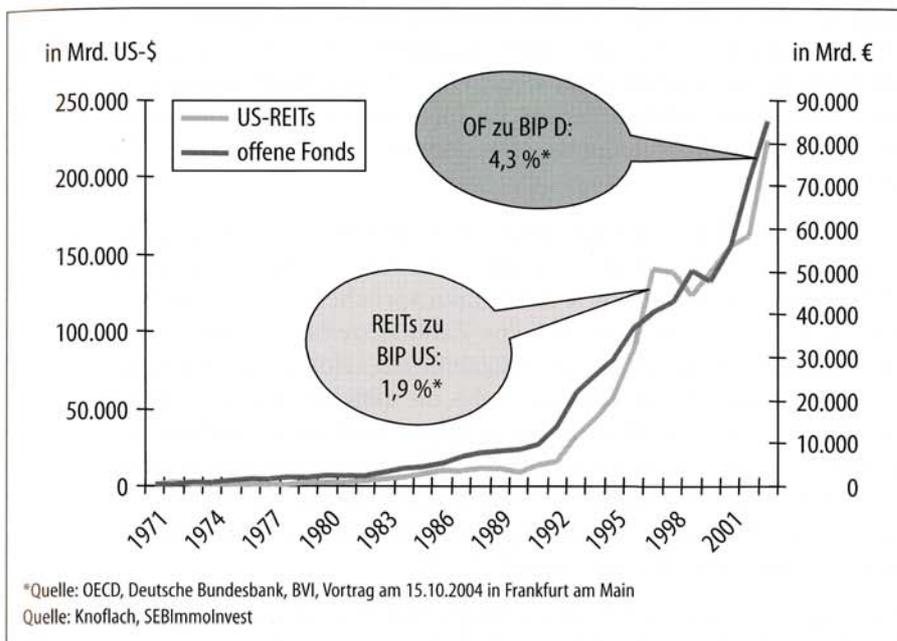


Abb. 2: Historische Volumina deutscher offener Fonds und US-REITs

Es stellt sich die Frage, wieso offene Immobilienfonds als Finanzierungsvehikel für Immobilienbestände, gemessen an der Marktpenetration – dies und nicht die Performance ist das Maß der Dinge, weil die Performance von jener der gehaltenen Aktiva abhängt –, sich so dramatisch gegenüber Immobilienaktien durchsetzen konnten, verbunden mit der Frage, ob wir in Deutschland, dem „Land der offenen Immobilienfonds“ – jenseits der aktuellen Vertrauenskrise –, überhaupt REITs als Anlagevehikel benötigen und wenn ja, wie, auch im Hinblick auf die positiven Erfahrungen mit offenen Immobilienfonds, diese REITs ausgestaltet werden sollten. In diesem Kapitel wird abschließend auch die Fragestellung behandelt, wie sich Immobilien-Anlageprodukte als Finanzierungsvehikel abgrenzen lassen, um so einerseits die Abgrenzung zu Private Equity als Finanzierungsvehikel zu erreichen, zugleich aber auch die Möglichkeiten der Desinvestition für Private Equity mittels REITs, was einer Umfinanzierung entspricht, zu betrachten.

Zur Beantwortung der aufgeworfenen Fragestellungen benötigen wir zunächst einen Überblick über Finanzierungstheorien, der es uns erlaubt, verschiedene Finanzierungsvehikel zu unterscheiden.

### Dominanz offener Immobilienfonds

## 2 Neoklassische Finanzierungstheorie und der Ansatz von Williamson

Die Zusammenhänge zwischen der Nutzung und der Finanzierung von Immobilien sind an anderer Stelle bereits dargestellt worden [1]. Die Erfassung von Zusammenhängen zwischen der Nutzung und Finanzierung impliziert die Überwindung des Modigliani-Miller-Theorems der Irrelevanz der Finanzierung [2]. Wäre die Frage der Finanzierung irrelevant, könnten verschiedene Finanzierungsformen nicht unterschieden werden; es wäre nicht nur egal, wie hoch der Fremdkapitalanteil an einer Immobilienfinanzierung ist, sondern auch, über welches Vehikel sie finanziert wird, ob Investitionen über geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds, Private Equity oder REITs erfolgen.

### Betrachtungsweisen von Finanzierungen

Neoinstitutionalistisch kann eine Finanzierung in Anlehnung an Alchian/Demsetz [3] als Regelwerk begriffen werden, bei dem Informations- und Mitbestimmungsrechte sowie Zahlungsansprüche festgelegt sind. Eine Finanzierung lässt sich alternativ als eine Zahlungsreihe verstehen, die mit einer Einzahlung beginnt, auf die hin Auszahlungen erfolgen. Eine Investition ist so gesehen umgekehrt eine Zahlungsreihe, die mit einer Auszahlung beginnt, der Einzahlungen folgen [4]. Mit diesem Ansatz wird die Grundlage der neoklassischen Finanzierungstheorie gelegt. Auf der neoklassischen Investitions- und Finanzierungstheorie basieren Investitionsrechnungen (z. B. DCF, VOFI-Rendite) wie auch die Quantifizierung und Transformation des Risikos in Ertrag beim Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) [5].

