

Arbeitskreis Betriebswirtschaft der AGW am 1. Juni 2005 in Berlin

German REITs – Chancen und Perspektiven aus Sicht der Immobilienunternehmen

1. Die Initiative Deutsche Wohnimmobilien-REITs (IDWR)

Die Initiative Deutsche Wohnimmobilien-REITs (IDWR) hat sich als ein Kreis großer Mietwohnungsanbieter zusammengeschlossen. Auf Anregung aus dem Bundesfinanzministerium und den Arbeitsgruppen Finanzen im Deutschen Bundestag sollte ein immobilienwirtschaftliches Gegenstück zu der Arbeitsgruppe „REITs“ der Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) geschaffen werden.

Bei der Vorbereitung einer REIT-Gesetzgebung soll die IDWR eine repräsentative Politikberatung leisten und kontinuierlich praxisnahe Expertise im Dialog mit dem Finanzministerium und den Finanzexperten in den Parlamenten von Bund und Ländern zur Verfügung stellen.

Entscheidend ist es zu signalisieren, dass die IDWR aus Unternehmen besteht, die von den Beständen her REIT-Strukturen nutzen könnten. Und die auch über das Know-how verfügen, dies zu tun.

Der Mitgliederkreis der IDWR besteht aus großen Wohnungsunternehmen, die im Hinblick auf eine REIT-Gesetzgebung noch einige besondere Aspekte zu beachten haben:

a) Lösung der Blockade von Alt-Ek-02

Sofern die Bestände weitestgehend unter den Bedingungen des Wohnungsgemeinnützigkeitsrechtes fertiggestellt worden sind, gibt es bei deren Überführung in REITs das Sonderproblem der Ausschüttungsblockade durch das AIT-EK-02. Ob diese Ausschüttungssperre beseitigt wird, dürfte zumindest in den ersten Jahren wesentlich darüber entscheiden, ob die Einführung von REITs in Deutschland zu einer Erfolgsgeschichte wird.

b) Mehrheitsbeteiligungen und Konzernkonsolidierung

Wenn Teilbestände auf REITs als Objektgesellschaften ausgegliedert werden, stellt sich die Frage, ob ggf. Beteiligungen von 50 Prozent plus einen Anteil zulässig sein sollen. Besondere Bedeutung gewinnt die gesetzgeberische Entscheidung darüber bei der Eingliederung in einen Konzernverbund mit einer Muttergesellschaft aus einer anderen Branche.

c) Verhältnis zu Investoren mit perfektioniertem Zugang zu Fremdkapital

Zugleich sind solche Wohnungsunternehmen seit einiger Zeit höchstbegehrte Ziele von internationalen Investoren. Diese kennen REITs aus ihren Heimatmärkten. In diesem Zusammenhang drängt sich die Frage auf, wie sich die mögliche Überführung von großen Wohnungsbeständen in REITs zu einem Ankauf dieser Bestände

durch Investoren verhält, die sich nach fünf bis sieben Jahren aus ihrem Engagement lösen wollen.

2. Abweichende Positionen im Verhältnis zur IFD

Die IDWR hat sich bei ihrer Positionierung um eine enge Abstimmung zur IFD bemüht. Bei der IDWR handelt es sich – anders als bei der IFD-Arbeitsgruppe – um einen Kreis von Unternehmen, die das neue Kapitalmarktinstrument weniger unter der Perspektive von IPOs sehen. Entscheidend ist vielmehr die Organisation der Immobilienbewirtschaftung unter den Vorbedingungen von REIT-Strukturen. Eine Besonderheit der IDWR besteht deshalb in der Konzentration auf die betriebswirtschaftliche Funktion von REITs. Bevor die Economics von REITs weiter ausgeführt werden, soll auf zwei zentrale Unterscheidungen von den Positionen der IFD hingewiesen werden:

a) Die auf der Gesellschaftsebene steuerbefreiten Einkünfte stammen aus der Bewirtschaftung oder Veräußerung von inländischen Immobilien.

