

JULI 2009

German Real Estate Investment Trusts (G-REITs)

Research Note 03

Investments

Immobilien Deutschland

6 Pages

Internet: ISSN 2190-8451

Bei vergleichbarem Erfolg im operativen Geschäft können REITs höhere Dividenden bezahlen als herkömmliche Immobilienaktien. Der G-REIT verbindet Steuertransparenz mit Fungibilität und hat Vorteile gegenüber offenen Immobilienfonds. Merkmale des REIT sind zahlreiche Restriktionen durch den Gesetzgeber und die steuerliche Begünstigung.

Autor

**Matthias Bauer
Matthias Fischer**

Herausgeber

Prof. Dr. Matthias Fischer

**Kompetenzzentrum Finanzen
Technische Hochschule Nürnberg
Internet:**

www.th-nuernberg.de

Email:

[matthias.fischer \[at\] th-nuernberg.de](mailto:matthias.fischer[at]th-nuernberg.de)

Ein Jahr nach seiner Einführung hat der G-REIT die Erwartungen der Investoren noch nicht erfüllt. Während ursprünglich für G-REITs ein Marktpotenzial von bis zu 120 Mrd. Euro prognostiziert wurde, geht das Bundesfinanzministerium aktuell von 15 - 40 Mrd. Euro aus. Als Ursache werden hierfür die schwierige Marktsituation infolge der sog. Subprime-Krise sowie der Ausschluss von Bestandmietwohnimmobilien angeführt.

Die Immobilienmärkte befinden sich in einem grundlegenden Wandel. Insbesondere die wachsende Bedeutung des Kapitalmarkts und die Globalisierung beeinflussen den Erfolg des G-REIT positiv, denn Real Estate Investment Trusts sind als Anlageform weltweit anerkannt. Das „Markenzeichen“ des G-REIT ist die stabile Ausschüttung durch ein einfaches Geschäftsmodell. Insbesondere ausländische Kapitalgeber sollen auf diese Weise motiviert werden, in deutsche Immobilienanlagen zu investieren.

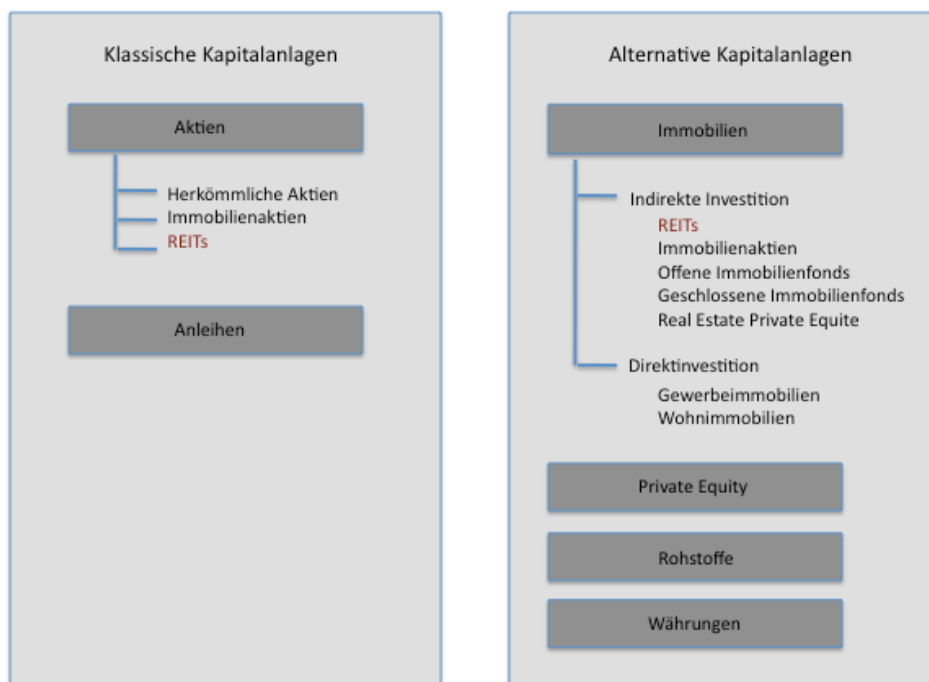
Um den steuertransparenten REIT-Status zu erhalten, muss die Immobiliengesellschaft eine den gesetzlichen Vorgaben entsprechende Vermögens- und Ertragsstruktur aufweisen. Dieses Korsett an Regelungen schränkt den Handlungsspielraum der Gesellschaft beträchtlich ein, zumal der G-REIT eine hohe Ausschüttungsquote zu erfüllen hat. Es sind jedoch gerade diese Merkmale, die den G-REIT als Beimischung in ein Portfolio zu Zwecken der Diversifikation für den Anleger interessant werden lassen.