### Optimale Finanzierungsstruktur

Die Frage der optimalen Finanzierung einer Investition, die i. d. R. als Frage der optimalen Finanzierungsstruktur eines Unternehmens behandelt wird, führt zu einem Grundproblem der betrieblichen Finanzwirtschaft, welches an dieser Stelle nur peripher behandelt werden kann. Die Entwicklung ging von der traditionellen goldenen Bankregel, einer horizontalen Finanzierungsregel, gemäß der Fristenkongruenz zwischen Aktiva und Passiva herrschen soll, über das Leverage-Theorem, nach dem aufgrund bestimmter Verhaltensannahmen eine Optimierung des Eigenkapitalanteils möglich ist, mit einem Sprung hin zur Irrelevanzthese der Finanzierungsstruktur nach Modigliani/Miller von 1958 [6]. Nach diesem Meilenstein gab es eine Reihe von Weiterentwicklungen im Sinne einer Erhöhung des Gehalts der Aussage mittels Reduktion der Annahmen, Modigliani/Miller 1963 [7], Stiglitz 1974 [8], Miller 1977 [9] und Fama 1978 [10], und im Sinne einer Relativierung der Annahmen, insbesondere durch Einbeziehung von Delegationskosten als Transaktionskosten gemäß der Agency-Theorie – Jensen/Meckling 1976 [11], Meyers 1977 [12] –, sowie aufgrund des Betonens einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Eigentümern und Managern – Meyers/Majluf 1984 [13].

### Transaktionskostenökonomie

Parallel und zunächst unabhängig von der betrieblichen Finanzwirtschaft verlief die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie. Williamson zählt neben Klein, Crawford und Alchian zu den wichtigsten Vertretern der Transaktionskostenökonomie, deren Ursprung mit Coase „The Nature of the Firm“ [14] auf das Jahr 1937 datiert werden kann. Die den Ursprung und die Entwicklung der Transaktionskostenökonomie prägende Frage ist jene nach der

optimalen Transaktion als Alternative zwischen der Bereitstellung einer Leistung innerhalb eines Unternehmens oder über den Markt.

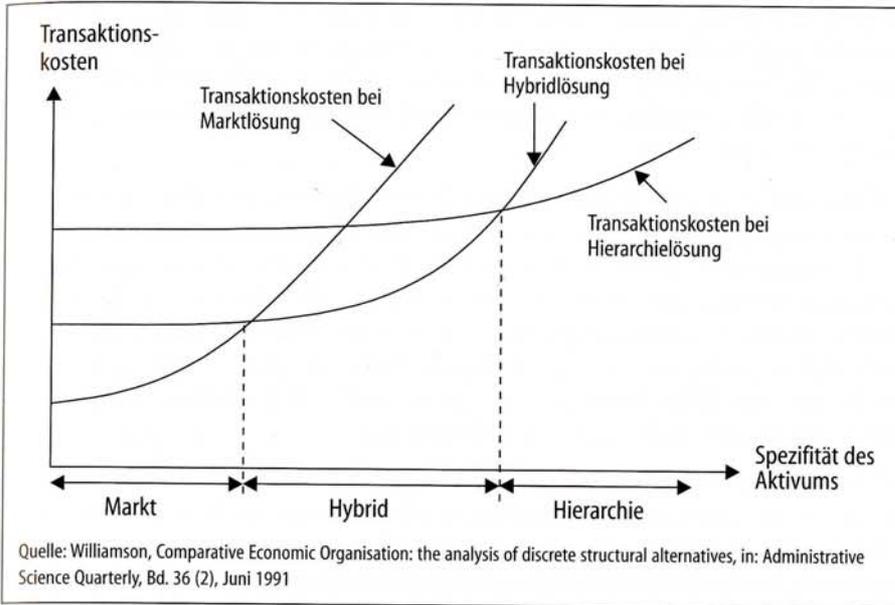


Abb. 3: Kosten der Transaktionsform

Coase postuliert, und dies verdeutlicht Abbildung 3, einen Zusammenhang zwischen der Komplexität einer Transaktion und den Transaktionskosten in Abhängigkeit von der Transaktionsform (über Markt oder Hierarchie) und begründet damit die Existenz von Firmen als hierarchische Organisationen. Die Spezifität eines Faktors bedeutet, dass ein Akteur, der einen Faktor anbieten will, für diesen eine geringe Drittverwendungsfähigkeit hat, sodass bei einer Markttransaktion gerade auch im Zusammenhang mit der Annahme opportunistischen Verhaltens ein hohes Risiko besteht, Kosten zu versenken, was, durch den Anbieter antizipiert, zu hohen Transaktionskosten führt. Unterschiedliche Transaktionsformen reagieren auf die Faktorspezifität mit verschieden hohen Transaktionskosten, sodass die Transaktionsform funktionell zu der Faktorspezifität in Relation gesetzt wird. Mit dem Aufsatz von Williamson „Corporate Finance and Corporate Governance“ [15] erfolgt 1988 die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Überlegungen auf die Frage der optimalen Finanzierungsstruktur, indem die unterschiedlichen Finanzierungsformen, insbesondere die Finanzierung mit Fremd- und Eigenkapital, als Transaktionsformen bzw. als Herrschaftsformen identifiziert werden.

**Spezifität eines Faktors**

Aktiva		Passiva	
spezifische Aktiva		Eigenkapital	
unspezifische Aktiva		Fremdkapital	

Abb. 4: Das Finanzierungspostulat nach Williamson

### **Finanzierungs- postulat von Williamson**

Williamsons Kernaussage kann an einem Beispiel erläutert werden: Erwirbt ein Unternehmer eine Maschine, die für seinen eigenen Bedarf zugeschnitten ist, so wird er keine Bank finden, die diese als Sicherungsobjekt für eine Finanzierung akzeptiert. Würde nämlich der Unternehmer insolvent, so hätte die finanzierende Bank eine Maschine, mit der kaum ein Dritter etwas anfangen könnte. Nicht das Risiko, gemessen als Streuung des Cashflows, des Unternehmens ist für die Fremdkapitalquote nach Williamson determinierend, sondern die Spezifität der Aktiva.