Es war von vornherein klar, dass sowohl den Finanzministerien von Bund und Ländern als auch den Finanzpolitikern bei einer Gesetzgebung zu REITs wegen der Durchbrechung der Ertragsbesteuerung der Gesellschaft einiges abverlangt würde. Schließlich sollen REITs auf besondere Gesellschaftszwecke beschränkt sein, wie dies sonst die persönliche Körperschaftsteuerbefreiung voraussetzt. Sie sollen jedoch auch nicht völlig ohne Abschirmwirkung der Gesellschaft gegenüber den Anteilseignern sein, wie offene oder geschlossene Immobilienfonds.

Die Einführung von REITs ist vor allem dadurch gefordert, dass sie ein Kapitalmarktinstrument darstellen, das zielgerichtet auf eine verbesserte Liquidität von größeren Immobilienbeständen im Inland ausgerichtet ist. Zugleich sollte dadurch das Gegenseitigkeitsprinzip bei der verbotenen Ausländerdiskriminierung im europäischen Wirtschaftsraum eingeengt werden. Ausländische REITs sollen bei inländischen Immobiliendirektanlagen nicht steuerbefreit sein können, weil die Steuerbefreiung für deutsche REITs eben auch nur für Einkünfte aus inländisch gelegenen Immobilien gewährt würde. Die Bezeichnung als „Initiative Deutsche Wohnimmobilien-REITs“ (IDWR) ist insofern Programm.

Das widerspricht nicht nur der internationalen Orientierung der IFD, sondern auch sehr stark den Entwürfen, die das Finanzministerium in Großbritannien mittlerweile herausgegeben hat.

Wenn jetzt, um das nationale Besteuerungsrecht auch bei inländischen Direktanlagen ausländischer REITs durchzusetzen, die Konstruktion des steuerbefreiten Immobilienvermögens von deutschen REITs als Sondervermögen ohne Rechtspersönlichkeit erforderlich wird, scheint die steuerpolitische Auseinandersetzung allerdings pragmatisch ohnehin im Sinne der auf inländische Immobilien beschränkten REITs entschieden. Denn die Umqualifizierung von Dividenden in Einkünfte aus Grundvermögen, nach Art. 6 des OECD-Musterabkommens der Doppelbesteuerung, gilt nur für inländische Immobilien. Ansonsten würde für Immobiliendirektanlagen im Ausland immer eine dortig entsprechende steuerliche Vorbelastung anzusetzen sein.

b) Keine Beschränkung von REITs auf börsennotierte Gesellschaften

Die Forderung der IFD, dass deutschen REITs börsennotiert sein müssen, wird in den Medien immer wieder als selbstverständlich vorausgesetzt.

Wenn die Börsennotierung darüber entscheidet, ob REITStrukturen genutzt werden dürfen, würde in einer mehrjährigen Anfangsphase so gut wie nur die Umwandlung von bestehenden börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften in REITs übrig bleiben. Ein IPO braucht nun einmal 2 bis 3 Jahre. Die konjunkturelle Einwirkung von REITs auf den deutschen Immobilienmarkt würde deshalb stark verzögert. Besonders weit abgeschlagen wären Wohnungsgesellschaften, denn bei diesen lässt sich im Rahmen eines Bookbuilding nur sehr schwer eine längerfristige Kursvoraussage treffen. Kursphantasien lassen sich so schon gar nicht erzeugen.

Die Zulässigkeit von nichtbörsennotierten REITs verhindert zudem, dass bei einem eventuellen Delisting zusätzliche steuerliche Risiken auftreten. Außerdem beruhen die Ertragserwartungen der Anteilseigner weiterhin auf der hohen gesetzlichen Mindestausschüttung.