Darüber hinaus kommt die Einführung der Abgeltungssteuer für Einkünfte aus Kapitalvermögen und der Wegfall des Halbeinkünfteverfahrens im Jahr 2009 dem couponähnlichen Ausschüttungscharakter des deutschen REIT zugute, denn die Steuerbefreiung auf Gesellschaftsebene verursacht einen Vorteil im Totalbelastungsvergleich gegenüber herkömmlichen Aktiengesellschaften von mehr als 23%.

Abgrenzung gegenüber traditionellen Immobilienanlageformen

In Deutschland existiert bereits eine Reihe indirekter Immobilienanlageformen, daher ist es für den Erfolg des G-REIT von entscheidender Bedeutung, sich klar von den bestehenden Anlageprodukten abzugrenzen. Dies gilt insbesondere hinsichtlich offener Immobilienfonds und herkömmlicher Immobiliengesellschaften, da hier die größten konzeptionellen Schnittmengen bestehen. Nachfolgende Graphik ordnet das neue Investmentvehikel in die Möglichkeiten der Geldanlage ein:

Einordnung von REITs als Geldanlage



G-REITs sind nach dem Muster eines geschlossenen Finanzvehikels strukturiert, das sich über die Börse refinanziert. Im Unterschied zu offenen Immobilienfonds droht diesen Unternehmen daher kein Mittelabzug durch seine Investoren. Vielmehr haben die Aktionäre eines G-REIT die Möglichkeit, ihre Anteile über die Börse jederzeit an Dritte zu verkaufen. Hier bestimmen ausschließlich Angebot und Nachfrage, nicht aber etwa ein Sachverständigenausschuss, den Preis. Eine REIT-Beteiligung ist dadurch deutlich volatil als ein Investment in (regulierte) offene Immobilienfonds. Obwohl beide Anlageformen den Erwerb und die Vermietung von Immobilien als dominierenden Unternehmensgegenstand haben, unterscheiden sie sich in ihrem Rendite-Risiko-Profil klar voneinander. Dies kann für Zwecke der Portfoliodiversifikation genutzt werden.

Auch gegenüber herkömmlichen Immobilienaktien existieren zum G-REIT Differenzierungsmerkmale. Beide haben die Rechtsnatur einer Aktiengesellschaft, deren Anteile an einer Börse gehandelt werden können bzw. müssen, doch das

neue Finanzvehikel ist steuertransparent gestaltet. Folglich kann eine REIT-AG, bei gleichem ökonomischem Erfolg, eine höhere Dividende auszahlen als herkömmliche Immobilienunternehmen.

Qualifikationskriterien

Um diesen komparativen Vorteil zu erlangen, müssen G-REITs jedoch einige Restriktionen hinnehmen, die ihre Unternehmenspolitik erheblich einschränken und sich wie folgt zusammenfassen lassen:

- 75% der Umsatzerlöse müssen durch passive Immobilienbewirtschaftung generiert werden;
- ebenso müssen 75% der Aktiva aus sog. „unbeweglichem Vermögen“ bestehen, Bestandsmietwohnimmobilien sind jedoch gänzlich ausgeschlossen;
- langfristig darf die Streubesitzquote nicht unter 15% sinken, kein Einzelaktionär darf mehr als ein Zehntel der Anteile besitzen;
- 90% seines Jahresüberschusses sind auszuschütten.

Das Wesen der REIT-Aktiengesellschaft ist geprägt von der Konzentration des Unternehmensgegenstandes auf Immobilien. Um den steuerbegünstigten REIT-Status zu gewährleisten, sieht das REIT-Gesetz daher enge Grenzen für die operativen Tätigkeiten der Gesellschaft vor. Diese lassen sich grob in drei Gruppen einteilen:

1. Immobilien erwerben, halten, verwalten und veräußern;
2. Gründung eigener Tochtergesellschaften, sog. „REIT- Dienstleistungsgesellschaften“, und Erwerb von Beteiligungen an Immobilienpersonengesellschaften;
3. Investments in ausländische Immobiliengesellschaften und Objekte.