Der Fall der jeweiligen Fremdkapitalquoten in der Bau- und Pharmaindustrie ist einschlägig: Es gibt – wenn überhaupt – nur wenige Branchen, die derartig stark ausgeprägte Zyklen und damit auch Risiken in Form von Streuung der Erträge aufweisen wie die Bauwirtschaft und trotzdem kann sie aufgrund der hohen Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva mit einer sehr niedrigen Eigenkapitalquote auskommen. Dagegen hat die Pharmaindustrie eine recht stabile Nachfrage, weist jedoch aufgrund der geringen Drittverwendungsfähigkeit der Aktiva eine relativ hohe Eigenkapitalquote auf.

Williamson postuliert einen Zusammenhang zwischen der Drittverwendungsfähigkeit der zu finanzierenden Aktiva und der Frage, ob diese mit Fremdkapital finanziert werden können oder nicht. Damit gelingt ihm eine plausible Erklärung für das Finanzierungsverhalten von Unternehmen, bezogen auf den Einsatz von Fremdkapital, die offensichtlich auch eine empirische Relevanz hat.

### **Bedeutung für die Immobilien- ökonomie**

Der Ansatz von Williamson hat eine weitreichende Bedeutung in der Immobilienökonomie. Einerseits ist damit die Frage der Beleihung von Immobilieninvestitionen angesprochen, weiter aber auch die Frage der Kategorie der Drittverwendungsfähigkeit für Projektentwickler und Investoren sowie für Nicht-Immobilienunternehmen als Immobiliennutzer. Begreift man die Vermietung von Flächen als kreditäre Überlassung von Realkapital, so kann das Williamson'sche Finanzierungspostulat auch zur Klärung beispielsweise der Frage beitragen, ob es günstiger ist, eine Wohnung zu kaufen oder zu mieten [16].

### **Grenzen des Finanzierungs- postulats**

Die Übertragung der transaktionskostenökonomischen Grundüberlegung, nach der die Komplexität bzw. die Spezifität entscheidend für die Frage der Transaktion (Markt oder Hierarchie) bzw. der Finanzierung (Eigen- oder Fremdkapital) ist, lässt sich also sehr gut und vielseitig in der Immobilienökonomie anwenden. Hingegen können wir mit diesem Konstrukt nicht Finanzierungsformen identifizieren, die sich jenseits von bzw. zwischen Eigenkapital und Fremdkapital bewegen. Zwar sind wir in der Lage, terminologisch alle weiteren Finanzierungsformen, wie die breite Palette der Immobilien-Anlageprodukte (geschlossene Immobilienfonds, offene Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. REITs), als Mezzanine-Finanzierungsformen zu erkennen, doch ergeben sich allein aus der Übertragung des Williamson'schen Finanzierungsansatzes keine Erklärungsmuster, um diese hybriden – um den transaktionskostenökonomischen Begriff zu verwenden – Formen der Finanzierung weiter zu differenzieren bzw. zu erklären. Bestehende Erklärungsmuster für Mezzanine-Finanzierungen basieren primär auf der Informationsökonomie [17].

### 3 **Finanzierungsvehikel als Herrschaftsformen: Der Handlungsspielraum als Schlüsselbegriff eines neuen Finanzierungspostulats**

Die „Neue Institutionenökonomik“ ist auch in Deutschland seit einiger Zeit auf dem Vormarsch [18]. Charakteristisch für die „Neue Institutionenökonomik“ ist zunächst, dass es jenseits der grundlegenden Annahmen, die sich mit den Begriffen „Bounded Rationality“ und „Moral Hazard“ umschreiben lassen, eine Vielzahl von Theorieansätzen gibt, als da sind: Property-Rights-Ansatz, Prinzipal-Agent-Ansatz, Theorie relationaler Verträge, Transaktionskostenökonomie, Neue Institutionenökonomik des Staates usw. Eine fehlende homogene Theorie ist auch eine der Konsequenzen der genannten Annahmen. Schneider hat eine eigenständige Rekonstruktion der Institutionenökonomik geleistet, indem er den Aspekt der Reduktion von Einkommensunsicherheit zum Ausgangspunkt der Überlegungen gemacht hat und damit auch zugleich zur Definition dessen, was eine Institution ist, liefert: Eine Institution dient der Reduktion von Einkommensunsicherheiten und lässt sich in Regelsysteme (Ordnungen) und Handlungssysteme (Organisationen) unterscheiden [19].

Eine Finanzierungsinstitution kann in Übereinstimmung mit der Schneiderschen Vorstellung als eine konkrete Form der institutionellen Ausgestaltung einer Prinzipal-Agenten-Beziehung (P-A-Beziehung) interpretiert werden, bei der der Finanzier der Prinzipal und der Finanzierte der Agent ist. Charakteristisch für die P-A-Beziehung ist, dass es eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen dem Agenten und dem Prinzipalen gibt. Es wird angenommen, dass der Prinzipal zwar das Ergebnis des Agenten, nicht aber seinen Einsatz beobachten kann. In der Literatur [20] wird primär die Frage behandelt, mit welchen Anreizen der Prinzipal eine weitgehende Konformität der Interessen des Agenten mit den seinigen bei möglichst geringen Kosten erreichen kann.

