

Wozu REITs? – Pro und Kontra

Noch ist in Sachen deutscher REIT nichts entschieden; noch tobt die Diskussion über das Ob und Wie. Und weil das Thema nun schon so lange den öffentlichen Raum beherrscht, wurde die Schar derer, die sich zur Teilnahme am Disput berufen fühlen, immer größer, der Chor immer vielstimmiger. Ein Dirigent, der den Kanon zur Harmonie und zu einem wohlklingenden Ganzen führen könnte, fehlt bis jetzt. So sind sich auch die Befürworter der REITs uneins, ob das Vehikel börsennotiert sein muss oder nicht (siehe hierzu in diesem Heft Seite 506–510) Welche Argumente werden vorgebracht – pro und kontra REIT? Soweit diese eindeutige Gegenüberstellung angesichts der Gemengelage von unterschiedlichen Interessen überhaupt möglich ist, soll dies im Folgenden aufgezeigt werden.

Initiiert wurde die REIT-Diskussion vor kaum zwei Jahren von der Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD), die im November 2005 auch als erstes Konzept einen börsennotierten REIT mit Trustvermögen vorstellte. Hinter der IFD stehen 18 Institutionen, Banken und Versicherungen, angefangen bei der Deutschen Bundesbank über die Großbanken bis hin zum US-amerikanischen Investmenthaus Morgan Stanley. Auch vier weitere Investmentbanken amerikanischer Provenienz sind assoziiert. Angesichts des geballten Finanz-Know-hows fragen die REIT-Kritiker, welches Interesse diese erlauchte Gruppe an dem neuen Vehikel hat. Den Standort Deutschland mit innovativen Produkten stärken, erhalten sie zur Antwort.

Denn REIT-Aktien würden wegen der zugrunde liegenden Immobilienwerte anders rentieren als Aktien, Anleihen oder Liquidität, so dass sich positive Portfolioeffekte ergäben. Auch würden sie das bestehende Spektrum indirekter Immobilienanlagen sinnvoll ergänzen. Wie die Offenen Fonds würden sie Steuervorteile (Befreiung von der Gewerbesteuer) genießen, sich aber wegen der höheren Volatilität eher für institutionelle Anleger eignen. Gegenüber den Spezialfonds hätten REITs den Vorteil der besseren Fungibilität. Wobei das freilich nur für die Public-REITs gelten würde, bei denen die Höhe der Anteile pro Investor limitiert wäre. Ein Private REIT, mit nur einem oder wenigen Anlegern, hätte wie der Spezialfonds den Nachteil, dass die Anteile nur schwer und eventuell mit Verlusten zu veräußern wären. Kaum zu handeln sind Anteile an Geschlossenen Fonds, während die bestehenden Immobilien-Aktiengesellschaften zwar hoch fungibel, aber durch die doppelte Besteuerung auf Unternehmens- und Anlegerebene diskriminiert sind.

Dieser Vergleich mit den bestehenden Anlageformen zeigt für die REIT-Verweigerer, dass mit dem REIT nur die Rosinen herausgepickt werden sollen. Zudem sei das Vehikel nur ein neues Beratungsprodukt der Investmentbanken, die bei der erhofften Flut von Börsengängen kräftig Kasse machen wollen. Gleichzeitig würde vor allem den Versicherungen und Großunternehmen eine Möglichkeit gegeben, sich steuervergünstigt von schlechten Beständen zu trennen. Allerdings wird auch von den Kritikern zugestanden, dass sich mit dem REIT stille Reserven heben lassen, die für neue Investitionen in den Kerngeschäften eingesetzt werden könnten. Ob sich daraus aber – wie die Befürworter argumentieren – nennenswerte Effekte für den Arbeits-

markt ergeben, muss angesichts der strukturellen Probleme bezweifelt werden.

Zudem wird argumentiert, dass der Gesetzgeber nicht auf der einen Seite Steuerschlupflöcher schließen könne, wie bei den Geschlossenen Fonds zum 1. Januar 2006 geschehen, um an anderer Stelle ein neues aufzureißen. Denn auch wenn der REIT mindestens 90 Prozent seiner Gewinne ausschütten müsste, so kann eine ausreichende Besteuerung beim Anleger nicht sichergestellt werden, um die Steuerausfälle zu kompensieren. Denn aufgrund der Doppelbesteuerungsabkommen (DBA) hätte der deutsche Fiskus nicht nur erhebliche Probleme mit der Steuererhebung bei Ausländern, auch Inländer könnten über ausländische Gesellschaften Anteile an deutschen REITs halten, ohne die damit erzielten Gewinne versteuern zu müssen. Als Lösung schlägt die IFD bekanntlich ein Trennungsmodell vor, bei dem der Anleger zwar Anteile am REIT besitzt, aber nicht der REIT sondern ein Treuhänder die Immobilien verwaltet, aus denen dem Anleger Erträge aus Vermietung und Verpachtung zufließen. Diese wiederum sind auch bei Ausländern voll besteuertungsfähig, weil die DBA in der Regel vorsehen, dass dem Staat, in dem sich das Grundstück befindet, auch die Steuern auf Mieten und Pachten zustehen, die mit der Liegenschaft erzielt wurden (Belegenheitsprinzip). Um REIT-Investitionen dennoch steuerlich attraktiv zu machen, sollen die Erträge nur einer 20-prozentigen Quellensteuer unterliegen, schlägt die IFD vor.