Steuerbegünstigung

Der Gesetzgeber verfolgt das Konzept der „transparenten Besteuerung“, daher findet eine Besteuerung der Einkünfte nahezu ausschließlich auf der Ebene der Gesellschafter statt. Explizit befreit das REIT-Gesetz alle Unternehmen, die die Voraussetzungen einer REIT-Aktiengesellschaft erfüllen, von sämtlichen Ertrags- und Annexsteuern. Dies betrifft insbesondere die Körperschaft- und Gewerbesteuer. Keine Befreiung erfährt der G-REIT hingegen auf Verkehrsteuern (z. B. Umsatz-, Grunderwerbsteuer) und Substanzsteuern (z. B. Grundsteuer).

Um das neue Finanzvehikel in der Anfangsphase zu unterstützen, kreierte der Gesetzgeber die sog. „Exit-Tax“, die es Unternehmen ermöglicht, betriebseigenes Immobilienvermögen an eine REIT-AG zu verkaufen, ohne die hierbei aufgedeckten stillen Reserven voll versteuern zu müssen. Die bis Ende 2009 befristete Steuererleichterung bietet auf diese Weise für geschlossene Immobilienfonds eine alternative Exit-Strategie: die Umwandlung in einen G-REIT. Aber auch für herkömmliche Immobilien-AGs, die in Deutschland bisweilen ein Nischendasein führen, ist die Exit-Tax ein Anreiz, sich als G-REIT zu qualifizieren.

Die Einführung einer pauschalierenden Abgeltungssteuer für Kapitalerträge ab dem Veranlagungsjahr 2009 verbessert die Nettoanlagerenditen für Privatanleger erheblich. Die als Quellensteuer konzipierte Abgabe wird - unabhängig von der individuellen Leistungsfähigkeit - einheitlich auf Dividendenzahlungen erhoben. Das Halbeinkünfteverfahren, dessen Zielsetzung die Begrenzung der Doppelbesteuerung (auf Gesellschafts- und Gesellschafterebene) ist, kommt auf diese Weise nicht mehr zum Tragen.

Valuation

Grundlage einer Investitionsentscheidung sollte stets eine kritische Bewertung des Zielobjektes sein. Dies gilt auch für den G-REIT, dessen „fairer Wert“ einerseits langfristig vom Immobilienbestand seines Portfolios maßgeblich abhängig ist, andererseits wirken kurz- und mittelfristig kapitalmarktseitige Einflüsse auf den Erfolg eines G-REIT-Engagements ein, die im Rahmen einer Bewertung ebenfalls beachtet werden müssen. Um dem Charakter des neuen Investmentvehikels gerecht zu werden, der als eine Art Symbiose aus Kapital- und Immobilienmarkt beschrieben werden kann, ist es erforderlich, herkömmliche Bewertungsmethoden zu modifizieren, um diese auf G-REITs anwenden zu können, da der hohe Immobilienanteil am Gesamtvermögen die Aussagekraft üblicher Ergebniskennzahlen beeinträchtigt.

Die Ursache hierfür liegt in den Abschreibungen auf den Gebäudebestand des REIT-Portfolios. Während es für die meisten Unternehmen akzeptabel ist, Wertminderungen auf ihr Anlagevermögen bilanziell als Aufwendungen anzusetzen, ist dies bei Unternehmen mit Immobilienfokus nicht zweckmäßig, denn im Gegensatz zu anderen Sachinvestitionen verliert Grundbesitz (in Deutschland) regelmäßig nicht an Wert.

Aus diesem Grund wird zur Grenzpreisfindung bei REITs gewöhnlich die Kennzahl „funds from operations“ (= FFO) herangezogen, die aus dem Betriebsergebnis entwickelt wird. Nachfolgende Tabelle zeigt beispielhaft eine Überleitung des „net income“ zum FFO.

Überleitung des bilanziellen Gewinns zum FFO		
	2007	2008
Revenues		
Rental income	990.000	1.000.000
Fee and asset management	10.000	11.000
Total revenues	1.000.000	1.011.000
Expenses		
Property and maintenance	300.000	300.000
Real estate taxes and insurance	100.000	100.000
Property management	50.000	55.000
Fee and asset management	7.000	7.000
Depreciation	320.000	310.000
General and administrative	20.000	20.000
Impairments	1.000	0
Total expenses	798.000	792.000
Operating income	202.000	219.000
Net income	190.000	207.000
+ Depreciation	320.000	310.000
- Gain on (Depreciable) Property Sales	200.000	0
Funds From Operations (FFO)	310.000	517.000

Aus der Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ist leicht zu ersehen, dass Abschreibungen einen großen Teil der gesamten Aufwendungen darstellen. Vor dem Hintergrund einer realitätsnahen Abbildung der Ertragslage eines REIT, dessen Immobilienbestand faktisch nicht an Wert verliert, wie es die Abschreibungen implizieren, ist dies zu korrigieren.