Wir können eine Finanzierungsinstitution alternativ auch insofern als eine P-A-Beziehung erfassen, als die Finanzierungsinstitution unterschiedliche, teilweise normierte Handlungsspielräume für den Agenten gegenüber dem Prinzipalen festsetzt. Der primäre Unterschied zwischen verschiedenen Finanzierungsformen ist folglich der jeweilige Handlungsspielraum. Die weiteren Regulierungen einer Finanzierungsinstitution, also die der Zahlungsansprüche, Informations- und Mitbestimmungsrechte, ergeben sich bei dieser Betrachtungsweise aus dem jeweiligen Handlungsspielraum. Anreize sind nun Kombinationen aus Zahlungsansprüchen, Informations- und Mitbestimmungsrechten innerhalb eines bestimmten Handlungsspielraums. Indem der Handlungsspielraum in den Vordergrund der Betrachtung einer Finanzierungsinstitution rückt, wird diese auch eine Institution der Herrschaft und die P-A-Beziehung zu einer Herrschaftsbeziehung.

Der im Mittelpunkt stehende Begriff des Handlungsspielraumes bedarf einer klaren Definition: Der Handlungsspielraum einer Finanzierungsinstitution umschreibt das Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Prinzipalen an die Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen finanziellen Mittel. Wenn beispielsweise ein Finanzier dem Agenten einen Kredit gewährt, so ist der Handlungsspielraum meistens sehr gering, insofern im Kreditvertrag

**„Neue  
Institutionen-  
ökonomik“**

**Finanzierungs-  
institution als  
P-A-Beziehung**

**Handlungs-  
spielraum als  
Kategorie**

### Handlungsspielräume von Finanzierungsinstitutionen

die Verwendung der finanziellen Mittel klar geregelt ist. In der Immobilienwirtschaft findet sich bei Krediten, etwa bei Ankaufsfinanzierungen, häufig eine Regulierung, nach der die Mittelverwendung über einen Notar sichergestellt wird. Zeichnet ein Anleger einen geschlossenen Immobilienfonds, so steht bei Zeichnung meist fest, welche Immobilie zu welchem Preis erworben wird oder welcher Mieter diese für eine bestimmte Laufzeit mietet, sodass für den Agenten nur beschränkte Handlungsmöglichkeiten bestehen, der Handlungsspielraum des Agenten also bereits ausgefüllt ist.

Zeichnet ein Anleger einen offenen Immobilienfonds, so regelt das Investmentgesetz (InvG) präzise, welche Investitionen im jeweiligen Umfang zulässig sind. Kauft ein Anleger einen US-amerikanischen REIT, so besteht auch hier eine Regulierung bezüglich möglicher Investitionen, insoweit sich ein hoher Anteil der Erträge aus Immobilien generieren muss und auch die Immobilienbestände einen bestimmten Anteil am Gesamtvermögen darstellen. Bei Erwerb eines Anteils (einer Aktie) an einer Immobilien-Aktiengesellschaft hingegen ist der Handlungsspielraum wesentlich größer, da es praktisch keine rechtlichen Beschränkungen bei den Investitionen gibt. Abbildung 5 zeigt schematisch die steigenden Handlungsspielräume von Finanzierungsinstitutionen:

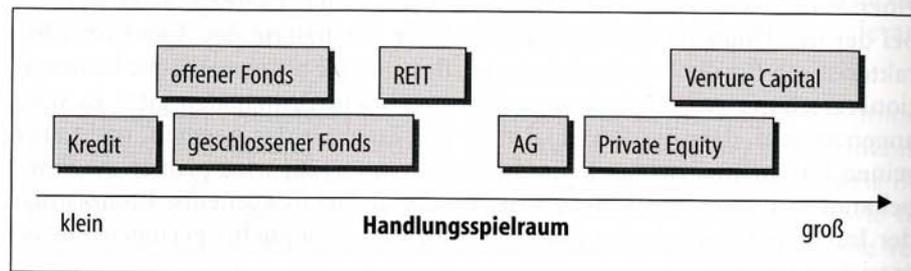


Abb. 5: Handlungsspielräume unterschiedlicher Finanzierungsformen

### Handlungsspielraum und Kapitalkosten

Mit den genannten Finanzierungsvehikeln assoziieren wir unterschiedliche Kapitalkosten. Kredite sind zu den geringsten Kosten zu erhalten, Venture Capital ist das teuerste Kapital. Nehmen wir die Kapitalkosten als eine weitere Dimension auf und tragen diese auf der Ordinate ab, so erhalten wir Abbildung 6.

Abbildung 6 erinnert an bekannte Grafiken. Auch bei Rottke [21] werden selbige Vehikel dargestellt. Der Unterschied liegt formal in der Bezeichnung der Abszisse. Statt des Risikos ist hier der Handlungsspielraum abgebildet. Offensichtlich ist es so, dass die Kapitalkosten mit dem Handlungsspielraum zunächst einmal völlig unabhängig vom finanzierten Aktivum steigen. Ist der Handlungsspielraum groß, sind die Kapitalkosten hoch. Dies ist materiell die Folge aus der Betrachtung der Finanzierung als P-A-Beziehung. Überlässt der Prinzipal dem Agenten einen weiten Handlungsspielraum, so bedeutet dies unter den Annahmen von Bounded Rationality und Moral Hazard eine hohe Unsicherheit für den Prinzipalen, weil eben nicht klar ist, und genau hier liegt die wesentlich falsche Annahme von Modigliani/Miller, ob die Agenten das vollziehen, was sie in den Business-Plan schreiben, und diese Unsicherheit

