



universität
wien

DISSERTATION / DOCTORAL THESIS

Titel der Dissertation /Title of the Doctoral Thesis

„Die mögliche Positionierung von Real Estate
Investment Trusts im Rahmen bereits bestehender
Immobilienkapitalanlagen in Österreich“

verfasst von / submitted by

Mag.^a Nadja Rathmanner

angestrebter akademischer Grad / in partial fulfilment of the requirements for the degree of
Doktorin der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (Dr.rer.soc.oec.)

Wien, 2016/ Vienna 2016

Studienkennzahl lt. Studienblatt /
degree programme code as it appears on the
student record sheet:

A 084 157

Dissertationsgebiet lt. Studienblatt /
field of study as it appears on the student record
sheet:

Internationale Betriebswirtschaft

Betreut von / Supervisor:

o. Univ.-Prof. i.R. Dipl.-Math. Dr. Jörg Finsinger

Für meine Familie.

Vorwort

Das Thema „Immobilien“ nahm im Laufe meines gesamten Studiums an der Universität Wien, der Université Dauphine in Paris, als auch an der Universität Regensburg einen zentralen Stellenwert ein. Mit dieser Dissertation wird der Fokus auf eine spezifische Fragestellung aus diesem Gesamtbereich gelegt. Dabei geht es den „Real Estate Investment Trust“.

Sich damit zu beschäftigen, war aus mehrerer Hinsicht interessant: Einerseits weil es sich bei Real Estate Investment Trusts um in Österreich noch nicht eingeführte Finanzprodukte bzw. Anlageformen und damit um echtes „Neuland“ handelt; und andererseits weil gerade die Berg- und Talfahrt (samt beginnender Erholung) der Immobilienmärkte in den letzten Jahren eine besonders pointierte Situation geschaffen hat.

Ich danke allen Studien- und Dissertationskollegen, sowie meinen Professoren an den unterschiedlichen Universitäten, die mich in dieser Zeit unterstützt und mit nützlichen Ratschlägen, Einwendungen und kritischen Anmerkungen beigetragen haben, dass diese Arbeit entstehen konnte.

Nicht zuletzt möchte ich mich bei meinen Eltern und meinem Mann für viel Verständnis und Unterstützung in dieser arbeitsintensiven Phase bedanken.

Mag.^a Nadja Rathmanner

Wien, im Jänner 2016

INHALTSVERZEICHNIS

1.	Einleitung.....	13
1.1.	Die Immobilie.....	17
1.1.1.	Besonderheiten der Eigenschaften von Immobilien.....	19
1.2.	Der Immobilienmarkt	22
1.2.1.	Der Immobilienzyklus.....	24
1.2.2.	Bedeutung der Immobilienwirtschaft.....	26
1.3.	Immobilien als Anlageklasse	31
1.4.	Der Immobilien-Kapitalmarkt.....	33
2.	Real Estate Investment Trusts.....	34
2.1.	Historie – Ursprung in den USA.....	34
2.1.1.	Arten von REITs	41
2.2.	Länderübergreifende Merkmale von REITs.....	50
2.2.1.	Geschäftstätigkeit Immobilien	50
2.2.2.	Erzielen von nachhaltigen Mieterträgen	52
2.2.3.	Bestandsorientierte, passive Immobilieninvestitionen.....	53
2.2.4.	Hohe steuerliche Transparenz - „Pass Through Entity“.....	53
2.2.5.	Hohe Ausschüttungsquote.....	54
2.2.6.	Keine Thesaurierung der Erträge	55
2.2.7.	Begrenzte Fremdkapitalquote	55
2.2.8.	Hohe Fungibilität durch geregelten Zweitmarkt	56
2.2.9.	Spezialisierung auf Immobilien-Nutzungsarten und regionale Schwerpunkte	57

2.2.10.	Spezialisierung auf immobilienbezogene Dienstleistungen.....	61
2.2.11.	Corporate Governance Standards.....	63
2.2.12.	Eigenes Risiko-Rendite-Profil	66
2.3.	Potenzielle Ziel- und Investorengruppen von REITs.....	68
2.3.1.	Privatanleger.....	69
2.3.2.	Institutionelle Investoren.....	70
2.3.2.1.	Versicherungen und Pensionsfonds	72
2.3.2.2.	Hedge Fonds	75
2.3.3.	Meinungsbildende Gruppen	76
2.3.4.	Corporate Real Estate Management.....	77
2.4.	Portfoliomanagement eines REITs	81
2.4.1.	Internes Portfoliomanagement und Wachstumsstrategien	81
2.4.2.	Strategische Portfolioanalyse	83
2.4.3.	Immobilien-Wertsteigerungsnetzwerk	86
2.5.	Börsengänge von REITs	90
2.5.1.	Motive für einen Börsengang von REITs	90
2.5.2.	Voraussetzungen der Börsenzulassung von REITs.....	91
2.5.3.	REITs-Börsensegmente.....	93
2.5.4.	Berichterstattung von börsennotierten REITs	94
2.5.5.	Motive nicht börsennotierter REITs.....	97
2.6.	Risikofaktoren von REITs.....	100
2.6.1.	Immobilienpezifische Risiken	100
2.6.2.	REIT-spezifische Risiken.....	102
3.	Abgrenzung von REITs zu anderen Anlageformen	105
3.1.	Offene Immobilienfonds	105

3.1.1.	Historie des offenen Immobilienfonds in Deutschland.....	105
3.1.2.	Wesentliche Merkmale offener Immobilienfonds.....	107
3.1.2.1.	Rechtlicher Rahmen.....	108
3.1.2.2.	Losgrößen- und Liquiditätstransformation	111
3.1.2.3.	Risikotransformation und Anlagestrategie	119
3.1.2.4.	Ausschüttung	122
3.1.2.5.	Besteuerung	122
3.1.2.6.	Risiko-Rendite-Profil.....	123
3.1.2.7.	EXKURS: Der offene Immobilienfonds als Spezialfonds 127	
3.1.3.	Offene Immobilienfonds in Österreich	129
3.1.3.1.	Rechtlicher Rahmen.....	129
3.1.3.2.	Losgrößen- und Liquiditätstransformation	131
3.1.3.3.	Risikotransformation und Anlagestrategie	133
3.1.3.4.	Besteuerung	134
3.1.3.5.	Risiko-Rendite-Profil.....	135
3.1.4.	Unterschiede offener Immobilienfonds zu REITs	135
3.2.	Geschlossene Immobilienfonds	139
3.2.1.	Historie des geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland.....	139
3.2.2.	Wesentliche Merkmale geschlossener Immobilienfonds.....	141
3.2.2.1.	Rechtlicher Rahmen.....	141
3.2.2.2.	Losgrößen- und Liquiditätstransformation	144
3.2.2.3.	Risikotransformation und Anlagestrategie	147
3.2.2.4.	Ausschüttung	150
3.2.2.5.	Besteuerung	150
3.2.2.6.	Rendite-Risiko-Profil.....	153
3.2.3.	Geschlossene Immobilienfonds in Österreich.....	155
3.2.3.1.	Rechtlicher Rahmen.....	157
3.2.3.2.	Losgrößen- und Liquiditätstransformation	157
3.2.3.3.	Risikotransformation und Anlagestrategie	157

3.2.3.4. Besteuerung	158
3.2.3.5. Risiko-Rendite-Profil.....	159
3.2.4. Unterschiede geschlossener Immobilienfonds zu REITs.....	159
3.3. Immobilienaktien	162
3.3.1. Historie der Immobilienaktien in Deutschland	162
3.3.2. Wesentliche Merkmale von Immobilienaktien	164
3.3.2.1. Rechtlicher Rahmen.....	164
3.3.2.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation	165
3.3.2.3. Risikotransformation und Anlagestrategie	166
3.3.2.4. Ausschüttung	167
3.3.2.5. Besteuerung	167
3.3.2.6. Rendite-Risiko-Profil.....	167
3.3.3. Immobilienaktien in Österreich.....	171
3.3.3.1. Rechtlicher Rahmen.....	171
3.3.3.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation	171
3.3.3.3. Risikotransformation und Anlagestrategie	173
3.3.3.4. Besteuerung	174
3.3.3.5. Risiko-Rendite-Profil.....	174
3.3.4. Unterschiede zu REITs.....	176
3.4. Gegenüberstellung der Anlageformen	180
4. Vergleich internationaler REITs.....	181
4.1. Internationale REIT-Strukturen	181
4.1.1. Der REIT in den USA	183
4.1.1.1. Historische Entwicklung.....	183
4.1.1.2. Struktur des US-REITs	184
4.1.1.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	186
4.1.1.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	187
4.1.2. Der LPT in Australien	190

