

REITs nach zwei Jahren – hat sich der Aufwand gelohnt?

Frank Schaich

Gemessen an der Volksweisheit, nach der gute Dinge viel Zeit der Reife brauchen, hat Deutschland vor zwei Jahren ein REIT-Gesetz bekommen, wie es sich Investoren und Immobilienwirtschaft wohl besser nicht hätten wünschen können. Trotzdem wartet das neue Anlagevehikel bis heute – von zwei Gesellschaften abgesehen – auf den Durchbruch. Der Autor hat eine Erklärung: Das Produkt ist richtig, doch seine Einführung kam zu spät. Aber vielleicht werden ja in diesem Jahr doch verstärkt direkt gehaltene Immobilien in REITs eingebracht, wenn zum Jahresende die Exit-Tax-Regelung ausläuft. (Red.)

Vor zwei Jahren wurde nach mehrjährigen Diskussionen das deutsche REIT-Gesetz mit Rückwirkung zum 1. Januar 2007 in Kraft gesetzt. Die Erwartungshaltung an diese neue Klasse der indirekten Immobilienanlage war enorm und speiste sich aus den Erfahrungen in vielen anderen Ländern weltweit, in denen REITs zuvor schon erfolgreich eingeführt worden waren.

Entsprechend groß war auch das Interesse von Investoren und Fachmedien und man ging von einer Vielzahl von REIT-IPOs für 2007 und 2008 aus. Die Marktkapitalisierung dieser steuerbefreiten, börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften, so die verbreitete Annahme, sollte sich binnen kurzer Zeit im zweistelligen Milliardenbereich bewegen.

Das richtige Produkt zum falschen Zeitpunkt

Die Lücke zwischen Erwartungshaltung und Realität könnte indes kaum größer sein: Lediglich zwei Immobilien-Aktiengesellschaften haben es im Jahr 2007 an die Börse und zum REIT-Status gebracht. Die Alstria Office REIT-AG aus Hamburg und die Fair Value REIT-AG aus München haben aktuell eine Gesamtmarktkapitalisierung von rund 380 Millionen Euro. Im Jahr 2008 kam nicht ein weiterer REIT dazu und auch in diesem Jahr sieht es noch nicht danach aus, dass der deutsche REIT-Index Zugänge erfahren wird.

Angesichts dieser Entwicklung könnte man versucht sein, die Eingangsfrage mit Nein zu beantworten und zu sagen: „Da wurde mit gewaltigem Aufwand der

gesetzliche Rahmen für eine Form der indirekten Immobilienanlage geschaffen, die zwar in vielen anderen Ländern der Erde erfolgreich ist, die in Deutschland aber anscheinend keiner braucht“. Das wäre allerdings eine sehr oberflächliche Analyse, die den Möglichkeiten und Perspektiven dieses Anlagevehikels nicht gerecht würde.

Steuertransparenz – Vorteil für den Anleger

Sicherlich war das Timing seiner Einführung nicht hilfreich für den G-REIT, da es zeitlich mit dem Aufkommen der Finanzkrise korrespondierte. In einem weniger volatilen Marktumfeld wäre der deutsche Kapitalmarkt sicherlich um eine Reihe von REITs reicher und die Anlageform hätte sich auch in Deutschland wahrscheinlich längst durchgesetzt. Im Nachbarland Frankreich, das die dort „SIIC“ genannten REITs drei Jahre früher als Deutschland eingeführt hat, sind bis jetzt 49 REITs mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von mehr als 40 Milliarden Euro am Aktienmarkt vertreten.

Die entsprechenden Erwartungshaltungen für Deutschland waren daher nicht weit hergeholt, sondern basierten auf internationalen Erfahrungswerten. War es also das richtige Produkt zum falschen Zeitpunkt? Diese Frage lässt

Der Autor

Frank Schaich ist Vorsitzender des Vorstands der Fair Value REIT-AG, München.

sich mit einem klaren Ja beantworten. Es bleibt daher das richtige Produkt, das vielfältige Vorteile in sich vereint.

Konkurrenz der anderen Anlageformen in Immobilien

Die im REIT-Status dokumentierte Steuertransparenz des Unternehmens verschafft dem Aktionär eines deutschen REIT handfeste Vorteile im Vergleich zur Beteiligung an einer steuerpflichtigen Nicht-REIT-AG, die sich im Cash-Flow nach Steuern spiegeln. Das gilt für den global investierenden Investor aus dem Ausland genauso wie für den inländischen privaten oder institutionellen Anleger.