Dass lediglich der Börsengang zu einer wirtschaftlichen „Transparenz“ verhilft, die die Begünstigung durch die Steuerbefreiung auf der Gesellschaftsebene rechtfertigt, lässt sich nicht gut aufrechterhalten. Denn gerade beim Börsengang kann die Story auch die Assets überlagern. Und durch die neue Prospektierungspflicht im Verkaufsprospektgesetz ist die Unterscheidung zwischen Börsen und anderen Anteilsmärkten stark eingeebnet.¹

¹ Vgl. Ziegler, Die Prospekthaftung am nichtorganisierten Kapitalmarkt im Spannungsverhältnis zu personengesellschaftsrechtlichen Grundsätzen DStR 17/2005 S. 30 ff.

Für die Zulässigkeit nichtbörsennotierter REITs spricht auch das Interesse der öffentlichen Hand, eigene Immobilienbestände durch REITs kapitalmarktfähig zu machen. U.U. ist ein überwiegender Streubesitz dabei anfänglich unerwünscht.

Der Kern eines modernen Investmentrechts ist es, Publizitätsanforderungen nach Art der Fungibilität von Rechten zu differenzieren.² Die Informationsfunktion des Kapitalmarkts muss dabei in dem Maße gestärkt werden, in dem Kapitalgeber Informationsasymmetrien ausgesetzt sind. Im deutschen Kapitalmarktrecht sind deshalb verschiedene öffentlich-rechtliche Stützen eingezogen, die die Preisbildung im Anteilshandel unterstützen: Publizität des Jahresabschlusses, Regelungen zur Vertriebsvermittlung, Verbot von Insidergeschäften. Die Wirksamkeit dieser Normen nimmt mit dem Übergang von Erstplatzierung (Emission, Kapitalerhöhung als Primärmarkt) und dem nachfolgenden Handel ab. Entscheidend bleibt am Ende, inwiefern die Nutzung von Insiderinformationen beschränkt ist.³

Die Attraktivität von REITs besteht, was in den USA und dem entwickelten Markt immer deutlicher geworden ist, darin, durch eine gesetzlich vorgeschriebene hohe Gewinnausschüttung die Befugnisse der Geschäftsführung bzw. des Vorstands einer Kapitalgesellschaft an dem entscheidenden Punkt der Gewinnverwendung wesentlich einzuschränken. Das gilt vor allem da, wo eine Bilanzpolitik durch Bildung stiller Reserven verhindert wird. REITs sind deshalb ein sehr robustes Kapitalmarktinstrument. Man sollte das nutzen und nicht nur börsennotierte REITs (Public REITs), sondern auch „öffentlich vertriebene“ REITs (Non-Exchange-Traded-REITs) und sogar nicht öffentlich, d.h. in einem definierten Anlegerkreis gehandelte REITs (Private REITs) zulassen.

² Vgl. dazu grundlegend Gerke/ Rapp, Strukturelle Neugestaltung des deutschen Investmentrechts ZBB 2/1992 S. 85 ff.

³ Vgl. Hopt, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? Teil II ZHR 5/1971 S. 389 ff.

3. Die Economics von REITs

Bei der Gründung der IDWR bestand vollständige Übereinstimmung darin, dass Politikberatung nur mit der betriebswirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit von REITs argumentieren kann. Vor allem muss, da REITs sich durch eine besondere steuerliche Behandlung auszeichnen, jeder Eindruck vermieden werden, dass mit Immobilien ein neues Steuersparmodell entstehen könnte.

In dieser Hinsicht hat die IDWR folgende grundlegende Kriterien der betriebswirtschaftlichen Vorteilhaftigkeit von REITs formuliert:

a) REIT als Instrument für einen verstärkten Kapitalzufluss in größere Bestände von Wohnimmobilien

Insbesondere sollen REITs eine Alternative zu Wohnungsprivatisierungen darstellen. Die Argumentation hat durch die jüngsten Transaktionen enorm an Brisanz gewonnen. Nicht nur aus dem Bundesfinanzministerium ist gefragt worden, ob die nach den Bieterverfahren von internationalen Investoren gezahlten Preise für Wohnungsunternehmen (Gagfah, GSW, Thyssen-Krupp-Immobilien, Viterra) REITs nicht überflüssig machen. Auch im Bereich der gewerblichen Immobilien – Beispiel: die beiden Deutsche-Bank-Portfolien, das Interesse an den Karstadt-Quelle-Immobilien – scheint dieser Markt gut zu funktionieren.