4.1.2.1.	Historische Entwicklung.....	190
4.1.2.2.	Struktur des LPTs	191
4.1.2.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	193
4.1.2.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	193
4.1.3.	Der J-REIT in Japan.....	195
4.1.3.1.	Historische Entwicklung.....	195
4.1.3.2.	Struktur des J-REITs.....	196
4.1.3.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	197
4.1.3.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	198
4.1.4.	Der FBI in den Niederlanden	199
4.1.4.1.	Historische Entwicklung.....	199
4.1.4.2.	Struktur des FBIs	201
4.1.4.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	203
4.1.4.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	204
4.1.5.	Der SIIC in Frankreich.....	206
4.1.5.1.	Historische Entwicklung.....	206
4.1.5.2.	Struktur des SIICs.....	207
4.1.5.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	209
4.1.5.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	210
4.1.6.	Der UK-REIT in Großbritannien	213
4.1.6.1.	Historische Entwicklung.....	213
4.1.6.2.	Struktur des UK-REITs	215
4.1.6.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	216
4.1.6.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	218
4.1.7.	Der G-REIT in Deutschland.....	221
4.1.7.1.	Historische Entwicklung.....	221
4.1.7.2.	Struktur des G-REITs	222
4.1.7.3.	Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen	224
4.1.7.4.	Steuerrechtliche Rahmenbedingungen	225

4.2.	Gegenüberstellung der internationalen REITs	228
4.3.	Der EU-REIT	232
4.3.1.	Vorteile eines EU-REITs	234
4.3.1.1.	Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen	234
4.3.1.2.	Steigerung der Qualität der REIT-Portfolios	236
4.3.1.3.	Erhöhung der Sicherheit und Stabilität von REITs ..	238
4.3.2.	Nachteile eines EU-REITs	241
4.3.3.	Besteuerung eines EU-REITs.....	243
4.3.4.	Modell zur Schaffung eines EU-REITs	247
4.3.5.	REIT-Strukturen in Österreich	250
4.3.6.	Das Nominal-Genussrecht.....	250
4.3.7.	Fallbeispiel s IMMO Invest.....	254
5.	Schlussbetrachtung.....	256
6.	ABBILDUNGSVERZEICHNIS	261
7.	LITERATURVERZEICHNIS.....	269
8.	ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	290
9.	ANHANG.....	293
10.	Zusammenfassung	317
11.	Abstract.....	319
12.	Lebenslauf	321

Die Autorin legt großen Wert auf die Gleichberechtigung der Geschlechter. Im Sinne einer besseren Lesbarkeit wird gelegentlich nur die maskuline oder feminine Form gewählt. Dies impliziert keineswegs eine Benachteiligung des jeweils anderen Geschlechts. Frauen und Männer sind gleichermaßen angesprochen.

1. Einleitung

Das wissenschaftliche Problem

Immobilien spielen eine zentrale Rolle in unserem Leben. Nicht nur dass Menschen in Immobilien wohnen, sondern auch Arbeit und Freizeit finden überwiegend in Immobilien statt.¹ Das Wohnen in Immobilien nimmt heutzutage eine derartige Bedeutung ein, die mit Nahrungsmitteln in den Theorien von David Ricardo verglichen werden kann. Ein US-amerikanischer oder britischer Haushalt gibt z.B. 30% - 40% seines Haushaltsbudgets für Wohnraum aus.² Die Immobilienanlagen eines privaten Haushaltes bestehen in erster Linie aus der selbstgenutzten Immobilie (Eigenheim), aus direkten Investitionen (z.B. der Vermietung an Dritte), aus Anteilen an geschlossenen und offenen Immobilienfonds, Immobilienaktien und länderspezifisch auch aus Anteilen an Real Estate Investment Trusts.³

Investoren stellen die Anforderungen an ein Investment in die Anlageklasse Immobilie jedoch weltweit immer mehr anderen Anlageklassen gleich. Die Fungibilität und Liquidität der Anlage spielt dabei eine der wichtigsten Rollen. Daraus abgeleitet muss für Investoren schon vor dem Kauf bzw. vor der Investitionsentscheidung das Exit-Szenario feststehen.⁴ Diese geforderte Fungibilität eines der illiquidesten Anlagen stellt den Immobilien-Kapitalmarkt unter eine besondere Herausforderung.

Im Vergleich zu Österreich haben Investoren zum Beispiel in den USA eine erweiterte Produktpalette. Dort können Investoren auch indirekt in Immobilien investieren, indem sie in Real Estate Investment Trusts (nachfolgend REITs genannt) investieren. In Österreich ist dies nicht möglich – hier können Anleger bisher in offene und geschlossene Immobilienfonds und Immobilienaktien investieren.

¹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 3.

² Vgl. Hudson, M. (2007), S. 3.

³ Vgl. Nack, U. (2007), S. 146.

⁴ Vgl. ebenda, S. 150.

Seit 2007 sind REITs auch fester Bestandteil des deutschen Kapitalmarktes. Durch mein zeitgleiches Studium am Lehrstuhl für Immobilienfinanzierungen in Regensburg in Deutschland wurde mein Interesse aufgrund der Einführung der REITs in Deutschland und der gleichzeitigen Einführung der REITs in Großbritannien geweckt. Mit dieser Dissertation möchte ich einen Beitrag zur Diskussion dieser Immobilienanlageart für den österreichischen Markt leisten.

Aktuelle Forschungsleistungen

Im überwiegenden Teil der Länder, wo REITs eingeführt sind, ist die steuerliche Transparenz für den Anleger charakteristisch für diese Anlageform. Die Geschäftstätigkeit ist vorwiegend gesetzlich vorgeschrieben und legt den Schwerpunkt in die Bewirtschaftung von Immobilien. Typischerweise muss ein REIT eine sehr hohe Ausschüttungsquote vorweisen, damit eine vorhandene steuerliche Transparenz gewährleistet wird. Es ist bezeichnend für den REIT, dass er in den meisten Ländern börsennotiert sein kann. Die Wahrnehmung von REITs ist unterschiedlich, nicht zuletzt auch davon abhängig, ob es im jeweiligen Kapitalmarkt auch externe Aufmerksamkeit seitens der Finanzanalysten, Rating-Agenturen und der Forschung gibt.

Die Arbeit beschäftigt sich mit dem **Zeitraum 2008 bis 2010**. Überraschend erschien deshalb, dass die immobilienwirtschaftliche Literatur in Österreich dieser Anlageform bisher sehr wenig Aufmerksamkeit geschenkt hat. Während es für den deutschen REIT tiefgreifende Forschungsleistung, etwa von Bone-Winkel, Schäfers und Schulte (2008), gibt, wird das Thema in der österreichischen Literatur kaum und nicht systematisch diskutiert. Beispielhaft haben auch Huesmann (2005), Pilz (2007) und Bottke (2008) den deutschen REIT weitgreifend analysiert und diskutiert. Ihre Arbeiten bilden eine weitere Grundlage, an der sich diese Dissertation in einigen Fragestellungen und Systematiken anlehnt.

Angelehnt an den US-REIT, der erst 30 Jahre nach seiner Geburtsstunde den nötigen Durchbruch schaffte, wird vielleicht auch der deutsche REIT nach angemessenem Entwicklungszeitraum noch mehr Aufmerksamkeit in der Literatur zugemessen bekommen.