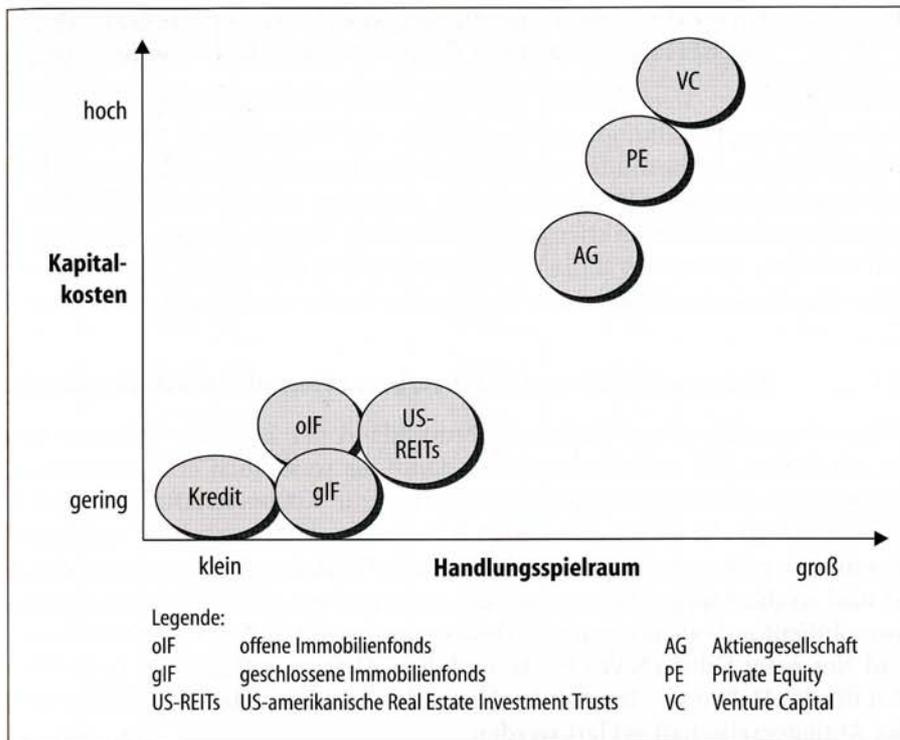


Abb. 6: Handlungsspielräume und Kapitalkosten

aus dem Handlungsspielraum, die zunächst einmal losgelöst vom Risiko, gemessen als Streuung der Performance, des mit dem Vehikel finanzierten Aktivums ist, führt zu höheren Kapitalverzinsungsansprüchen des Prinzipalen sui generis. Die Reduktion des Handlungsspielraumes mittels der Regulierung innerhalb eines Finanzierungsvehikels impliziert eine Reduktion der Unsicherheit des Prinzipalen, die er mit geringeren Kapitalkosten beantwortet. Diese institutionellen Regulierungen sind es, die – nunmehr in der Terminologie von Schneider – als Handlungssystem (im Falle der individuellen Regulierung) oder als Regelsystem (im Falle der übergeordneten Regulierung) insoweit Werte schaffen, als mit ihrer Hilfe Kapitalkosten sinken.

Das Finanzierungspostulat lautet also wie folgt: Reduziere so weit wie möglich den Handlungsspielraum eines Finanzierungsvehikels zur Minimierung der Kapitalkosten. Oder anders: Der vom Vehikel gebotene Handlungsspielraum soll von den Agenten voll ausgenutzt werden, bezahlt wird er sowieso. Schließlich folgt hieraus auch: Trenne geschäftliche Aktivitäten, die jeweils einen unterschiedlichen Handlungsspielraum benötigen, und passe den Handlungsspielraum über den Zeitverlauf stets an die Notwendigkeiten an. Der Handlungsspielraum ist damit die Kategorie, mit welcher erklärbar wird, wieso eigentlich Eigenkapital unabhängig von den finanzierten Aktiva teurer als Fremdkapital ist.

**Finanzierungs-  
postulat über  
optimalen Hand-  
lungsspielraum**

#### **4 Anwendung des Finanzierungspostulats auf die Gestaltung von REITs sowie auf die Rolle von REITs bei Private Equity**

Das in Abschnitt 3 entwickelte und dargestellte Finanzierungspostulat über den optimalen Handlungsspielraum bietet eine Vielzahl von Anwendungsmöglichkeiten, insbesondere im Bereich der Immobilien-Anlageprodukte. Wir können nunmehr die Überlegenheit deutscher offener Immobilienfonds gegenüber Immobilien-Aktiengesellschaften zur Refinanzierung von Beständen erklären, ein Best Practise für deutsche REITs entwickeln und REITs als sinnvolles Desinvestitionsvehikel von Private-Equity-Investoren ausmachen.

##### **4.1 Notwendigkeit von REITs neben offenen Immobilienfonds**

###### **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 Immobilien-Aktiengesellschaften – die bis zur Körperschaftsteuerreform von 1999/2000 alle steuertransparent waren –, 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 Net Asset Value (NAV) bei Immobilien-Aktiengesellschaften kann über den für das Halten von Immobilienbeständen zu weiten Handlungsspielraum der Aktiengesellschaft erklärt werden.

Neben dem Trend zu indirekten Immobilien-Anlagevehikeln zeigt sich jener der Ausdifferenzierung in der Produktpalette. Diese Vielfalt kann am US-amerikanischen, dem reifsten REIT-Markt, besonders deutlich erkannt werden, wie Abbildung 7 zeigt. 93 % der REITs investieren themenorientiert primär bezüglich der Nutzungsart und teilweise nach Regionen.

###### **Themenorientierte Investitionsvehikel**

Offene 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 in den Jahren 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, da viele offene Immobilienfonds aufgrund der historischen Entwicklung sowie der früheren Anlagevorschriften des ehemaligen Kapitalanlagegesetzes in ihrem Portfolio Deutschland übergewichtet vertreten haben.

###### **Immobilien- und portfolio-bezogene 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, insofern die KAG das Portfolio stets – beispielsweise bezüglich der Diversifikation – optimiert.

