

Vortragsmanuskript meines Vortrags während der Börsentage in Norddeutschland  
in Hamburg am 29.10.2005 und in Hannover am 05. November 2005.

## "Real Estate Investment Trust – REITs mit Reiz"

---

### Phoenix in der Asche? ... Phoenix aus der Asche!

Mitten in der Immobilienkrise Deutschlands kommt eine Diskussion in Gang.

Richtiger: eine Diskussion, die hinter den Kulissen sehr weitgehend bereits abgeschlossen ist – die Diskussion, ob es auch in Deutschland Immobilien-Aktiengesellschaften nach amerikanischem Muster geben sollte?

Gemeint sind die Spezialgesellschaften mit der weltweit üblichen Bezeichnung

### **Real Estate Investment Trust ("REITs")**

Diese speziellen börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften gibt es in den USA seit 1960 und sie haben dort bewirkt, dass der US-Immobilienmarkt professionell und damit profitabel läuft. In anderen Ländern (z.B. in Frankreich, Japan und Holland) gibt es REITs ebenfalls. Auch dort haben diese Spezial-Immobiliengesellschaften positiv auf dortige Märkte gewirkt.

Der Reiz für REITs ergibt sich aus der im Vergleich zu anderen Aktiengesellschaften steuerlichen Begünstigung. In der Regel sieht die (weltweit übliche) Steuervergünstigung so aus:

Ein REIT ansich wird nicht körperschaftsteuerpflichtig, wenn

1. mehr als 75 % des Gewinns aus der Verpachtung, Vermietung und ggf. Verkauf des eigenen Immobilienbesitzes stammt  
und
2. jährlich 90 % oder mehr des Gewinns an die REITs-Aktionäre ausgeschüttet werden.

Diese Steuergestaltung zusammen mit der Professionalität der REITs hat in anderen Ländern durchweg dazu geführt, dass die REITs-Aktionäre gute Anlageerfolge erzielten.

Im Vergleich zu den in Deutschland etablierten Offenen Immobilienfonds haben REITs zudem einen wesentlichen "Konstruktionsvorteil": REITs leiden in ihrem unternehmerischen Dasein nicht unter dem Verkauf ihrer Anteile, die ja Aktien darstellen, und an der Börse ihre Käufer finden. Eine "Rückgabe" von Anteilen seitens der Anleger wirkt sich also nicht auf die Handlungsfreiheiten des REITs aus.

Hinzu kommt, dass REITs nach Meinung von Christoph Beck, Geschäftsführer der Leipziger Wohnungsgesellschaft, den Anlegern eine höhere Sicherheit als Offene Immobilienfonds böten, da REITs laufend "am Markt" bewertet würden, während sich bei Offenen Immobilienfonds versteckte Überbewertungen über Jahre hinweg auftürmen könnten. Dies sehen die Vertreter Offener Immobilienfonds naturgemäß gänzlich anders. Sie weisen darauf hin, dass die zu erwartenden REITs-Aktien im Rahmen des Börsenhandels wesentlich größere Kursbewegungen ("Volatilität") aufweisen würden, als die bisher in Deutschland üblichen Offenen Immobilienfonds. Ein Argument, das grundsätzlich zu beachten ist.

## Gesetzliche Rahmenbedingungen? – Die große Linie ist abgesteckt!

Die von Banken unter der Bezeichnung "Initiative Finanzplatz Deutschland" ("IFD") gebildete Initiative hat wesentlichen Einfluss auf die **zu erwartenden gesetzlichen Rahmenbedingungen** für deutsche REITs ("G-REITs").

Die IFD hatte eine als Diskussionspapier bezeichnete Vorstellung zum Thema REITs Ende Januar 2005 vorgelegt.

Inzwischen haben auch weitere Vereinigungen und Verbände von Finanzdienstleistungs-unternehmen ihre Stellungnahmen dazu veröffentlicht.

Nach Vorstellung der IFD soll der deutsche REIT eine börsennotierte Aktiengesellschaft sein. Der Jahresabschluss des REIT soll nach internationalem Rechnungslegungsstandard (IFRS) aufgelegt werden. Um Anreize für die Mobilisierung von Immobilienvermögen zu schaffen, sollen stille Reserven, die bei der Einbringung von (Alt-)Immobilien in REITs realisiert werden, für einen kommenden Zeitraum von fünf Jahren nur mit einem sog. halben Ertragssteuersatz (wahrscheinlich 20 %) besteuert werden.