Fragestellung der Dissertation

Prinzipiell ist der Versuch eine illiquide Anlageform liquide zu behandeln per se zum Scheitern verurteilt. Doch genau hier liegt die Faszination. Diesen Ausgangspunkt teilen sich alle Immobilienprodukte. Die Frage ist nun, welches Produkt diese Herausforderung auf welchem Weg löst. Diese Arbeit soll Argumente zur Diskussion

um die Vor- und Nachteile der Einführung einer österreichischen Version des REITs in den heimischen Immobilienkapitalmarkt liefern. Es wird das Ziel der Frage der Sinnhaftigkeit für ein weiteres Immobilienanlageprodukt verfolgt. Es werden dabei bestimmte bestehende Anlagemöglichkeiten mit dem REIT verglichen und dessen Kompatibilität mit dem vorherrschenden System untersucht.

Ob es der internationale Druck auf den inländischen Kapitalmarkt, das innovative Momentum im Immobilienmarkt oder das Kunststück aus Illiquidem etwas Liquidem zu schaffen, ist – die Positionierung von REITs auf ausländischen Kapitalmärkten soll Rückschlüsse auf dessen Platz im inländischen Immobilienmarkt zulassen. Dabei stütze ich die Untersuchung vorwiegend auf den deutschen Immobilienmarkt, der das gesamte verfügbare Spektrum der indirekten Immobilienanlageprodukte vorweisen kann.

Es ist nicht Ziel der Arbeit sich tiefgreifend mit den in Österreich bestehenden Immobilienprodukten und deren aktueller Besteuerung zu beschäftigen. Eine mögliche zukünftige Ausgestaltung der Steuerstruktur eines österreichischen REITs wird bewusst offen gelassen.

Ob auf der einen Seite in Form der Qualifizierung der Ausschüttungen als absetzbare Betriebsausgabe oder auf der anderen Seite mit hohen Strafsteuersätzen für einbehaltene Ausschüttungen oder mit klar geregelten 0%-igen Unternehmensbesteuerungen. Die Steuerbefreiung eines REITs nimmt je nach Land unterschiedlichste Gesichter an.

Die Sichtweise dieser Arbeit konzentriert sich auf die Notwendigkeit eines weiteren Immobilienanlageproduktes. Es wird somit in dieser Fragestellung angenommen, dass die steuerliche Behandlung eines österreichischen REITs mindestens genauso attraktiv

gestaltet wäre, damit der inländische Kapitalmarkt gegenüber dem ausländischen gestärkt wäre.

Die Untersuchung umfasst vier große Themenblöcke:

Im folgenden Kapitel wird eingangs die Immobilie und deren ureigene Merkmale erfasst (1). Neben der Historie, den Produktmerkmalen, den Zielgruppen, den Chancen und Risiken eines REITs (2) im zweiten Kapitel werden darauffolgend andere Immobilienanlagen umrissen. Es wird ein Marktüberblick über alternative Anlageformen und deren Abgrenzung zum REIT gegeben (3). Exemplarisch werden in weiterer Folge internationale REITs miteinander verglichen (4), um auch den breiten Gestaltungsraum zu skizzieren, den sie umfassen können.

Spätestens hier wird klar ersichtlich werden, dass es keine festgefahrene Schablone gibt, die in den jeweiligen Kapitalmärkten angewendet wurde. Es ist vielmehr das Zusammenspiel von Politik und Wirtschaft, sowohl inländische als auch ausländische Investoren für den inländischen Kapitalmarkt zu gewinnen.

Die Arbeit schließt mit bereits bestehenden vergleichbaren Strukturen in Österreich und einem Ausblick, inwieweit ein REIT am österreichischen Kapitalmarkt seinen Platz findet und welche Hindernisse noch zu überwinden wären.

1.1. Die Immobilie

Der Begriff der Immobilie wird in den verschiedenen Wissenschaften auch unterschiedlich verwendet – eine Unterscheidung zwischen dem physischen, rechtlichen und ökonomischen Immobilienbegriff ist durchzuführen.⁵

Während der physische Immobilienbegriff das dreidimensionale Gebilde in den Vordergrund rückt, der juristische Begriff sich auf die Rechte konzentriert, die an einer Immobilie bestehen können, ist es der ökonomische Begriff, der dieser Arbeit zugrunde liegt.

Die ökonomische Definition beschreibt den Wert einer Immobilie durch die Nutzung.⁶ Im wirtschaftlichen Sinn liefert eine Immobilie den Wert somit aus ihrer Nutzung und nicht aus der Produktion. Entscheidend für die Nachfrage nach Immobilien sind daher die Möglichkeiten, die mit der Nutzung einer bestimmten Immobilie verbunden sind. Die Immobilie kann als Investition, im Sinne einer Kapitalanlage oder eines Sachvermögens, oder als einer der drei Produktionsfaktoren, Arbeit, Boden und Kapital, gesehen werden.⁷

Einer der Mitbegründer der Immobilieninvestment-Theorie, James A. Graaskamp, formuliert den Immobilienbegriff aus investitionstheoretischer Sicht folgenderweise:

„Ein Neandertaler rollte einst einen Fels vor den Eingang seiner Höhle und schuf eine Immobilie, indem er neben dem leeren Raum zusätzliche, in der Natur nicht vorhandene Güter, wie Wärme, Sicherheit oder Exklusivität, bereitstellte. Damit vereinte er erfolgreich Land (eine begrenzte natürliche Ressource) mit der künstlichen Schöpfung (dem Fels – der ersten massiven Tür), um das bislang unbekannte Bedürfnis nach Raum-Konsum zu befriedigen. [...] Eine Immobilie ist demnach ein Produkt künstlich abgegrenzten Raums mit einer institutionellen Zeitdimension (Quadratmeter

⁵ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 7.

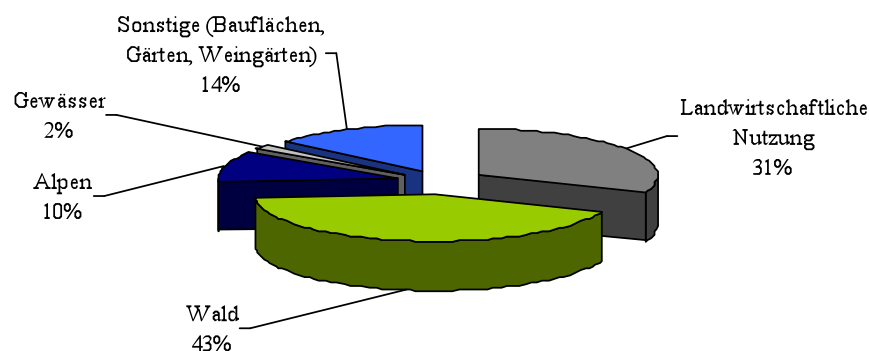
⁶ Vgl. ebenda, S. 10.

⁷ Vgl. Mueller, G. (2002), S. 115.

pro Jahr, Raum pro Nacht, Höhle pro Mondperiode) konzipiert, um die Gesellschaft mit der natürlichen Ressource Grund und Boden zu verbinden.“⁸

Als Immobilie ist folglich ein abgeschlossener Raum zu definieren, der innerhalb eines bestimmten Zeitraumes einen bestimmten Nutzen liefert.⁹ In Österreich steht insgesamt eine Grundfläche von 83.871 km² zur Verfügung. Die Flächennutzung zeigt Abbildung 1 deutlich. Es ist erkennbar, dass nur ca. 14% der Gesamtfläche auf urbane und industrielle Nutzung entfallen. Diese Flächenanteile spiegeln jedoch nicht die wertmäßige Verteilung der Grundfläche wider. Während sich Ackerland und Waldflächen im niedrigen einstelligen Euro-Bereich bewegen, kann eine Grundfläche in bester Lage in Wien durchaus bis zu EUR 7.000.- p.m² kosten. Daraus lässt sich ableiten, dass der überwiegende Anteil des Immobilienvermögens in den urban genutzten Flächen gebunden ist.¹⁰

Abbildung 1: Flächennutzung in Österreich



Quelle: Statistik Austria, 2005.

Zusammenfassend definieren Bone-Winkel, Schulte und Focke (2008) den Immobilienbegriff im Sinne der Immobilienökonomie wie folgt:

„Immobilien sind Wirtschaftsgüter, die aus unbebauten Grundstücken oder bebauten Grundstücken mit dazugehörigen Gebäuden und Außenanlagen

⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 10.