Denn jeder Investor strebt eine möglichst geringe Steuerquote auf laufende Erträge an und möchte vor allem Doppelbesteuerungen vermeiden. Die Steuertransparenz der REIT-AG setzt genau hier an und das ist auch der Grund für den weltweiten Erfolg von REIT-Strukturen: Keine Einkommensbesteuerung auf Ebene der Gesellschaft, sondern ausschließlich auf Ebene des Aktionärs. Bei Nicht-REIT-Aktiengesellschaften dagegen findet die Besteuerung sowohl auf der Unternehmensebene als auch auf Ebene des Aktionärs statt.

Türöffner zu den Global Playern der Kapitalmärkte

Für den inländischen privaten Investor ergibt sich ab dem Jahr 2009 über die Abgeltungssteuer noch ein weiterer Vorteil gegenüber dem direkten Immobilienbesitz; einzig beim Offenen Immobilienfonds steht die Steuerquote auf dem Niveau der REIT-AG.

Die Tabelle stellt die Gesamt-Steuerquote in Prozent des zu versteuernden Einkommens ab 2009 (bei Privaten jeweils auf Basis Spitzensteuersatz plus Solidaritätszuschlag) gegenüber. Mit der Einführung von REITs in Deutschland wurde auf die Bedürfnisse weltweit investierender, institutioneller Investoren eingegangen. Für diese ist der steueroptimierte Zugang zum jeweiligen Immobilienmarkt über die Börse eine entscheidende Voraussetzung für ein Engagement. Damit wurde sowohl der deutsche Immobilien- als auch der Aktienmarkt für neue Investorengruppen geöffnet. Flankiert wurde dies auch durch die Deutsche Börse AG, die im Herbst 2007 einen deutschen REIT-Index einführte.

Steuerquoten bei Beteiligungen

Beteiligung von	Inländische Kapitalgesellschaft	Inländische Kapitalgesellschaft	Ausländische Kapitalgesellschaft	Ausländische Kapitalgesellschaft	Inländischer Privatinvestor	Inländischer Privatinvestor	Inländischer Privatinvestor	Inländischer Privatinvestor
an	REIT-AG	Nicht-REIT-AG	REIT-AG	Nicht-REIT-AG	REIT-AG	Nicht-REIT-AG	Direktbesitz	Offener Immobilienfonds
Steuerquote	29,8%	39,7%	15%	40,4%*	26,4%	48,3%	47,5%	26,4%

* 29,8 Prozent bei Mutter-/Tochter-Richtlinie und 33,3 Prozent bei Schachtelprivileg nach DBA mit 5 Prozent
Quelle: Ernst & Young Broschüre 2007: Der deutsche REIT (G-REIT)

Für Deutschland wird das institutionell in Immobilien investierbare Vermögen auf etwa eine Billion Euro geschätzt. In Ländern mit langjährigen REIT-Erfahrungen wie zum Beispiel in den USA oder in Australien sind zwischen acht und zwölf Prozent des investierbaren Gesamtpotenzials in REITs investiert. Übertragen auf Deutschland sprechen wir damit von einem Marktpotenzial für REITs von 80 bis 120 Milliarden Euro.

Im Vergleich hierzu ist selbst unter Einbeziehung der vorhandenen, und im Zuge der Finanzkrise deutlich eingedampften Marktkapitalisierung der börsennotierten, steuerpflichtigen Immobilien-Aktiengesellschaften noch viel Raum für Entwicklung – ein überproportionales Wachstum ist daher angesichts des weltweit steigenden Bedarfes an indirekter, kapitalmarktfähiger Immobilienanlage sehr wahrscheinlich. Legt man die internationalen Erfahrungen mit dem Vehikel zugrunde, so darf in diesem Kontext künftig von einer tragenden Rolle des REIT auch in Deutschland ausgegangen werden.