Number of REITs	Company	Millions of Dollars	Percent of Total	Public Ownership of all US Real Estate
22	Office	41.870,8	15,4 %	8,0 %
21	Apartments	38.293,6	14,1 %	8,0 %
9	Regional Malls	36.410,7	13,4 %	36,0 %
20	Shopping Centers	32.338,2	11,9 %	13,0 %
16	Diversified	20.032,2	7,4 %	–
8	Industrial	17.071,2	6,3 %	9,0 %
12	Health Care	13.754,0	5,1 %	–
9	Specialty	13.524,3	5,0 %	–
18	Home Financing	12.221,3	4,5 %	–
15	Lodging/Resorts	11.872,5	4,4 %	15,0 %
6	Mixed Office/Industrial	11.771,9	4,3 %	–
4	Self Storage	9.383,1	3,4 %	–
11	Commercial Financing	6.261,9	2,3 %	–
7	Free Standing	4.832,6	1,8 %	–
5	Manufactured Homes	2.387,9	0,9 %	–
<b>183</b>	<b>Industry totals</b>	<b>272.026,2</b>	<b>100,0 %</b>	–

Quelle: NAREITS

Abb. 7: REITs in den USA

Offene Immobilienfonds sind nicht in der Lage, die einzelnen Teile der Dienstleistung, den immobilienbezogenen und den portfoliobezogenen, separat zu erbringen. Diese fehlende Separation steht zum einen im Widerspruch zum Trend der Ausdifferenzierung von Produkten und schafft zum anderen Probleme sowohl für die Anbieter- als auch für die Nachfrageseite: 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 Portfoliomanagement erschwert ist; für die Nachfrageseite, weil insbesondere institutionelle Investoren zwar das Portfoliomanagement 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 der nur institutionelle Investoren in begrenzter Zahl als Anleger infrage kommen. 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.

### Fehlende Separation

### **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. 86 % von institutionellen Kapitalsammelstellen gehalten werden, die für ihre Anleger die portfoliobezogene Dienstleistung anbieten. In Deutschland könnten auch Versicherungen einen wesentlichen Teil ihres Immobilien-Anlagevermögens 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.

### **4.2 Best Practise für deutsche REITs**

#### **Geschäftsgegenstand von 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. Nicht-Immobilienunternehmen mögen sich auf ihr jeweiliges Kerngeschäft konzentrieren und dort ihr Eigenkapital binden. Übertragen wir die Kategorie des Handlungsspielraums, so kann formuliert werden: Nicht-Immobilienunternehmen – i. d. R. Kapitalgesellschaften – haben aufgrund des mit dem Kerngeschäft notwendigen breiten Handlungsrahmens einen größeren 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 größeren Handlungsspielraum verlangt, verwendet werden.

#### **Kein eigenes Portfolio-management**

Bereits diese Überlegung verdeutlicht, dass bei REITs kein eigenes Portfolio-management 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 und 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 die Höhe der Beimischung von gewerblichen immobilienbezogenen Aktivitäten (z. B. verwalten, bauen, makeln) selbst mittels Beimischung entsprechender Werte (z. B. Hochtief, Douglas, Metro, Techem, JLL) in 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. Ling [22] 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, auch Portfoliomanagement zur Diversifikation gestalten und ggf. eigene Meinungen über Zyklen einfließen lassen.

Technisch kann eine Abgrenzung zwischen notwendiger Projektentwicklung und unzulässigen Immobilien-Handelsgeschäften primär über die Haltedauer einzelner Immobilien sowie die durchschnittliche 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 [23] jede Kombination einer Nutzung mit einer Finanzierung und einem Standort umfasst, wodurch eine klare Abgrenzung schwer justiziabel erscheint.

Die Erhöhung der Fungibilität der Anteile mittels Schaffung eines liquiden Sekundärmarkts mit einem hinreichenden Free Flow ist Ziel bei der Implementierung von REITs. Eine Pflicht zur Börsennotierung von deutschen REITs scheint hingegen keine geeignete Maßnahme zur Erreichung dieses Ziels zu sein und könnte vielmehr das Marktwachstum aus folgenden Gründen deutlich behindern:

Deutschland ist weiterhin ein Land mit nur einer gering ausgeprägten Aktienkultur. Das Segment Immobilienaktien ist in Deutschland nicht relevant. Derzeit gibt es in Deutschland keine hinreichende Infrastruktur in Form von Analysten usw., mit der eine schlagartige Einführung von nur börsennotierten REITs bewältigt werden könnte.

Wenn von Anfang an nur börsennotierte 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 börsennotierten REITs halten können, damit die anfänglich zu erwartende hohe Volatilität nicht direkt in ihren Büchern durchschlägt.

### **Kernkompetenzen in einem Immobiliensegment**

### **Börsennotierung von REITs**

Aus Gründen der Kapitalmarktdisziplin ist auf ein mögliches Delisting als letzte und härteste Möglichkeit der Disziplinierung von Gesellschaften, die die Erwartungen der Investoren nicht erfüllen, nicht zu verzichten. Eine steuerliche Bestrafung in Form der Aufhebung der steuerlichen Transparenz bei Ausübung einer Disziplinierungsmaßnahme durch den Kapitalmarkt wäre ökonomisch kontraproduktiv.

Insbesondere öffentliche Wohnungsbaugesellschaften könnten bei Existenz von REITs, die nicht an der Börse gehandelt sind, sich 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 Immobilienpublikumsfonds in REITs wäre die Existenz von Private 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 börsennotierte REITs umgewandelt werden, anschließend könnte eine Börsennotierung mit geringem Free Flow und geringer Marktpflege erfolgen, um schließlich einen großen Free Flow 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 börsennotiert 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 zur Verhinderung opportunistischen Verhaltens als Kontrollmechanismen ex post. Auch können dann unterschiedliche REITs-Gesellschaften ihr Management mit verschiedenen Anreizsystemen versehen, was bei einer KAG mit mehreren Fonds unglaubwürdig wäre.