⁹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 33.

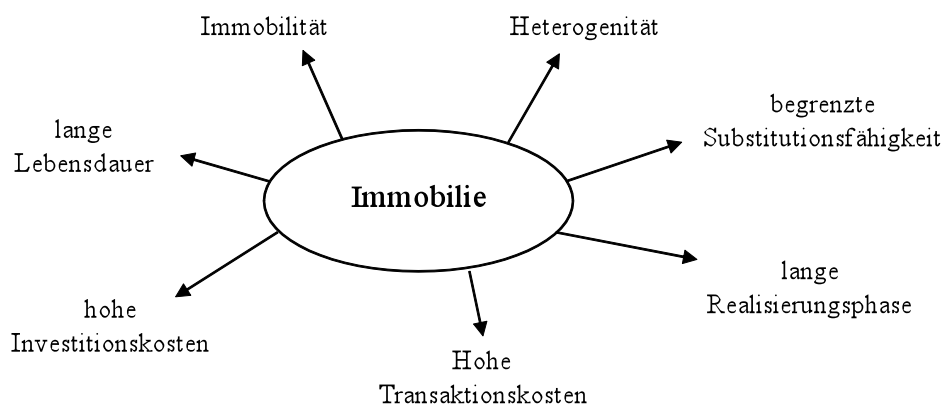
¹⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 6.

bestehen. Sie werden von Menschen im Rahmen physisch-technischer, rechtlicher, wirtschaftlicher und zeitlicher Grenzen für Produktions-, Handels-, Dienstleistungs- und Konsumzwecke genutzt.“

1.1.1. Besonderheiten der Eigenschaften von Immobilien

Die Immobilie ist ein facettenreiches Wirtschaftsgut, das sich in ihren Eigenschaften wesentlich von anderen Wirtschaftsgütern unterscheidet.¹¹ Die Immobilität stellt dabei das wichtigste Merkmal dar – eine Immobilie ist an einen bestimmten Standort gebunden.¹² Abbildung 2 zeigt weitere typische Charakteristika einer Immobilie auf.

Abbildung 2: Eigenschaften einer Immobilie



Quelle: Gondring, H. (2004), S. 36.

Die Immobilie kennzeichnet sich dadurch, dass bereits aufgrund der logischen Unmöglichkeit einer Nachahmung des physischen Standortes immer unterschiedliche Güter vorliegen.¹³ Aus dem materiellen Standpunkt heraus beeinflusst die Immobilität die zukünftigen Nutzungsmöglichkeiten der Immobilie am stärksten. Abgeleitet von der Gebundenheit an einen Standort ergibt sich auch die Heterogenität der Immobilie. Erweitert durch die unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten der Architektur,

¹¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 23.

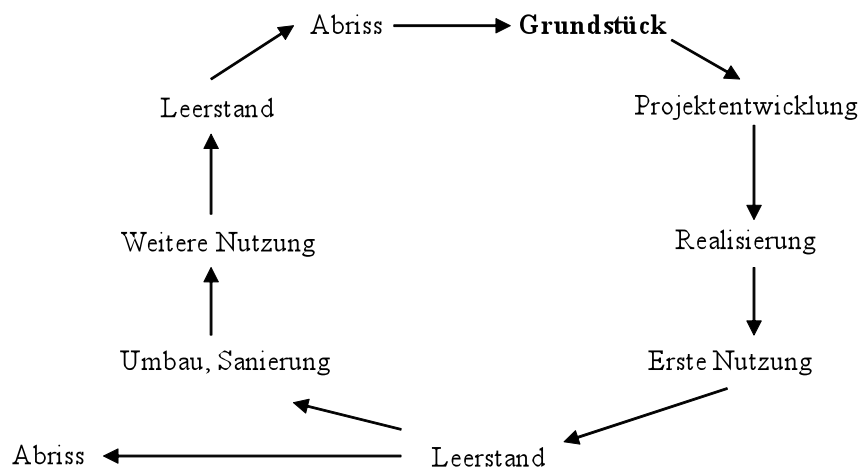
¹² Vgl. Gondring, H. (2004), S. 36.

¹³ Vgl. Sebastian, S. (2003), S. 11.

Gestaltung, Beschaffung des Bodens usw., stellt jede Immobilie ein Unikat dar und ist in diesem Sinne als heterogen zu bezeichnen.¹⁴ Ein weiterer Gesichtspunkt, der Immobilien von allen anderen Wirtschaftsgütern unterscheidet, ist die begrenzte Substituierbarkeit. Eine Substitution durch andere Wirtschaftsgüter ist nur bedingt realisierbar, vor allem deswegen nicht, weil schon der dazugehörige Boden nicht substituierbar ist.¹⁵

Auch zeitliche Aspekte, wie die Dauer des Entwicklungsprozesses und folglich die hohe Lebensdauer, zeichnen die Immobilie gegenüber anderen Anlageformen aus. Die Realisationszeit, beginnend von der Projektidee bis zur Baufertigstellung und Übergabe an den Nutzer, kann mit der Länge von Genehmigungs- und Herstellungsphasen zwischen ein und fünf Jahren in Anspruch nehmen, abhängig von der geplanten Nutzungsmöglichkeit.¹⁶ Immobilien gelten als eine der langlebigsten Wirtschaftsgüter. Der Lebenszyklus von Immobilien lässt sich – wie Abbildung 3 zeigt – in mehrere Phasen unterteilen.

Abbildung 3: Der Lebenszyklus einer Immobilie



Quelle: Gondring, H. (2004), S. 58.

Ausgehend von Grund und Boden kehrt die Projektentwicklungs-, Nutzungs-, Leerstands-, Umbau- und weitere Nutzungsphase wieder zu Grund und Boden zurück, was somit auf eine unbefristete Lebensdauer von dem Grund, auf dem das Gebäude steht,

¹⁴ Vgl. Maurer, R.; Sebastian, S.; Stephan, T. (2000), S. 3.

¹⁵ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 9.

¹⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 19.

schließen lässt. Hervorgerufen durch die lange Ausführungszeit der Erstellung einer Immobilie ergibt sich eine geringe Anpassungselastizität an die Nachfrage – das Immobilienangebot reagiert verzögert auf die Immobiliennachfrage.

Aus dem finanziellen Blickwinkel bergen Immobilien sowohl hohe Transaktionskosten, als auch hohe Erhaltungskosten. Eine Investition in eine Immobilie ist einerseits mit einem hohen Investitionsvolumen verbunden, das eine gewisse Finanzkraft bzw. geeignete Finanzierung des Investors voraussetzt, und andererseits mit hohen Transaktionskosten, die durch das Anfallen von diversen Steuern durch die Übertragung des Eigentums, Informationskosten, Notariats- und Anwaltskosten und eventuellen Vermittlungsprovisionen erhöht werden.¹⁷ Auch laufende Erhaltungs- und Verwaltungskosten sind zum Kostenfaktor hinzuzuzählen. Die hohen, andauernden Kosten stellen somit die größte Zugangsbarriere für ein breit gestreutes Immobilieneigentum dar.¹⁸

Weitere Aspekte in finanzieller Hinsicht sind die eingeschränkte Fungibilität durch die Standortgebundenheit, Heterogenität und beschränkte Teilbarkeit bzw. Stückelungsmöglichkeit, die dadurch eingeschränkte Transparenz des Immobilienmarktes und die Kapitalbindung über den langen Lebenszyklus einer Immobilie.¹⁹ Diese Langfristigkeit einer Immobilie ist aber nicht unbedingt mit einem Wertverzehr verbunden, sondern vielmehr mit der Erhöhung des Wertes des Grundstückes im Zeitablauf. Diese Wertsteigerungen können in weiterer Folge Möglichkeiten zur langfristigen Kapitalanlage, Spekulation oder auch zur Bildung von stillen Reserven dienen.²⁰ Dieser Aspekt der Immobilie wird noch im Kapitel 1.3 der Immobilien als Anlageklasse näher beleuchtet.

¹⁷ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 37.

¹⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 20.

¹⁹ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 9.