REIT-Aktien aus Sicht institutioneller Investoren

Nicht nur aus internationaler Investorensicht hat sich der REIT gelohnt. So können auch Deutsche Versicherungen und Pensionsfonds seit dem 1. Januar 2008 REIT-Aktien auf ihre Immobilienquote anrechnen. Damit erhalten Versicherungen über diese neue Anlagealternative eine attraktive Möglichkeit, um sich an diversifizierten Immobilienbeständen zu beteiligen. Dies kann die Entwicklung von deutschen REITs auch bei deutschen institutionellen Anlegern fördern, für die indirektes Immobilieneigentum die zunehmend bevorzugte Anlageform ist.

So bleibt bei einem Versicherer zum Beispiel durch Verkauf des eigenen –

vermieteten oder selbst genutzten – Immobilienbestandes an eine REIT-AG gegen vollständige oder teilweise Kaufpreiszahlung in Form von Aktien der REIT-AG die Immobilienquote unverändert. Im Gegenzug erhöht sich bei gleichzeitig erhöhter Diversifikation die Liquidität und Flexibilität des angelegten Immobilienvermögens.

Steuerbegünstigte Immobilien-Aktien im Portfolio privater Anleger

Die Steuertransparenz der REIT-Aktiengesellschaften in Verbindung mit der hohen Ausschüttungsquote von 90 Prozent der handelsrechtlichen Überschüsse und der geringen Steuerquote von rund 26 Prozent ist auch für private Investoren interessant. Der zentrale Wettbewerbsnachteil gegenüber den Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds resultiert aus den dort anfallenden hohen Provisionen für die Vermittler. Es ist zu erwarten, dass dieser Nachteil mit der zukünftig verpflichtenden Offenlegung dieser Provisionen gegenüber dem Anleger sukzessive schwindet.

Durch die Kombination von hohem Cash-Flow nach Steuern, niedrigen Transaktionskosten und täglicher Handelbarkeit an der Börse wird die Assetklasse Immobilie in Form von REIT-Aktien zukünftig eine stärkere Rolle im Anlagespektrum des privaten Anlegers einnehmen.

Der deutsche REIT auf dem Weg zum Erfolgsprodukt

Organisches Wachstum ist für REITs angesichts der Ausschüttungsvorgabe von 90 Prozent der laufenden HGB-Überschüsse (unter Einbeziehung von mindestens 50 Prozent etwaiger Veräußerungsgewinne) nur in sehr begrenztem Umfang möglich. Insofern werden REITs als Daueremittenten am Kapitalmarkt präsent sein.

Derzeit sind die Rahmenbedingungen für IPOs und SPOs bekanntermaßen noch ungünstig. Wachsen können REITs aber auch außerhalb des Kapitalmarktes über Sachkapitalerhöhungen, wie das Geschäftsmodell der Fair Value REIT-AG im Jahr 2007 gezeigt hat (sogenannter Upstream-REIT). Neben Beteiligungen an Geschlossenen Immobilienfonds können zum Beispiel auch Immobilien gegen Aktien eingebracht werden. Sobald sich das Marktfenster für Börsengänge und Kapitalerhöhungen wieder öffnet, wird es weitere deutsche REITs und auch SPOs bestehender REITs geben.

Mehr Zeit nötig, damit sich der Aufwand lohnt

Auch wenn es damit länger dauert als erwartet – der deutsche REIT ist das Erfolgsprodukt der Zukunft für institutionelle wie für private Anleger, für nationale wie internationale Investoren. Dies auch deshalb, weil Immobilien in Deutschland als größte Volkswirtschaft Europas bei keiner globalen Asset Allocation fehlen sollten. Daneben verfügt die Bundesrepublik bei hoher politischer Stabilität über einen der größten und attraktivsten Immobilienmärkte der Welt und hat damit dem Investor einiges zu bieten. Mittel- bis langfristig wird der G-REIT dabei helfen, dieses Potenzial stärker zu nutzen.

Bisher hat der deutsche REIT die Erwartungen noch nicht erfüllt. Grund hierfür ist jedoch ausschließlich das Timing seiner Einführung. Für viele Protagonisten der deutschen REITs hat sich damit der investierte Aufwand noch nicht gelohnt. Angesichts des unveränderten großen Marktpotenzials und des vielfältigen Nutzens dieser neuen Assetklasse ist es jedoch angemessen, der Entwicklung mehr Zeit zu geben. Auf mittlere Sicht wird sich der G-REIT durchsetzen. ■