Der Erfolg/Ertrag eines deutschen REITs soll zudem ausschließlich auf Anlegerebene besteuert werden; also Besteuerung der Dividende. Für Dividenden aus REITs soll das sog. Halbeinkünfteverfahren allerdings **nicht** gelten.

Da dieses Verfahren unter Steuerexperten ausserordentlich umstritten ist, sind in die Diskussion auch zwei weitere Besteuerungsideen eingebracht worden: ein Modell, bei dem eine Ausschüttung aus einem REITs vereinfacht ausgedrückt keine Dividende sein soll; sondern ein *Immobilien*ertrag. Und ein weiteres Modell, das vereinfacht ausgedrückt den Ertrag als *Nießbrauch* definiert.

"Offiziell" hat die IFD zu anderen gesetzlichen Erfordernissen m.W. keine Stellung bezogen. So gab es hinter den Kulissen ein Gerangel, ob REITs ggf. innerhalb des schon bestehenden Investmentgesetzes zu regulieren seien – oder ein spezielles Gesetz erforderlich wäre. Der Bundesverband Deutscher Investmentgesellschaften ("BVI") sprach sich ursprünglich für die Regelung von REITs innerhalb des Investmentgesetzes aus. Damit wären REITs dann auch unter die bürokratische Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen gefallen. Dies ist offenbar durch Einflussnahme potentieller ausländischer REITs-Investoren verhindert worden. Im Februar 2005 erklärte das Bundesfinanzministerium, dass es ein eigenes Gesetz für REITs geben werde.

"Inoffiziell" hat der IFD-Experte Klaus Droste (Deutsche Bank) auch schon eine gesellschaftsrechtliche Bedingung für REITs in's Spiel gebracht: REITs in Deutschland sollten ein Grundkapital von 50 Millionen aufweisen. Während eines Immobilienkongresses, auf dem sich die Immobilienwirtschaft Anfang Februar traf, sprach sich Hans Volkert Volckens vom Rechtsberatungsunternehmen Beiten Burkhard für eine Mindestkapitalisierung von etwa 200 Millionen aus.

Zur Vorbereitung des kommenden REITs-Gesetzes laufen Gespräche zwischen der Bundes- und den Länderregierungen. Diese seien, wie Hessens Finanzminister Anfang Februar 2005 erklärte, "sehr vielversprechend". Es gäbe von keinem der beteiligten Ländern (Hamburg, Nordrhein-Westfalen, Hessen, Bayern und Rheinland-Pfalz) grundsätzlichen Widerstand gegen REITs. Schon Anfang April 2005 sollte ein erster Gesetzentwurf vorgelegt werden, der dann bis zum Herbst Bundestag und Bundesrat passieren sollte. Allerdings ist der Wunsch, das REITs-Gesetz "wasserdicht in puncto Steuerschlupflöcher zu machen", ein Knackpunkt. Die vorzeitige Neuwahl der Bundesregierung hat es gänzlich unmöglich machen, dass der ursprüngliche Zeitplan der "alten" Bundesregierung, das REITs-Gesetz zum Januar 2006 inkraft zusetzen, eingehalten wird.

## Der Markt für G-REITs – Gigantisch? – Und wenn Ja, für wen?

Je nach Blickrichtung werden als "Markt für REITs in Deutschland" sehr unterschiedliche Volumensangaben ins Spiel gebracht. Da gibt es m.E. ggf. schon zuviel Euphorie! So ließ sich die auf die Analyse von Immobilienaktien spezialisierte niederländische Bank van Kempen & Co damit zitieren, "*dass die Ankündigung eines deutsche REITs-Gesetzes eine Revolution in der deutschen Immobilienbranche auslösen*" würde.

Die schon erwähnte IFD schätzt, dass sich das **Marktpotential** auf ca. 127 Milliarden im Jahr 2010 belaufen könnte. IFD geht davon aus, dass davon rund 60 Milliarden aus der Einbringung von Immobilien stammen könnten, die sich bisher im Besitz von Unternehmen befinden. Anderen Quellen zufolge sind dreiviertel der von deutschen Unternehmen genutzten Immobilien in deren Eigentum. Und daraus könnte bis 2010 ein Volumen von 30 Milliarden ausgegliedert werden. Zudem hält die Öffentliche Hand Wohnimmobilien im Wert von 110 Milliarden.