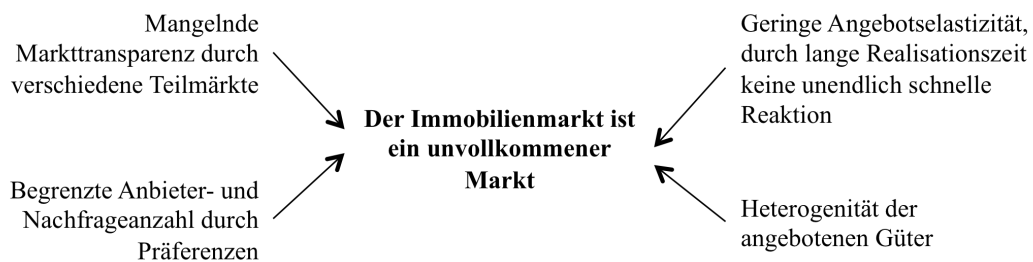
²⁰ Vgl. Pfnür, A. (2002), S. 28.

1.2. Der Immobilienmarkt

Der Immobilienmarkt gilt als Markt der „1000 Märkte“. Die individuelle Standortlage und die unterschiedlichen Nutzungsmöglichkeiten gliedern den Immobilienmarkt in verschiedene Teilmärkte. Somit weicht der Immobilienmarkt durch die Charakteristika der einzelnen Immobilien vom Modell des vollkommenen Marktes ab (Abbildung 4).²¹

Durch die verschiedenen Eigenschaften wird es dem Investor erschwert die Immobilien miteinander zu vergleichen und es entstehen Präferenzen für bestimmte Angebote in materieller, zeitlicher und finanzieller Hinsicht.

Abbildung 4: Der Immobilienmarkt als unvollkommener Markt



Quelle: Gondring, H. (2004), S. 42.

Die Intransparenz auf den Immobilienmärkten beinhaltet auch das Problem der objektiven Preisfindung. Aufgrund der geringen Umschlagshäufigkeit einer einzelnen Immobilie im Vergleich zu anderen Anlageformen sind nicht genügend vergleichbare Marktpreise vorhanden. Darüber hinaus werden auch die Bewertungen der Immobilien immer subjektiven Einflüssen unterworfen sein, wie z.B. in der Festlegung des Diskontierungsfaktors oder Zu- und Abschlägen im Zuge der Verkehrswertermittlung.²²

²¹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 41.

²² Vgl. Wellner, K. (2003), S.11.

Abbildung 5: Segmentierung nach Teilmärkten

Teilmärkte	Mögliche Marktsegmente
Nach Entwicklungszustand bzw. Lebenszyklus	Projektentwicklungen, vermarktungsfähige Objekte, Abbruchobjekte; bei Grundstücken nach dem Kriterium der Baureife: Bauerwartungsland, Rohbauland, baureifes Land
Nach Nutzungskriterien	Wohnen, Büro, Handel, Produktion, Lager, Gemischt genutzt, Spezialimmobilien
Nach Vertragskriterien	Vermietung, Verkauf, Leasing, Erbbaurecht, Pacht
Nach räumlichen Kriterien	Lokal, regional, überregional (national / international), Makrostandort / Mikrostandort, Ballungsraumzugehörigkeit

Quelle: Wellner, K. (2003), S. 178.

Die geringe bzw. begrenzte Anzahl an Marktteilnehmern ergibt sich hauptsächlich aus der Zersplitterung in viele Teilmärkte und dem hohen geforderten Investitionsvolumen. Die Segmentierung von Immobilien anhand der beteiligten Teilmärkte zeigt die Abbildung oben.

Diese differenzierten Teilmärkte teilen die Gemeinsamkeit der Abhängigkeit von vor- und nachgelagerten Märkten. Eine wichtige Determinante stellt der Kapitalmarkt dar, der durch Zinsen und Renditen anderer Anlageformen die Attraktivität der Immobilien beeinflusst.

Der Bauproduktmarkt ist in Verbindung mit dem Arbeitsmarkt die Bestimmungsgröße in der Errichtung und Instandhaltung von Immobilien. Zudem ist auch die Kommunalpolitik im Bezug auf die Flächenwidmungen und Baugenehmigungen für die Preisbildung von Grund und Boden ausschlaggebend.²³ Der letzte Punkt beschreibt gleichzeitig den hohen politisch-öffentlichen Stellenwert, dem eine Immobilie gerecht werden muss. Die Errichtung von Immobilien impliziert auf der einen Seite die soziale Verantwortung des zukünftigen Nutzers der Immobilien und auf der anderen Seite die soziale Verantwortung

²³ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 11.

der Stadtentwicklung, sowie des Boden- und Umweltschutzes.²⁴ Aus diesen Punkten ergeben sich Bestimmungsgrößen in Abbildung 6, die den Immobilienmarkt schwerwiegend beeinflussen. Viele Experten meinen jedoch, dass Immobilienzyklen ein Spiegelbild der Hauptdeterminante Konjunktur darstellen.²⁵

Abbildung 6: Determinanten auf dem Immobilienmarkt

Hauptdeterminanten	Weitere Determinanten
• Konjunktur • Zinsen • Preise • staatliche Maßnahmen • Erwartung der Marktteilnehmer	• Bevölkerungsentwicklung • Wanderungsbewegungen • Raumkapazitäten • kultureller Wandel • technischer Fortschritt • vorhandener Boden • Produktionsfaktoren • Produktivitätsveränderungen • Aufgabe von Standorten, z.B. durch Umzüge, Todesfälle, Betriebsverlagerungen und -auflösungen

Quelle: Gondring, H. (2004), S. 44.

1.2.1. Der Immobilienzyklus

Der Immobilienzyklus erstreckt sich über vier Phasen: die Projektentwicklungsphase, gefolgt von der Überbebauung mit anschließender Marktbereinigung und letztlich einer Marktstabilisierung (Abbildung 7).

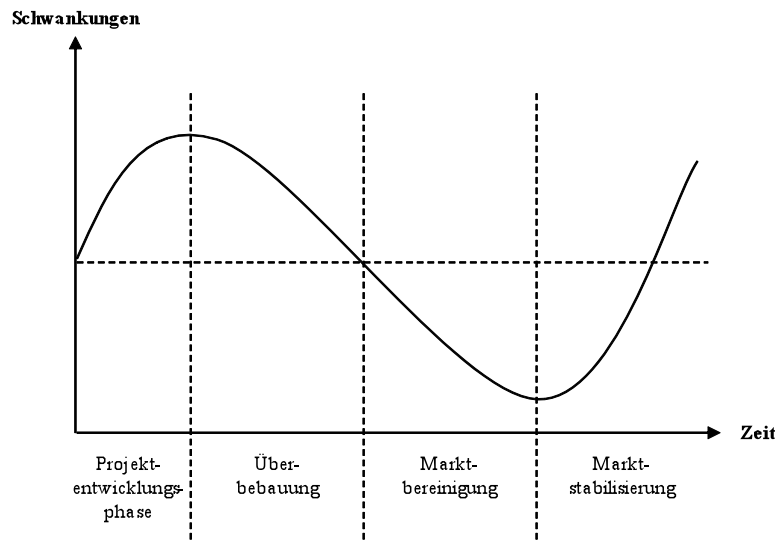
Diese Phasen wiederholen sich immer wieder in nicht vorhersehbarer zeitlicher Dauer und Ausprägung. Ein steigender Nachfragezyklus löst zu Beginn einen steigenden Angebotszyklus aus, der durch die bereits erwähnte lange Realisierungsphase jedoch

²⁴ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 11.

²⁵ Vgl. Mueller, G. (2002), S. 115.

zeitlich verzögert einsetzt.²⁶ In dieser Expansionsphase kommt es zu sinkenden Leerständen, die zu einer Steigerung der Mietpreise führen.

Abbildung 7: Der Immobilienzyklus



Quelle: Gondring, H. (2004), S. 59.