Allenfalls gibt es ein gewisses Unbehagen über den vergleichsweise beschränkten Kreis von internationalen Investoren, die sich mit Aussicht auf Erfolg um die zum Verkauf stehenden Immobilienpakete bemühen. Daran schließen sich weitere Fragen an: Was geschieht, wenn alle wichtigen Akteure ihre Handelsplattform gebildet haben?

Wie würden REITs die Preise bei großen Immobilientransaktionen beeinflussen? Fest steht auf jeden Fall, dass zu den Exit-Szenarien dieser Investoren die Überführung großer Immobilienbestände in REITs gehört. Zugleich würden REITs die Liste der Kaufinteressenten ausweiten, sobald damit überregional Immobilienkonzerne gebildet werden sollen.

b) Trennung von Immobilienbewirtschaftung und Kapitalmanagement

REIT-Strukturen würden besonders geeignet sein, das heute bei vielen Wohnungsunternehmen bereits hochprofessionalisierte Vermietungsmanagement durch eine Cashflow-Optimierung zu ergänzen. Dazu gehören auch neue Impulse für die Handelsstrategie, weil diese starken Einfluß auf die Ausschüttungen der REITs haben. Die REIT-Struktur ist deswegen geeignet, der Immobilienbewirtschaftung eine Kapitalmarkt-„Story“ wesentlich zu erleichtern. Außerdem begünstigt die stärkere Marktkapitalisierung eines Unternehmens die Fremdkapitalaufnahme auf den Cashflow der Immobilienbestände. Der indirekte Zusammenhang besteht darin, dass hoher Streubesitz die Fremdkapitalgeber vor Finanzierungsentscheidungen von traditionellen Mehrheitsgesellschaftern bewahrt.⁴

Auf dieser Grundlage (Lenkung von Kapitalzuflüssen, Cashflow-Optimierung) weisen REITs wesentliche wirtschaftliche Vorteile auf:

- a) Durch die hohen gesetzlichen Mindestausschüttungen wird die Anlagentransparenz verbessert und die Volatilität in den Ertragserwartungen stark herabgesetzt.

⁴ Vgl. Gutenberg, Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre Bd. III Die Finanzen 8. Aufl. Berlin 1980 S. 147

- b) Zugleich wirken sich Portfolioumschichtungen leichter als Signale für den Kapitalmarkt aus.
- c) Auch die Anteilstreuung führt zu einer erhöhten Marktkapitalisierung.
- d) REIT-Anteile sind neue Formen des Corporate Finance. Bisher gibt es lediglich aus den USA Zeitreihen über die Wertentwicklungen von REIT-Anteilen. Hier zeigt sich, dass die hohe gesetzlich festgelegte Ausschüttungsquote dazu führt, dass REITs Unternehmensanleihen näher als Aktien sind. REITs weisen jedoch eine sehr viel höhere Fungibilität als die gezeichneten Unternehmensanleihen auf.

4. Motive für den Kapitalzufluss in große Immobilienbestände

Die Europäische Zentralbank hat sich in jüngerer Zeit mehrmals mit Wertentwicklungen von Immobilien und dem Zufluss von Fremdkapital in große Immobilienbestände befasst. Immobilien übernehmen eine Finanzierungsfunktion, indem andere Produktionsfaktoren vergleichsweise kostengünstig werden. Die Entwicklung dieses Verhältnisses ist jedoch schwer vorauszusagen. Das Vertrauen in die Vermögenspreise kann dramatisch schwinden.⁵ Diese Befürchtung wird noch verschärft, wenn Finanzinvestoren so stark werden, dass sie „ihren Markt machen“.