#### **Streubesitz- kriterien**

Sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland wird politisch eine Beschränkung von Anteilen an REITs in Höhe von maximal 10 % diskutiert. Hintergrund der Überlegungen sind EU-Richtlinien wie die Mutter-Tochter-Richtlinie, die zur Folge haben, dass Dividendeneinkünfte bei Beteiligungen von mehr als 10 % nur noch minimal, wenn überhaupt, 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 mit 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 Kapital-

sammelstellen, wie offener Immobilienfonds und Versicherungen, vehement abgelehnt werden, sofern über die Bildung von Schachtelbeteiligungen eine größere Beteiligung nicht möglich ist. So würde einerseits die Kapitalmarktdisziplin in unvertretbarer Weise beschränkt, wenn bei einer Übernahme eines REITs bereits bei Ansammlung von 10 % der steuerliche Status der Transparenz gefährdet würde, und andererseits ist die Marktstruktur der Versicherungen und der offenen Immobilienfonds so, dass bei Umwandlung substanzieller Teile der Portfolios in REITs die Anleger umgehend mehr als 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 des Vehikels REIT zu privatisieren. In den Vereinigten Staaten wurde im Laufe der Zeit diese Lektion gelernt; mit dem Omnibus Reconciliation Act von 1993 sind alle Streubesitzkriterien für Kapitalsammelstellen de facto aufgehoben.

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 auf 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 Körperschaftsteuer 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 verbundenen Fremdkapitalcharakter. Schließlich gelten die Körperschaftsteuer und das Halbeinkünfteverfahren auch nur für Eigenkapitalverzinsungen, also Gewinne, während Kreditzinsen als Kosten vom Gewinn abgezogen 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 fremdkapitalähnlichen 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.

#### 4.3 REITs als Vehikel für Desinvestments von Private Equity

Private Equity kann als eine Finanzierungs- bzw. Herrschaftsform mit einem sehr großen Handlungsspielraum interpretiert werden. Private-Equity-Finanzierungen finden daher häufig Anwendung, wenn eine unternehmerische Umstrukturierung der geschäftlichen Aktivitäten notwendig wird.

**Steuer-  
transparenz  
von REITs**

**Großer Hand-  
lungsspielraum**

In den Jahren 2003–2005 haben ausländische Investoren zunehmend Wohnungsportfolios in Deutschland erworben und dabei zumeist via Private-Equity-Gesellschaftsformen investiert. Neben der Möglichkeit, in geringem Umfang Mieterprivatisierungen durchzuführen, geht es bei den kurz- bis

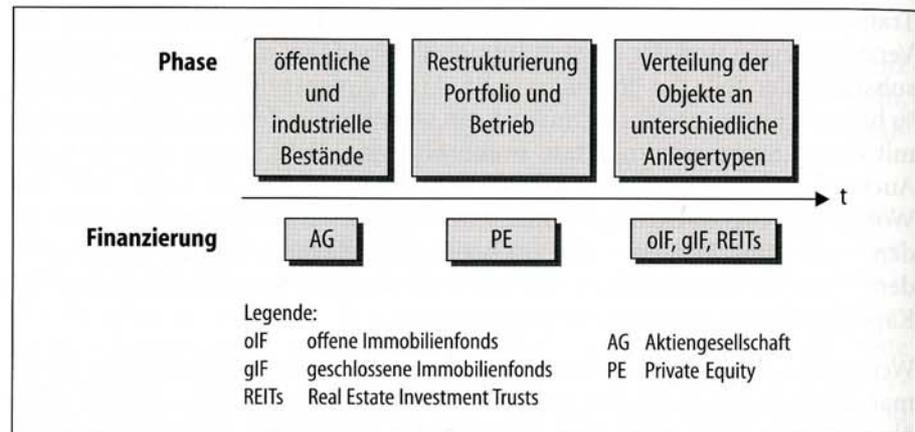


Abb. 8: Restrukturierung und Handlungsspielraum der Finanzierung

mittelfristigen Investitionen mit einem Investitionshorizont von etwa fünf Jahren besonders um die Aufteilung des Portfolios und den Verkauf an unterschiedliche Investoren mittels verschiedener Anlagevehikel.

### REITs und europäische Vehikel

Sofern wir in Deutschland gute – bezogen auf die zuvor genannten Kriterien – REITs erhalten, können diese ein geeignetes und marktmäßig bedeutendes Vehikel für Desinvestitionen der Investitionen von Real-Estate-Private-Equity-Investoren werden. Sollten gar keine bzw. keine guten REITs in Deutschland 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 keine Steuern auf die in Deutschland gezahlten Mieterträge entrichtet werden, weil die Mieten über eine entsprechende Fremdfinanzierung der deutschen Portfolios mit den hierauf entfallenden Fremdkapitalzinsen steuerlich neutralisiert werden könnten. Finanzierungen von 100 % wären ohne weiteres denkbar, weil das ausländische Vehikel im Ausland entsprechende finanzielle Aktivpositionen aufbauen könnte.

## 5 Zusammenfassung und Ausblick

### Neues Finanzierungspostulat

Das neue Finanzierungspostulat integriert zunächst den Ansatz von Williamson, der mit Fremd- und Eigenkapital die Finanzierungsformen sowohl ohne als auch mit viel Handlungsspielraum beschreibt, wobei im Falle des fehlenden Handlungsspielraums eine direkte Absicherung des Prinzipalen durch das finanzierte Objekt und die Drittverwendungsfähigkeit bzw. Unspezifität des Aktivums als Finanzierungskriterium erfolgt. Das mit dem Begriff des Handlungsspielraums verbundene Finanzierungspostulat ist darüber hinaus in der Lage, auch weitere Finanzierungsformen, wie jene der Immobilien-Anlageprodukte, zu erfassen und ihre Mechanismen zu erklären.