Der Mietpreis erreicht dabei ein Niveau, das die Rendite von Projektentwicklungen absolut positiv beeinflusst und die Neubauaktivitäten weiter steigen lässt.²⁷ Da sich die Reaktionsgeschwindigkeit der Anbieter im Vergleich zur Nachfrage stark verlangsamt anpasst, entstehen sogenannte Timelags, d.h. zeitliche Verzögerungen.²⁸

In einem solchen Timelag trifft eine abkühlende Nachfragephase auf ein Angebot, das Richtung Höhepunkt steuert. Die Phase des Überangebotes beendet die vorhergehende Euphorie und Leerstände beginnen wiederum zu steigen. Die in dieser Phase fertig gestellten Projektentwicklungen können vom Markt nicht mehr absorbiert werden und tragen immer weiter dazu bei, dass Leerstände steigen und Mietpreise fallen.

Der Markt bereinigt sich anschließend in einer Rezessionsphase selbst. Neubauaktivitäten sind nun komplett eingestellt, da das Angebot die Nachfrage noch übersteigt. Der erzielbare Mietzins fällt weiterhin. Die darauffolgende Marktstabilisierung lässt sich an

²⁶ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 197.

²⁷ Vgl. ebenda, S. 199.

²⁸ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 60.

den inzwischen niedrigen, jedoch stabilen Preise und einer positiven Wende im Konjunkturverlauf erkennen. Es ist eine Art Erholungsphase für den Markt, die durch abnehmenden Leerstand gekennzeichnet ist.²⁹ Langsam beginnen Projektentwickler das Angebot wieder zu erhöhen, denn der Markt bietet der steigenden Nachfrage zu wenige Immobilien. Somit wird die Nachfragekurve von der Fertigstellungskurve quasi verfolgt.³⁰ Daraus folgt, dass die Kontrolle über das zeitgleiche Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage eine der größten Herausforderungen ist, um Zyklen flacher zu gestalten.³¹

Witten (1987) hat aufgezeigt, dass das Angebot immer volatiler als die Nachfrage ist, da das Angebot vor allem durch Finanzierungszyklen beeinflusst wird und von vorherrschenden Finanzierungsmöglichkeiten abhängig ist.³² Mueller (1995) hat zudem sogar zwei Arten von Immobilienzyklen definiert: der physische Zyklus, der von Angebot, Nachfrage und dem Leerstand von physischen Immobilien in einem lokalen Markt beherrscht wird, und der finanztechnische Zyklus, der die Kapitalflüsse sowohl in existierende Immobilien als auch in Projektentwicklungen misst und somit Immobilienpreise beeinflusst. Die Differenz zwischen diesen beiden Arten von Zyklen erklärt auch die Differenz von Leerstandsraten und Mietpreisentwicklungen gegenüber Immobilienpreisen.³³

1.2.2. Bedeutung der Immobilienwirtschaft

Um die volkswirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft erfassen zu können ist es wichtig, die beteiligten Gruppen zu identifizieren. Das sogenannte „Haus der Immobilienökonomie“ von Schulte (1993) dient als Unterstützung der besseren Einordnung und Kategorisierung innerhalb der Immobilienwirtschaft, macht jedoch gleichzeitig ersichtlich, dass die Immobilienwirtschaft nicht klar von anderen Branchen abgegrenzt werden kann.³⁴ So ist beispielsweise sehr schwer nachzuprüfen, welche Art

²⁹ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 198.

³⁰ Vgl. ebenda, S. 198.

³¹ Vgl. Mueller, G. (2002), S. 115.

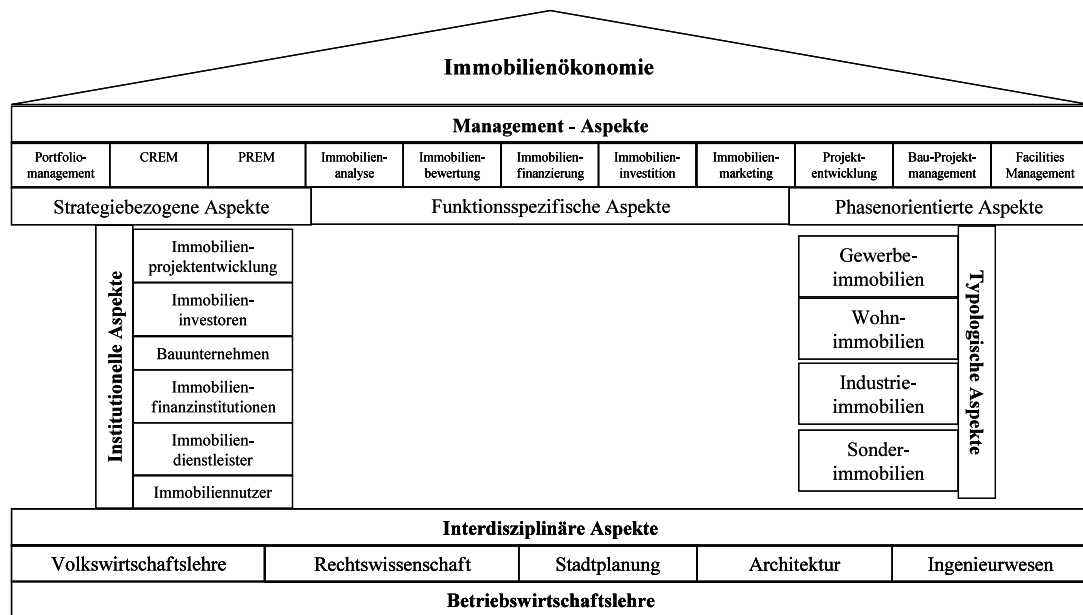
³² Vgl. ebenda, S. 116.

³³ Vgl. ebenda, S. 117.

³⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Müller, T.; Pfrang, D. (2008), S. 29.

und welchen Umfang an Dienstleistungen Anwälte und Notare für die Immobilienbranche erbringen.

Abbildung 8: Haus der Immobilienökonomie – Rahmengerüst zur Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin



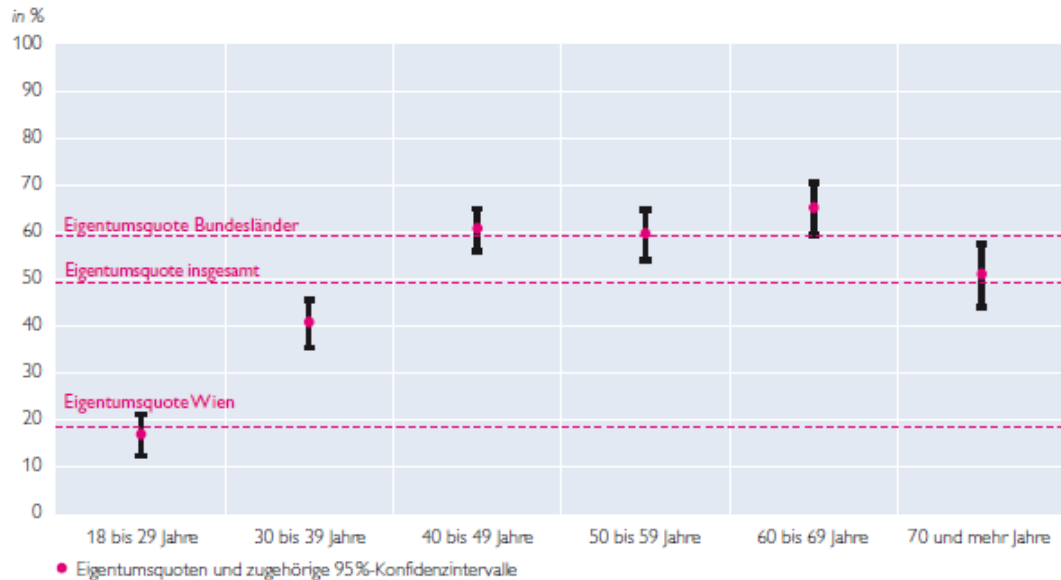
Quelle: Schulte, K.-W.; Schäfers, W. (2008), S. 58.