Auf Basis der Kennzahl FFO sind einige Multiplikatoren anwendbar. Während herkömmliche Aktien beispielsweise mittels des „Price/Earnings Ratio“ bewertet werden, zieht man zur Beurteilung von REITs das „Price/FFO Ratio“ heran.

Neben den bereits erwähnten Multiplikatoren existieren weitere Verfahren zur Grenzpreisermittlung, die im Rahmen einer Investitionsentscheidung verwendet werden können, jedoch ist nicht jede Methode gleichermaßen geeignet, das junge Investmentvehikel, den G-REIT, zu bewerten.

Kontakt

RESEARCH NOTES

Professor Dr. Matthias Fischer
Kompetenzzentrum Finanzen
Technische Hochschule Nürnberg Georg Simon Ohm
Fakultät Betriebswirtschaft
Bahnhofstr. 87
90402 Nürnberg
matthias.fischer [at] th-nuernberg.de
www.th-nuernberg.de

Important Disclosures

© Prof. Dr. Matthias Fischer. All rights reserved.

RESEARCH NOTES

© Copyright 2009 Matthias Fischer, Nürnberg. Alle Rechte vorbehalten.

Die vorstehenden Ausführungen stellen weder eine Anlage-, Rechts- noch Steuerberatung dar. Sämtliche Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht zwingend der Meinung von Matthias Fischer entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Aussagen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von Matthias Fischer veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Publikationen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zum Zwecke der Information und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der Informationen & Meinungen in dieser Studie wird keine Gewähr übernommen. Soweit wir in den Meinungsäußerungen dieser Studie Prognosen oder Erwartungen äußern oder unsere Aussagen die Zukunft betreffen, können diese Aussagen mit bekannten und unbekanntem Risiken und Ungewissheiten verbunden sein. Die tatsächlichen Ergebnisse und Entwicklungen können sich daher deutlich von den geäußerten Erwartungen und Annahmen differenzieren. Neben weiteren, hier nicht erwähnten Gründen, können sich eventuelle Abweichungen aus Veränderungen der allgemeinen wirtschaftlichen Lage, der Wettbewerbssituation und der Rechtslage, vor allem in Kerngeschäftsfeldern und -märkten der Unternehmen, ergeben. Auch die Entwicklung der Finanzmärkte und Wechselkurse sowie nationale und internationale Normen- und Gesetzesänderungen können einen Einfluss haben. Matthias Fischer übernimmt keine Gewähr für Fehler und Aktualität in der Studie. Die Meinungen dieser Studie sind keine Investitionsberatung und ersetzen keine persönliche und individuelle Finanzanalyse und Beratung.

The opinions expressed in this material do not constitute investment advice or individual financial analysis and you should consult your investment or corporate finance advisor before you make any financing or investment decision. The value and income of any of the securities or investments and the price of shares and the income derived from them, which are mentioned in this material, may fall as well as rise. Investors may not receive the original amount invested in return. Statements concerning taxation are based on our understanding of the taxation law in force at the time of publication. The levels and bases of taxation may change. You should obtain professional advice on taxation where appropriate before proceeding with any investment. Investors should also be aware that past performance is not necessarily a guide to future performance. No liability is accepted for the information in this material. This material does not constitute a solicitation in any jurisdiction in which such a solicitation is unlawful or to any person to whom it is unlawful. Moreover, this information neither constitutes an offer to enter into an investment agreement with the recipient of this document nor an invitation to respond to the document by making an offer to enter into an investment agreement. This material has been communicated in Germany. Opinions expressed in this material are current opinions as of the date appearing in this material only. Matthias Fischer does not guarantee that the information in this material is correct and up to date. The information in this material can be changed anytime. No part of this material may, without prior written consent of Matthias Fischer, be (i) copied, photocopied or duplicated in any form, by any means, or (ii) distributed to any person that is not an authorised person of the recipient.

Internet: ISSN 2190-8451