Etwas nüchterner sieht Hermann Prella, Managing Director der Frankfurter Filiale der Schweizer Großbank UBS, die Marktentwicklung: "*Innerhalb von fünf bis sieben Jahren könnte der REITs-Markt in Deutschland ein Volumen von 25 bis 50 Milliarden*" erzielen, prognostizierte er Mitte Dezember 2004.

Bei diesen Summen stellt sich die Frage, wer diese Kapitalien durch ggf. neu auszugebende kapitalerhöhende REITs-Aktien zeichnen und zur Verfügung stellen wird?

Offenbar setzt die bundesdeutsche Immobilienwirtschaft und auch der Gesetzgeber auf **Immobilien-Großanleger aus dem anglo-amerikanischen Raum**. Diese hatten bereits in den letzten zwei Jahren durch spektakuläre Immobilienkäufe in Deutschland von sich reden gemacht. So hatten zum Beispiel US-Großinvestoren zusammen mit der Investmentbank Goldman Sachs im Herbst 2004 von der größten Berliner Wohnungsbaugesellschaft GSW 66 000 Wohnungen gekauft. Ausserordentlich rührig ist auch das deutsche Privatbankhaus Oppenheim im Zusammenspiel beim Kauf von großen Immobilienbeständen mit US-Investoren. Eine der größten Lebensversicherungen England's drängt ebenfalls auf den deutschen Immobilienmarkt: Christopher Walker von Scottish Widows (Tochtergesellschaft der Lloyds-TSB-Bank!) reiste im November 2004 durch Deutschland und fand "viele attraktive Geschäfts-möglichkeiten". Fortress, eine US-Anlegergruppe, hat etwa 10 Milliarden Dollar angehäuft, mit denen in Deutschland weitere Wohnimmobilien gekauft werden sollen.

**Die spektakulärsten Käufe/Verkäufe von Wohnimmobilien in Deutschland im Jahr 2004**

<i>Käufer</i>	<i>Kaufpreis</i>	<i>Wohnungen</i>	<i>Verkäufer</i>
Fortress (USA)	3,5 Mrd	82 000	Sozialversicherung BfA
Goldman Sachs/Cerberus (USA)	2,1 Mrd	66 000	Land Berlin (GSW)
Morgan Stanley/Corpus (USA/Deutschl.)	2,1 Mrd	48 000	ThyssenKrupp
Blackstone (USA)	1,4 Mrd	31 000	WCM
Mira Grund (Deutschland)	0,6 Mrd	27 000	Viterra

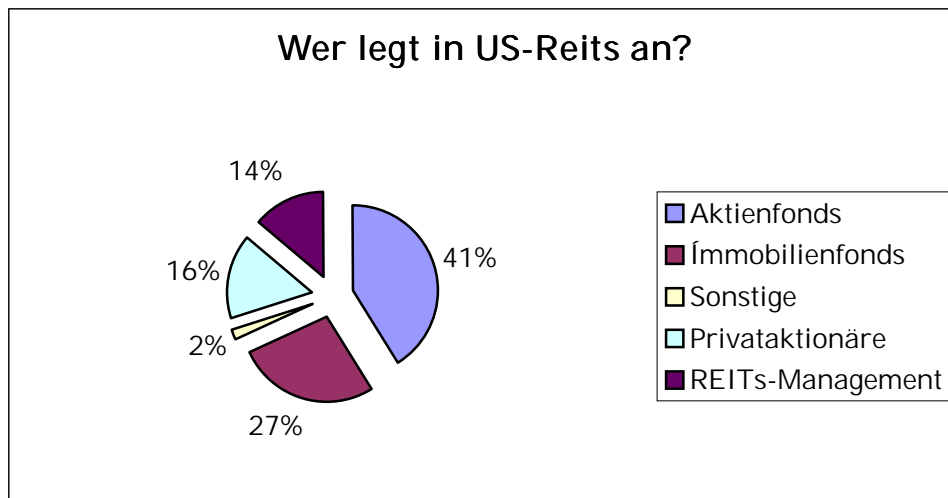
Weitere spektakuläre Käufe durch ausländische Großanleger sind auch im Jahr 2005 durchgeführt worden und weitere sind immer noch zu erwarten.