⁵ Vgl. EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik Monatsbericht April 2005 S. 53 ff.

Der Anlagedruck auf Immobilienbestände äußert sich vor allem in drei Hinsichten:

a) Kurzfristig: Finanzierungsfunktion für Immobilien durch Preissteigerungen⁶

Dies ist in Deutschland allerdings nicht der Fall. Weiterhin gilt der deutsche Immobilienmarkt zumindest nicht als überbewertet. Die Wachstumsfinanzierung mit Immobilien ist zumindest unterentwickelt.

b) Mittelfristig: Ankauf von Immobilienbeständen durch Investoren mit perfektioniertem Zugang zu Fremdkapital (Opportunity Funds; Private Equity Funds)

Die im folgenden beschriebenen Investoren werden - verkürzt - aus zwei Gründen als „Finanzinvestoren“ bezeichnet: Zum einen haben sie einen perfektionierten Zugang zu Fremdkapital, zum anderen erfordert es ihre Zielrentabilität, sich nach fünf bis sieben Jahren aus Engagements zu lösen. Der besondere Kapitalmarktzugang wird durch die Kombination der Abschichtung von Kreditrisiken auf dem Kapitalmarkt und den Chancen einer profitbezogeneren Bestandsbewirtschaftung erreicht. Im Ergebnis wäre dabei eine mehr als mittelfristige Haltedauer – also mehr als 5-7 Jahre – suboptimal.

⁶ Grundsätzlich sind niedrige Zinsen dazu angetan, die Finanzierungsfunktion von Vermögen zu forcieren. Vor allem in Großbritannien und den USA ist die sowohl volkswirtschaftliche als auch betriebswirtschaftliche Schrittmacherfunktion von Immobilienanlagen weit entwickelt. Dazu trägt gewiss bei, dass die Kreditnehmer auf geänderte Zinskonditionen durch die Ausübung einer Put-Option bei sinkenden Zinsen ihr Kreditverhältnis neu gestalten können. Eine Vorfälligkeitsentschädigung wird nicht gefordert, die Kreditanpassung ist eben bereits in die Risikoprämie des Kreditgebers eingepreist.

Wesentlich für den Erfolg der Finanzinvestoren sind:

1. Die Ausweitung der Fremdkapitalfinanzierung gegenüber der Zielgesellschaft.
2. Die Übersetzung der prognostizierten Cashflows der Investition in strukturierte Risiken der Fremdkapitalgeber.
3. Die Ansprache der internationalen Kapitalmärkte ohne besonderes Währungsrisiko.

Die Referenzfinanzanlage, finanztechnisch Abzinsungspapiere (Zerobonds), erzwingt die Übersetzung in kurzfristigere Finanzinstrumente. Dadurch wird bereits mittelfristig das Eigenkapital mit dem Risikobudget überlastet, wenn der Leverage-Effekt zurückgeführt wird. Gegenüber den derzeitigen Immobilieneigentümern steht diesen Investoren jedoch ein sehr starker Fremdkapitalhebel zur Verfügung.

Ihre ausgefeilte Finanzierung erlaubt es mit reduziertem Risiko antizyklisch zu investieren.⁷

Erstaunlich sind auch die wirtschaftlichen Bedingungen, mit denen diese Investoren zurechtkommen. Ausschlussgründe sind nur hohe Leerstände und starke Instandhaltungsrückstaus.

⁷ Vgl. Meinel in Schäfer/Conzen, Praxishandbuch Immobilieninvestitionen München 2005 S. 204 ff.; Ernst & Young, Value added and Opportunity Funds: E&Y's 2003 Opportunistic Real Estate Private Equity Fund Survey.

c) Langfristig: Verlagerung der Liquidität auf den Wertpapierhandel

Hier verhilft die verminderte Volatilität den REITs zu einem eigenen Anlagenprofil. Durch die gesetzlich vorgeschriebene hohe Ausschüttungsquote wird der Unterschied der REIT-Beteiligung zu Finanzinstrumenten etwas eingeengt.