Hinter dem Trennungsmodell vermuten die REIT-Gegner vor allem in der Bundestagsfraktion der SPD ein trojanisches Pferd, „in dessen Bauch umfangreiche steuerliche Verlustverrechnungsmöglichkeiten transportiert werden“. Welche das sein könnten, wird jedoch nicht genauer erklärt. Gleichwohl ist das Trennungsmodell wegen seiner Komplexität selbst bei den REIT-Begeisterten umstritten. So favorisiert das Bundesministerium der Finanzen (BMF) derzeit ein Dividendenmodell, das sich stark an den britischen Entwurf anlehnt. Allerdings ist dabei die Besteuerung von Ausländern hier wie dort noch nicht befriedigend gelöst. Folglich verweisen die Kritiker auf die Erfahrungen in Frankreich, wo sich vor allem das DBA mit Spanien nachteilig für den französischen Fiskus auswirkte. Von zwei Milliarden Euro Mindereinnahmen pro Jahr ist dabei die Rede.

Strittig ist auch, wie die Einbringung der Immobilien in einen REIT steuerlich behandelt werden soll. Um dem Vehikel den nötigen Anfangsschwung zu geben, müsse für eine gewisse Zeit die Grund- und die Grunderwerbsteuer gesenkt beziehungsweise ausgesetzt werden, wenn Liegenschaften in einen REIT überführt werden. Hier allerdings könnten die Länder und Kommunen mit Verweis auf die knappen Haushalte ein Veto einlegen, denn die Grundsteuer steht den Städten und Gemeinden, die Grunderwerbsteuer den Ländern zu.

Ein nächstes, noch ungeklärtes Problem ist der Umgang mit den Steuerprivilegien, die vielen Wohnungsgesellschaften gewährt wurden, als sie 1990 aus der Gemeinnützigkeit entlassen wurden. Die unbesteuerten Rücklagen, die so genannten EK02-Bestände, beliefen sich zum Jahresende 2003 auf immerhin

78 Milliarden Euro. Bei ihren Ausschüttungen an die Gesellschafter müssen diese Unternehmen auch einen Teil des EK02 nachversteuern. Deshalb werde versucht, die Ausschüttungen möglichst gering zu halten. Ist eine Überführung dieser Gesellschaften in einen REIT damit erst möglich, wenn der EK02-Bestand abgebaut oder sofort – steuerwirksam – abgebaut wurde? Falls ja, käme ein REIT für diese Wohnungen wohl nicht in Frage.

Ein weiteres Pro-REIT-Argument ist, dass mit der neuen Assetklasse die Attraktivität des Standorts Deutschland für Immobilienunternehmen erhalten bleibe. Kommt der REIT nicht nach Deutschland, so warnt die IFD, würden deutsche Immobilien in ausländische REITs gepackt – mit steuerlichen Nachteilen für den deutschen Fiskus. Erste Beispiele gäbe es bereits. Doch lediglich der US-Investor Fortress, der die Filialen der Dresdner Bank an die Amsterdamer Börse brachte, kann damit gemeint sein. Denn die Commerz Grundbesitz brachte keine deutschen, sondern drei Pariser Immobilien in eine SIIC, das französische Pendant zum REIT, ein. Die Gründe dafür waren eher Steuerersparnisse in Frankreich, die dringend benötigt wurden, um einen Teil der beachtlichen Mittelabflüsse aus dem Offenen Immobilienfonds zu kompensieren. Und auch die Vivacon sagte den Börsengang eines REIT-ähnlichen Konstruktes an der Londoner Börse mangels Anlegerinteresses ab.

Auch die möglichen Konjunkturimpulse durch REITs sehen die Kritiker nicht. Zwar prognostiziert die IFD für die ersten fünf Jahre nach Einführung des steuerbegünstigten Vehikels, dass Immobilien im Wert von 120 Milliarden Euro in die REITs eingebracht werden, doch rechnen Pessimisten mit wesentlich weniger. Denn aufgrund von Basel II und den steigenden Anforderungen der Ratingagenturen würde die Kreditwürdigkeit von Unternehmen künftig höher eingeschätzt, wenn sie Immobilien besitzen. Seien die Immobilien aber erst verkauft, würde das Betriebsergebnis durch Mietkosten belastet. Dieser Aufwand könnte sogar steigen, wenn die REITs die hohen Renditeerwartungen der Investoren erfüllen sollen, prophezeien die REIT-Gegner. Dies, so ihre Schlussfolgerung, veranlasse die Unternehmen, auf günstigere Standorte – wahrscheinlich im Ausland – zu wechseln. Freilich ist dieses Argument reine Polemik, denn auch ein REIT muss seine Immobilien vermieten, wenn er Gewinne erzielen will. Und gerade Industrieimmobilien sind nur mit viel Aufwand für andere Mieter als den ursprünglichen nutzbar zu machen.