Immobilien im Privatvermögen

Aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes im Zuge des Erwerbes und Erhaltens einer Immobilie nehmen Immobilien den größten Anteil am Gesamtvermögen privater Haushalte ein. Das Gesamtimmobilienvermögen eines Haushaltes betrug im zweiten Quartal 2009 EUR 250.000.-, wobei es ohne das Top-1-Prozent bei EUR 200.000.- lag.³⁵ Die Eigentumsquote für Hauptwohnsitze in Österreich lag im Durchschnitt bei 50% der Haushalte. Anhand Abbildung 9 kann verfolgt werden, dass diese Quote zwischen den Bundesländern und der Bundeshauptstadt Wien variiert.

³⁵ Vgl. Fessler, P.; Mooslechner, P.; Schürz, M.; Wagner, K. (2009), S. 113.

Abbildung 9: Eigentumsquoten in Österreich in Bezug auf den Hauptwohnsitz nach Alter des Eigentümers



Quelle: Fessler, P.; Mooslechner, P.; Schürz, M.; Wagner, K. (2009), S. 120.

Folglich ergibt sich für Österreich ein Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen der Haushalte von ca. 62% bis 68%. Während US-amerikanische und britische Haushalte über das annähernd gleiche Niveau des Immobilieneigentums verfügen, weisen im Vergleich dazu Haushalte in Italien, Deutschland oder Schweden einen viel höheren Anteil mit bis zu 80% aus.³⁶

Die Schätzungen für das gesamte Immobilienvermögen österreichischer Haushalte reichen von ca. EUR 690 Mrd. bis zu EUR 880 Mrd.³⁷

Gleichzeitig liegt mit der Größe des Immobilienbesitzes auch die Größe der damit verbundenen Hypothekarkrediten ganz vorne in der Reihung der Verpflichtungen eines Haushaltes. Immobilien zählen vor allem für private Haushalte nicht nur als Form des Vermögens, sondern auch als Quelle zur Finanzierung des eigenen Konsums. Die erst kürzlich geplatzte Immobilienblase auf den US-amerikanischen Wohnungsmärkten

³⁶ Vgl. Fessler, P.; Mooslechner, P.; Schürz, M.; Wagner, K. (2009), S. 127.

³⁷ Vgl. ebenda, S. 127.

zeigte, dass die Kreditfähigkeit der Haushalte durch das Steigen von Immobilienpreisen enorm erhöht wird. Studien zeigen, dass Immobilienpreisänderungen sogar einen stärkeren Einfluss auf den Konsum der Haushalte haben als Aktienkursänderungen.³⁸

Immobilien im Vermögen der Unternehmen

Auch die größten, börsennotierten Unternehmen in Österreich verfügen über einen bemerkenswert hohen Immobilienbestand. Hier sind vor allem traditionelle Industrieunternehmen hervorzuheben, die über erhebliche Immobilienbestände verfügen. Oft sind die Immobilienbestände mit den durch die Abschreibung verringerten Anschaffungskosten in den Bilanzen vermerkt, die jedoch enorme stille Reserven beherbergen.³⁹

Hahn und Magerl (2006) geben den Marktwert des gesamten Immobilienvermögens österreichischer Unternehmen mit ca. EUR 231 Mrd. an, wovon ca. EUR 33 Mrd. auf Grund und Boden entfallen und die restlichen EUR 198 Mrd. auf Betriebsgebäude.⁴⁰

Einfluss der Immobilienwirtschaft auf das Bruttoinlandsprodukt

Die Bauwirtschaft stellt zwar grundsätzlich eine konjunkturabhängige Branche dar, jedoch ist ihr Beitrag zum österreichischen BIP in den letzten Jahren gegen sektorale Krisen gut gerüstet und sehr ausbalanciert. Da es in Österreich in den letzten Jahren im Vergleich zu anderen europäischen und internationalen Ländern zu keiner Immobilienmarktblase gekommen ist, beträgt der Anteil der Bauwirtschaft konstant ca. 7,5%.⁴¹

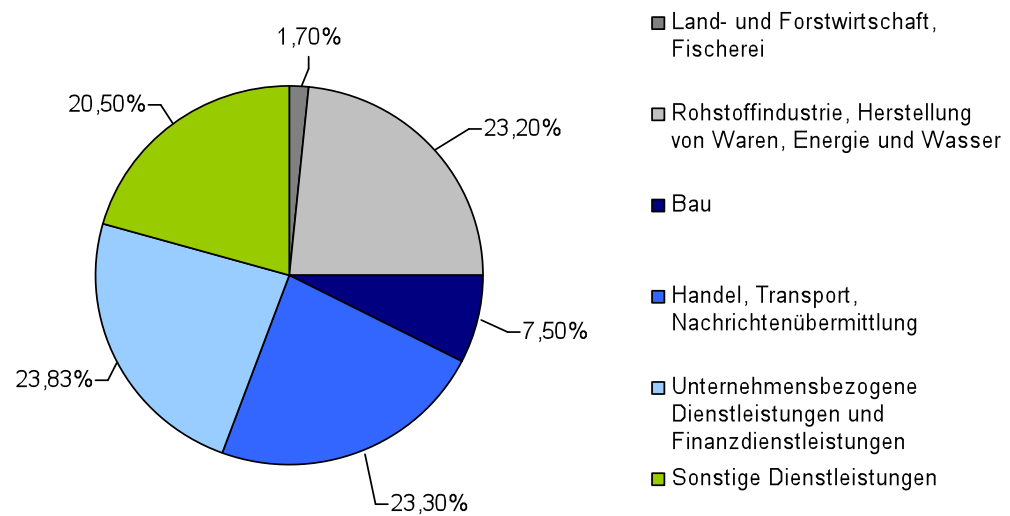
³⁸ Vgl. Fessler, P.; Mooslechner, P.; Schürz, M.; Wagner, K. (2009), S. 113.

³⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Müller, T.; Pfrang, D. (2008), S. 32.

⁴⁰ Vgl. Hahn, F.; Magerl, C. (2006), S. 65.

⁴¹ Vgl. ÖNB (2009).

Abbildung 10: Bruttowertschöpfung 2008 in Österreich



Quelle: Österreichische Nationalbank (2009).

Die Bedeutung der Bau- bzw. Immobilienwirtschaft spiegelt sich demnach genauso in der Zahl der Erwerbstätigen wider. Im dritten Quartal 2009 waren rund 9% der Erwerbstätigen direkt in der Bauwirtschaft beschäftigt.⁴² Noch größer ist der indirekte Beschäftigungseffekt der Immobilienwirtschaft, z.B. durch Arbeitsplätze bei Banken, Versicherungen, Immobilienmaklern, Beratungsunternehmen etc. Ebenso unbestritten ist, dass der Anteil der Schattenwirtschaft gerade in der Bauwirtschaft nicht zu vernachlässigen ist. Wie schon zu Beginn dargestellt, ist der Begriff der Immobilienwirtschaft nicht eindeutig zu definieren. Infolgedessen findet sich auch in einschlägigen Statistiken kein dementsprechend klarer Ausweis dieser facettenreichen Branche.⁴³

⁴² Vgl. Statistik Austria (2009), S. 32.

⁴³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Müller, T.; Pfrang, D. (2008), S. 34.

1.3. Immobilien als Anlageklasse

Trotz der teils schwierigen Charakteristika einer Immobilie als Eignung einer eigenen Anlageklasse bieten Immobilien im Vergleich zu alternativen Anlageformen einige Vorteile. Durch abgesicherte Mietvertragseinnahmen bietet die Immobilie in zweifacher Hinsicht Inflationsschutz. Einerseits durch das Wertsteigerungspotenzial in Form einer Sachwertanlage und andererseits durch indexierte Mieteinnahmen. Immobilien verfügen zudem über eine starke Diversifikationswirkung zum Risikoausgleich mit anderen Anlagen, da sie nur in geringem Ausmaß mit anderen Anlageklassen korrelieren.⁴⁴

Bei der Investition haben Anleger die Wahl zwischen direkten und indirekten Immobilieninvestments. Die direkte Anlage bedeutet den Kauf einer oder mehrerer Immobilien zur Bewirtschaftung. Die Rendite wird in diesem Fall von den Mietpreissteigerungen und der Differenz zwischen Kaufpreis und Veräußerungserlös generiert. Die indirekte Anlage erfolgt in Form von Kapitalmarktprodukten. Die möglichen Anlagemotive, um in die Anlageklasse Immobilien zu investieren, können somit sein:

- Mögliche Steuervorteile und Förderungsleistungen,
- Ausnutzung der Liquiditätsgewinnung durch Besicherung eines Kredites mit der Immobilie,
- nachhaltiger Inflationsschutz,
- stabile, vorhersehbare Mieterträge,
- Wertbeständigkeit von Immobilien mit der Möglichkeit des Wertzuwachses,
- Risikostreuung im gesamten Portfolio durch die niedrige Korrelation von Immobilien mit anderen Anlageklassen.⁴⁵

Die Rolle von Immobilien am Gesamtmarkt lässt sich auch durch folgende vier Faktoren beschreiben:

⁴⁴ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 37.