Grundsätzlich bestehen jedoch die Differenzen der Preisbildung bei der Übernahme von Immobilienbeständen durch REITs und durch Finanzinvestoren mit perfektioniertem Zugang zu Fremdkapital fort: Anstelle der präzisen Transformation in Kapitalmarktrisiken bleibt es bei der Schätzung der Ertragserwartungen aus dem Unternehmen. Der eingeschränkten Liquidität des Finanzinvestors bei seinem Engagement steht allerdings die höhere Liquidität des Anteilseigentums gegenüber.

Die Voraussagbarkeit der Wertentwicklung ist methodisch und auch nach dem Marktgeschehen (idealtypisch mit hohem Streubesitz) bei REITs sehr viel weniger ausgefeilt als die Prognose der Rentabilität bei Finanzinvestoren. Die Crux ist die Entfernung des Aktienhandels vom vollkommenen Kapitalmarkt. Da der indexbezogene Residualmarkt eine Gewichtung verschiedener Indizes darstellt, erfolgt die Ermittlung der Risikoprämie mithilfe einer Schätzung des Unternehmensrisikos.⁸

Bereits im möglichen Eigentümerwechsel durch Anteilsveräußerungen liegt ein Wertsteigerungspotential durch ein verändertes Managementverhalten.⁹

⁸ Vgl. Bessler/ Opfer, Aktienrenditen und makroökonomische Risikoprämien: Eine empirische Untersuchung für den deutschen Kapitalmarkt ZBB 2/ 2005 S. 73 ff.

⁹ Vgl. zu börsennotierten UK-Building Societies Heffernan, The effect of UK building society converting on pricing behaviour Journal of Banking & Finance 29/ 2005 S. 779 ff.

5. Veräußerung an einen Finanzinvestor – oder Begründung eines REIT durch den Immobilieneigentümer?

Daraus kann man für das Verhältnis des Ankaufs von großen Immobilienbeständen durch internationale Investoren und REITs als neuem Kapitalmarktinstrument zweierlei sagen: Zum einen würden REITs zum Exit der Finanzinvestoren aus ihrem Engagement genutzt. Zum anderen stellen REITs ein Kapitalmarktinstrument dar, mit dem die derzeitigen Immobilieneigentümer eine lohnende Alternative zur Veräußerung erhalten.

Strukturell wird der Emissionspreis zwar unter dem Preis liegen, den internationale Investoren bei der Übernahme zu zahlen in der Lage sind. Das liegt zum einen theoretisch an der weniger ausgefeilten Kapitalmarktinformation. Zum anderen kommt praktisch hinzu, dass die mit der Emission beauftragten Institutionen sich in einem Interessengeflecht befinden. Dem Bestreben, einen möglichst hohen Emissionspreis zu erzielen, stehen andere Rücksichten gegenüber, besonders auf institutionelle Zeichnungsinteressenten. Denn mit diesen besteht eine länger währende Zusammenarbeit.

Dennoch kann für die bisherigen Immobilieneigentümer die Einbringung der Immobilien in einen REIT gegenüber der Veräußerung an einen Finanzinvestor vorteilhaft sein:

a) Möglichkeit zur fortbestehenden Einflussnahme

Dies kann aus sehr verschiedenen Gründen interessant sein:

- sozialpolitische Zwecksetzungen

- teilweise über Miet- oder Pachtverträge eigenbetrieblich genutzte Immobilien im Portfolio
- komplizierte Entscheidungsfindung der Gesellschafter mit heterogenen Interessen
- öffentlich-rechtliche Versorgungsaufträge

b) Langfristige Erträge durch Ausschüttungen eines REIT

Häufig können die Anteilsveräußerung und die nachfolgenden Ausschüttungen sogar interessanter sein als die Veräußerung der Immobilien. Das gilt zusätzlich, wenn die gerade dargestellten Verpflichtungen (Belegungsrechte; Instandhaltungs- und Modernisierungsverpflichtungen; Betriebsführungsverpflichtungen) preisliche Komponenten enthalten.