Das neue, auf den Begriff des Handlungsspielraums bezogene Finanzierungs- postulat ermöglicht einerseits die Unterscheidung verschiedener Immobilien- Anlageprodukte, wie offene und geschlossene Immobilienfonds, Immobilien- Aktiengesellschaften und REITs, und schafft andererseits die Grundlage für die Entwicklung eines Best Practise für die Gestaltung von deutschen REITs. Danach sollten REITs themenorientiert in Immobilienbestände investieren, gewerbliche Zusatzleistungen und verstärkte Immobilien-Handelsgeschäfte jedoch vermeiden. Die Pflicht zur Börsennotierung sowie die Einhaltung von Streubesitzkriterien sind aus finanzierungstheoretischen Gründen und Bezug nehmend auf den bestehenden Kapitalmarkt abzulehnen. Auch die steuerliche Transparenz von REITs lässt sich ökonomisch jenseits der Gründe aus der Wettbewerbssituation zu deutschen offenen Immobilienfonds und internationalen REITs finanzierungstheoretisch begründen.

Abschließend konnten REITs als sinnvolles Vehikel für Desinvestitionen in Immobilien von Real Estate Private Equity identifiziert werden.

## 6 Literaturverzeichnis

- [1] Zum Beispiel Sotelo, R.: Projektentwicklung und Investoren – welche Produkte für welche Kunden, in: Schulte, K.-W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Aufl., Köln 2002, S. 699–720.
- [2] Modigliani, F./Miller, M. H.: The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: American Economic Review 48/1958, S. 261–297.
- [3] Alchian, A. A./Demsetz, H.: Production, Information Cost, and Economic Organization, in: American Economic Review 1972, S. 783.
- [4] Drukarczyk, J.: Finanzierung, 9. Aufl., Stuttgart 2003, S. 1.
- [5] Markowitz, H. M.: Portfolio Selection, in: Journal of Finance 7/1952, S. 77 ff.
- [6] Modigliani, F./Miller, M. H.: The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, in: American Economic Review, 48/1958, S. 261–297.
- [7] Modigliani, F./Miller, M. H.: Corporate income tax and the cost of capital, in: American Economic Review, 53/1963, S. 433 ff.
- [8] Stiglitz, J. E.: On the irrelevance of corporate financial policy, in: American Economic Review, 64/1974, S. 851–866.
- [9] Miller, M. H.: Debt and taxes, in: Journal of Finance, Vol. XXXII, 2/1977, S. 261–297.
- [10] Fama, E. F.: The effects of a firm's investment and financial decisions on the welfare of its security holders, in: American Economic Review, 68/1978, S. 272–284.

- [11] Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics*, 3/1976, S. 305–360.
- [12] Meyers, S. C.: Determinants of corporate borrowing, in: *Journal of Financial Economics*, 5/1977, S. 147–145.
- [13] Meyers, S. C./Majluf, N. S.: Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: *Journal of Financial Economics*, 13/1984, S. 187–221.
- [14] Coase, R. H.: The Nature of the Firm, in: *Economica*, N. S. Vol. 4, 1937, S. 386–405, S. 388.
- [15] Williamson, O. E.: Corporate Finance and Corporate Governance, in: *The Journal of Finance*, Vol. CLIII, Nr. 1, Juli 1988, S. 567–591.
- [16] Sotelo, R.: Kauf oder Miete? Über die Relevanz des Williamsonschen transaktionskostenökonomischen Ansatzes für die Immobilienwirtschaft und -wissenschaft, in: *Wohnungswirtschaft und Mietrecht* 11/1996, S. 679–684; Sotelo, R.: *Ökonomische Grundlagen der Wohnungspolitik*, Köln 2001 (Diss.), S. 60 ff.
- [17] Rudolph, B.: Mezzanine Finanzierungen im Rahmen der Kapitalstrukturpolitik von Unternehmen, in: Gerke, W./Siegert T. (Hrsg.): *Aktuelle Herausforderungen des Finanzmanagements*, Stuttgart 2004, S. 170 ff.
- [18] Richter, R./Furubotn, E.: *Neue Institutionenökonomik*, 3. Aufl., Tübingen 2003.
- [19] Schneider, D.: *Betriebswirtschaftslehre*, Bd. 1 Grundlagen, 2. Aufl., München/Wien 1995, S. 23.
- [20] Jensen, M. C./Meckling, W. H.: Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure, in: *Journal of Financial Economics* 3/1976, S. 305–360; Fama, E. F.: Agency Problems and the Theory of the Firm, in: *Journal of Political Economy* 88/1980, S. 188–307, Rudolph, B., a. a. O., S. 158.
- [21] Rottke, N. B.: *Investitionen mit Real Estate Private Equity – Herleitung eines anreizkompatiblen Beteiligungsmodells unter Berücksichtigung der Transaktionskosten- und Agency-Theorie*, Köln 2004 (Diss.), S. 48.
- [22] Ling, D.: A Random Walk Down Main Street: Can Experts Predict Return on Commercial Real Estate?, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 27, 2/2005.
- [23] Diederichs, C.-J.: Grundlagen der Projektentwicklung, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Projektentwicklung*, Köln 1996, S. 17–80.

### 3 Secondary Sale

Brigitte van der Jagt-Buitink