Interessanter für REITs scheinen aber Wohnimmobilien zu sein. Und genau dieses fürchten die REIT-Gegner am meisten. Denn anders als in Frankreich, Großbritannien und den USA ist der Anteil von Mietwohnungen am Gesamtbestand mit etwa 56 Prozent deutlich höher. Die Mieten sind vergleichsweise niedrig und die Hauspreise seit gut einem Jahrzehnt faktisch unverändert. Die zahlreichen ausländischen Investoren im Markt beweisen, dass hier noch Renditepotenzial vermutet wird. Um dieses kurzfristig zu realisieren, seien nach Meinung der REIT-Kritiker Mieterhöhungen sowie der Verzicht auf Sanierung und Modernisierung unumgänglich. Droht also die Verslumung ganzer Städte? Mitnichten, denn REITs sind tendenziell

Bestandhalter und keine Opportunity Funds. So argumentiert auch das BMF, das sogar erwägt, die Handelsaktivitäten der REITs gesetzlich zu limitieren.

Im SPD-geführten Finanzministerium ist man – im Gegensatz zum Bundesbauministerium und der SPD-Bundestagsfraktion – nicht der Meinung, dass REITs negative Wirkungen für den deutschen Wohnungsmarkt hätten. Dazu sei die Marktmacht viel zu gering. Denn REITs könnten lediglich in dem relativ kleinen Segment der kommunalen und privatwirtschaftlichen Wohnungsunternehmen investieren, die zusammen am gesamten Wohnungsbestand lediglich 16 Prozent ausmachen. Zudem unterliegen alle Käufer von Wohnungsportfolios dem deutschen Mietrecht, das Mieterhöhungen begrenzt. Vielmehr geht das BMF davon aus, dass REITs die Immobilienbestände effizienter bewirtschaften werden als kommunale Wohnungsunternehmen. Tendenziell rechnet man sogar mit Mietsenkungen.

Auf das Argument, dass privatisierte Wohnungsunternehmen nicht mehr für die sozialpolitischen Aufgaben der Kommunen zur Verfügung stünden, entgegnet die REIT-Befürworter, dass in kommunalen Beständen nur deshalb sozial schwächere Haushalte lebten, weil die Wohnungen nicht dem Standard bei privaten Vermietern entsprächen. REITs könnten demnach qualitativ hochwertigere und damit im Normalfall auch teurere Wohnungen schaffen. Für die Kommunen könnte das höhere Wohngeldzahlungen zur Folge haben, befürchten die Kritiker, während die REIT-Befürworter meinen, dass gerade Wohngeldempfänger einen besonders kontinuierlichen und regelmäßigen Cash-Flow garantierten. Zudem könnten Belegungsrechte vorgeschrieben werden, notfalls auch per Gesetz.

REITs und Altersvorsorge ist kein Widerspruch, darin scheinen sich die Befürworter und Gegner der REITs weitgehend einig. Denn die relativ stabilen Zahlungseingänge seien für Anbieter von Altersvorsorgeprodukten besonders attraktiv. Für Private wäre das Vehikel dagegen weniger geeignet, denn es gleiche dem Rendite/Risiko-Profil nach mehr einer direkten Aktienanlage als einem auf Wertstabilität orientierten Offenen Fonds. Zudem bewirke die hohe Fremdkapitalaufnahme, dass der Kurs eines REIT sehr stark auf Zinsveränderungen reagiert.

Die Diskussion um das Für und Wider einer deutschen REIT-Variante zeigt, dass beide Seiten ihre Positionen mit durchaus guten und berechtigten Argumenten vertreten. Allerdings wird der Disput nicht frei von Emotionen geführt. Dabei stehen sich die einen wie die anderen im Aufbau von Drohkulissen in nichts nach. Leidenschaft in der Rhetorik ist sicher nicht verkehrt, doch allzu leicht geraten dabei die Sachargumente unter die Räder. So besteht zunächst kein Grund zur Hektik: Wenn das Land am 1. Januar 2007 keinen REIT hat, wird deswegen kein Wohnquartier zum Slum. Und der hiesige Immobilienmarkt bleibt auch weiterhin – da in den Portfolios der internationalen Investoren tendenziell unterrepräsentiert – interessant. Dennoch lohnt es, über Innovationen nachzudenken. Die Produktpalette der Immobilienanlagen würde Neues sicher gut vertragen. Ein REIT kann, muss dabei aber nicht die Lösung sein. L.H.