Die Begründung eines REIT kann vor allem dann gegenüber der Veräußerung die interessantere Alternative sein, wenn es an Wiederanlagemöglichkeiten mangelt.

6. Der „beste REIT“? – Rechtliche Ausgestaltung und wirtschaftliche Funktion

In der Diskussion um deutsche REITs ist immer wieder in Anspruch genommen worden, weltweit besonders konkurrenzfähige REITs zu schaffen. Was dazugehörte ist schlecht zu sagen: auf jeden Fall dass eine Überwachung durch die BAFin nicht stattfindet. Angeblich sollen auch die zwingende Börsennotierung und die internationalen Anlagemöglichkeiten zu den besten REITs gehören. Das ist im Folgenden noch zu prüfen.

Umgekehrt ist die Finanzverwaltung von der Befürchtung geplagt worden, dass die rechtlichen Grundlagen für REITs geschaffen werden – und dies die Bedingung dafür ist, dass auch inländische Anleger sich vor allem für ausländische REITs interessieren. Diese würden dann wegen der Steuerfreiheit im europäischen Binnenmarkt in deutsche Immobilien investieren.

REITs als stapled stock von Kapitalgesellschaft und Sondervermögen haben in beide Richtungen für Klarheit gesorgt. Das Sondervermögen, der steuerfreie Kern des REIT, kann nur in inländische Immobilien direkt investiert sein. Das bedeutet: Der REIT lebt von der Perspektive der Immobilienmärkte in seinem Sitzstaat. Die Einführung von REITs würde deshalb das labile Interesse von ausländischen Finanzinvestoren an deutschen Immobilien stabilisieren. Zugleich würde die Konkurrenz inländischer Immobilieninvestoren gestärkt.

Dem internationalen Vergleich wird dadurch die Schärfe genommen. Wenn man REITs in verschiedenen Staaten vergleicht, so ist das wesentliche Unterscheidungsmerkmal die Restriktion der Anlage. Viele ausländische REITs müssen einen vergleichsweise hohen Anteil an liquideren indirekten Immobilienanlagen halten.

Der deutsche REIT in der Stapled-Stock-Konstruktion würde im nationalen Vergleich große Vorteile aufweisen:

- a) Die Immobilienverwaltung wäre, da Verbindlichkeiten von der Kapitalgesellschaft nicht für den Fonds aufgenommen werden dürfen, vor operativen Risiken weitgehend gesichert.
- b) Von allen indirekten Immobilieninvestitionen würde ein REIT die niedrigsten Transformationskosten verursachen.

- c) Es gäbe, da § 23 EStG bei Veräußerungen aus dem Fonds nicht eingreift, keine Präferenz für lange Mindesthaltedauern.
- d) Die wesentliche, steuerliche Definition des abgegrenzten Sondervermögens wirkt durch gesellschaftsrechtliche Sanktion (penalty default rule).¹⁰

7. Chancen und Perspektiven

REITs sind Kapitalmarktinstrumente, durch die langfristige Investitionen in Immobilien durch die flexible Steuerung des Streubesitzes durch den bisherigen Eigentümer und eine verminderte Volatilität kombiniert werden.

a) Sensibilisierte Marktreaktion auf Managementleistungen

Infolge der hohen gesetzlichen Ausschüttungsverpflichtung reagieren Anteilseigner von REITs sehr stark auf die Performance des Managements. Gemeint ist das im strengen Sinn, inwiefern der REIT ertragreicher ist als der Immobilienmarkt. Das zeigen die Erfolgskomponenten von US-REITs: Branchenbezug; freie Berater für die Portfolioumschichtung; Entwicklung von Holdingkonstruktionen (Up-REITs); zusätzliche Immobiliendienstleistungen, die auch für Dritte erbracht werden.