## REITs – Immobilienanlage für Privatanleger?

Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft ("OIK"), die größte unter den 20 deutschen Immobilienspezialfonds-Anbietern und Tochter der Privatbank Sal. Oppenheim und der IVG Immobilien AG, geht davon aus, dass eine "Vielzahl von Immobilien AG's" sich für eine Umwandlung in REITs entscheiden würde.

Andererseits gab die Schweizer Privatbank Lombard Odier Darier Hentsch vor einem Jahr bekannt, dass sie die Analysetätigkeit für Immobilien-AG's eingestellt habe. Die der Schweizer Immobiliengesellschaft Swiss Prime Site nahe stehende Credit Suisse First Boston hat ihre Analysetätigkeit für die Immobilienbranche ebenfalls eingestellt.

Dies sollte nach Meinung der Zürcher Anlegerzeitung Finanz & Wirtschaft ("F&W") nicht als Signal verstanden werden, mit professionell bewirtschafteten Immobilien ließe sich kein Geld verdienen. "*Nur verdienen Banken keines im Handelsgeschäft mit Immobilienaktien*", so Konrad Koch in der F&W-Beilage Portfolio 2004. Sinngemäß kann dieses auch für spätere REITs-Aktien in Deutschland gelten.



Direkte Privatanleger (16 % Anteil am Marktkapital der US-REITs) sind auch in den REITs-erfahrenen USA in der Unterzahl. Es kann allerdings angenommen werden, dass Privatanleger mittelbar über Aktienfonds einen größeren Anteil am Kapital der US-REITs halten, als das obige Schaubild auf den ersten Blick darstellt.

## REITs – Immobilienanlage für Privatanleger?

REITs-Anlagen aus USA oder Europa sind dem hiesigen Privatanleger bereits zugänglich. Die Einführung von deutschen **REITs wird die Anlagemöglichkeiten vielfältigen**. Die Finanzbranche ist mit der "Entwicklung geeigneter Anlageprodukte" bereits beschäftigt und wird insbesondere Fonds, die REITs in ihr Portfolio hineinnehmen, empfehlen. Ein zweite sinnvolle Anlageform wird der Erwerb von sog. Zertifikaten sein, die sich auf die Kursentwicklung von REITs bzw. die Wertentwicklung von Indices, die aus REITs-Kursen gebildet werden, beziehen.

<b>Eine Auswahl an bereits bestehenden REITs-Fonds</b>				
<i>Fondsbezeichnung (Kurztext)</i>	<i>Anlage- Schwerpunkt (soweit zu ermitteln)</i>	<i>WKN</i>	<i>3-Jahres- Wertentwicklung (% p.a.) Stand 31.01.05</i>	<i>Zum Vergleich: 3-Jahres- Wertent- wicklung (% p.a.) Stand 31.05.04</i>
AXA Aedificandi	Europa	A0B9Q4	23,2 %	
Henderson Horizon-Pan European	Europa	989232	21,4 %	8,8 %
CS Equity Fund European Prop.	Europa	796584	18,5 %	
Morgan Stanley European Prop.	Europa	987352	17,5 %	6,4 %
ING European Real Estate	Europa	937486	15,0 %	5,1 %
E&G Fonds Immobilienaktien Euro	Europa	940739	14,1 %	4,6 %
GPA Global Property Fund	weltweit	798576	12,3 %	
Aktinvest US-REITs	USA	986901	6,9 %	4,3 %
DG North American Real Estate	USA	939943	5,7 %	0,7 %

\*Daten ermittelt durch Feri Trust und veröffentlicht in portfolio international bzw. Handelsblatt

Die auf den ersten Blick nach dem Stand vom 31. Januar 2005 überragenden Anlageerfolge der in Europa anlegenden "REITs-Fonds" im zurückliegenden Dreijahreszeitraum sind überwiegend auf den aussergewöhnlichen Kursanstieg der Immobilienaktien im Einzeljahr 2004 zurückzuführen!

So hatte z.B. im "Einzeljahr 2004" der AXA Aedificandi einen Wertgewinn von 41 % vorzuweisen. Der Morgan Stanley European Property Fund legte im Jahr 2004 rund 35 % zu. Der zum Vergleich in der obigen Tabelle aufgeführte 3-Jahres-Erfolg der Periode 2001-2004 relativiert die Ergebnisse in die m.E. richtige Richtung; nämlich auf das "Normalniveau" dessen, was vielleicht langfristig auch zukünftig erwartet werden kann.