¹⁰ Vgl. Fleischer, Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht ZHR 2004 S. 673 ff.

b) Begünstigung von großen Bestandskonglomerationen

REITs haben als rechtliche Gestaltung und als Kapitalmarktinstrument mit gesetzlicher hoher Ausschüttungsverpflichtung ein eigenes Aufwertungspotential. Dieses wirkt sich unmittelbar aus, sobald in einen REIT zusätzliche Immobilienpakete eingebracht werden. Deshalb begünstigt ein REIT das Entstehen große Bewirtschaftungskonglomerate.

c) Stabilisierung großvolumiger Immobilientransaktionen

Die Begründung eines REIT beinhaltet die Chance, dass der bisherige Eigentümer der Immobilien zwar erst allmählich seine Anteile reduziert. Zugleich sind die Möglichkeiten auch eines Anteilseigners etwa mit 50 Prozent plus einen Anteil zur Einflussnahme auf die Gewinnverwendung äußerst gering.

Das sind gute Bedingungen, um im Kapitalmarkt eine planmäßige Anteilstreuung glaubhaft zu machen. Die Gefahr, dass großvolumige Transaktionsangebote wieder zurückgezogen werden, kann so ausgeschlossen werden.

d) Interne Marktpflege

REITs begünstigen zwar die Bewirtschaftung größerer Immobilienbestände. Die Ausschüttungsbezogenheit verbietet es jedoch, dauerhaft Immobilienkonglomerate in einen REIT zu überführen. Erforderlich ist, dass ein Plan über die Bestandssegmentierung für den Kapitalmarkt kommuniziert wird. Deshalb wird eine wenig heterogene Bestandsstruktur belohnt.

e) **Regionale Diversifizierung**

REIT-Strukturen können genutzt werden, damit Wohnungsunternehmen für die Bestandsbewirtschaftung lokale Partner in das externe REIT-Management einbeziehen.

Grundsätzlich ist es sogar möglich, dass kommunale Wohnungsgesellschaften sich an einem von ihnen in lokaler Zuständigkeit verwalteten Portfolio gegenseitig beteiligen.

f) **Verbesserter Einsatz für Altersvorsorgeprodukte**

Eine Umschichtung zwischen Asset-Klassen ermöglicht es dem Versicherungsgeber auf den veränderten Kohortenaufbau der Versorgungsberechtigten flexibel zu reagieren.¹¹

g) **Keine Belastung von Immobilientransaktionen durch abstrakt definierte Sozialstandards**

Anlässlich von Wohnungsprivatisierungen werden üblicherweise Sozialstandards für den Bestandsschutz von Mietverhältnissen und Beschäftigungsverhältnissen definiert. Dies erübrigt sich, solange der bisherige Eigentümer einen wesentlichen Einfluss auf die Geschäftspolitik beibehalten kann.

¹¹ Vgl. Gründl/Nietert/Schmeiser, Zur Zusage der nominalen Kapitalerhaltung bei investmentfonds-basierten Riester-Produkten ZfB 2/2004 S. 119 ff. (S. 129 f.).

h) Lösung der EK-02-Blockade

Das Alt-EK-02 wirkt im geltenden Körperschaftsteuerrecht wie eine Ausschüttungssperre - REITs unterliegen jedoch nicht dem Körperschaftsteuerregime. Sie schütten aber alle Erträge aus. Insofern schlägt die IDWR – wie die IFD-Arbeitsgruppe – vor, diese EK-Position ersatzlos zu streichen.

Kontakt: Dr. Harm Carls
Dr. Carls Consulting
Mittelstraße 55
10117 Berlin
Tel.: 0 30 / 22 48 87 12
Fax: 0 30 / 22 48 82 94
info@carls-consulting.de