⁴⁵ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 12.

1. Ihr Beitrag zum Bruttoinlandsprodukt als Rolle des Arbeitgebers und als Branche der Wirtschaft (z.B. Bauunternehmen, Projektentwickler, Immobilienmakler, Hausverwalter, Immobilienfinanzierungsunternehmen, Immobilieninvestoren, Versicherungen, usw.).
2. Ihr Anteil am Gesamtportfolio von privaten Haushalten, Unternehmen und des Staates.
3. Ihre Ergänzung des Kapitalmarktes neben Aktien- und Anleihenmärkten.
4. Ihre Unterstützung im Finanzierungs- und Verschuldungsmarkt (jegliche Verschuldung ist damit gemeint, die auf Immobilien basiert).⁴⁶

⁴⁶ Vgl. Hu, D.; Pennington-Cross, A. (2001), S. 170.

1.4. Der Immobilien-Kapitalmarkt

Der Immobilien-Kapitalmarkt ist ein spezieller Teilmarkt, der den Handel von immobilienbezogenen Anlageprodukten zwischen den Marktteilnehmern regelt. Der Immobilien-Kapitalmarkt vereint Investitionen und die dadurch mögliche Finanzierung von Immobilientransaktionen. Sowohl Immobilienunternehmen, als auch im Immobilienbereich tätige Banken können mit Hilfe des Immobilien-Kapitalmarktes refinanziert werden.⁴⁷ Vor allem in einem Umfeld niedriger Fremdkapitalkosten rückt der Immobilien-Kapitalmarkt in den Fokus von Investoren, die diese Anlagen aufgrund der vorhersehbaren Erträge als Kreditsicherheit nutzen wollen, um mehr Liquidität für Investitionen zu generieren. Der Immobilienmarkt bietet jenen Investoren eine gute Möglichkeit des Financial-Leverage.⁴⁸

Anleger investieren in Immobilien-Anlageprodukte, weil sie damit ihre Nachfrage nach der Performance von Immobilien decken möchten. Für den Fall, dass ein Immobilien-Anlageprodukt mehr Dienstleistungen und Tätigkeiten erbringt, als unmittelbar für die gehaltene Immobilie notwendig ist, verwässert dies jedoch die eigentlich nachgefragte Performance der Immobilie. Die Nebentätigkeiten an sich sind vielleicht das Mittel um die Performance von Immobilien überhaupt zu generieren, stellen aber keine zusätzliche Abbildung der Immobilien-Performance dar.⁴⁹

Anknüpfend an die zentrale Fragestellung dieser Arbeit werden im folgenden Kapitel zunächst REITs und deren Eigenschaften und Charakteristika dargestellt. Später wird vor allem auf indirekte Anlageprodukte der offenen und geschlossenen Fonds, Immobilienaktien und Real Estate Investment Trusts (nachfolgend REITs genannt) eingegangen.

⁴⁷ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Körner, J.; Puhl, O. (2008), S. 144.

⁴⁸ Vgl. ebenda, S. 149.

⁴⁹ Vgl. Sotelo, R. (2008a), S. 70.

2. Real Estate Investment Trusts

2.1. Historie – Ursprung in den USA

Den Grundstein für die Entstehung von REITs legte die USA bereits im 19. Jahrhundert. Damals entstanden die ersten treuhändisch verwalteten Vermögensgemeinschaften, sogenannte Trusts. Diese Trusts konnten Steuerfreiheit für sich beanspruchen, wenn die Bedingung der vollkommenen Ausschüttung des Einkommens erfüllt wurde.⁵⁰ In den 1930er Jahren änderte sich jedoch im Zuge der Großen Depression die Rechtsprechung. Somit wurde 1935 die Steuerfreiheit der Trusts aufgehoben und diese Vorform des heutigen REITs verlor an Bedeutung. Erst ein Vierteljahrhundert später, nach Ende des Zweiten Weltkrieges, als die finanziellen Mittel der Regierung zu knapp waren, um die wachsende Nachfrage nach Wohnimmobilien zu decken, folgte die Geburtsstunde des REITs im Zuge des Real Estate Investment Trust Act 1960.⁵¹ Angelehnt an §856 ff. des US-Steuergesetzbuches von 1940 (sog. Internal Revenue Code) wollte der Gesetzgeber die rechtliche Grundlage für ein Anlagevehikel schaffen, das auch privaten Investoren den Zugang zu Immobilieninvestitionen ermöglichen sollte.⁵² Um den Anreiz für Investoren in dieser Zeit des finanziellen Engpasses der Regierung anzuheben, sollte dieses Anlageinstrument – ähnlich dem Trust der früheren Jahre – wieder von der Unternehmenssteuer befreit sein. Folglich setzte Präsident Eisenhower den Startschuss für eine neue Anlageform.

Die erste Phase der Entwicklung von REITs knüpfte die Steuerbefreiung auf Unternehmensebene an folgende Voraussetzungen:

- Mit der Vorlage des Trusts des 19. Jahrhunderts mussten auch REITs von einem Treuhänder verwaltet werden (externes Management).
- Auch das Merkmal der hohen Ausschüttungsquote eines Trusts blieb erhalten und wurde mit 90% des Nettoertrages festgelegt.

⁵⁰ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S.252.

⁵¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väth, A.; Becker, M. (2008), S. 511.

⁵² Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S.26.

- Die Geschäftstätigkeit des REITs war auf passive Investorentätigkeiten eingeschränkt; der laufende Betrieb einer Immobilie, sowie ein aktiver Handel mit Grundstücken waren dem REIT untersagt.
- Mindestens 75% seines Vermögens musste der REIT in Immobilien anlegen. Als Lockerung konnten innerhalb dieser 75% auch Investitionen in Hypotheken, Bundesanleihen und Barvermögen angelegt werden.
- Als Richtlinie der laufenden Einkommensquellen eines REITs gab es zwei Vorgaben: einerseits mussten mindestens 90% der Einnahmen aus Immobilienverkäufen, Miet- und Zinseinnahmen resultieren; andererseits mussten auch mindestens 75% der Einkünfte aus immobiliennahen Quellen, wie den oben genannten, und Anteilen an anderen REITs bzw. sonstigen Immobilienaktivitäten erwirtschaftet werden.
- Ein weiteres wichtiges Kriterium zur Qualifizierung eines REITs war die Streuung der Investoren. Der Gesetzgeber sah vor, dass sich zumindest 100 Investoren das Risiko teilen müssen und davon jedoch nicht weniger als fünf Anteilseigner mehr als die Hälfte halten dürfen.⁵³

In den ersten acht Jahren nach Einführung des REIT-Acts 1960 entwickelten sich vorerst zögerlich fünf REITs mit einem Anfangsvolumen von je USD 10 Mio. Den großen Durchbruch erlangten REITs in den Jahren 1969 und 1970 mit der Entstehung von weiteren 30 neuen REITs.⁵⁴ Innerhalb dieser Boomphase stellten REITs eine Anlageform mit einem Gesamtvolumen von anfänglich USD 1,5 Mrd. dar.⁵⁵

Doch die vorhandene Euphorie der Immobilienbranche führte, wie schon eingangs beschrieben, zu einer für Immobilien typischen Zeitverzögerung der Marktreaktion. Durch den konjunkturellen Abschwung, der von der Ölkrise begleitet wurde, stiegen in der Mitte der 1970er Jahre die Leerstandsrate des vorhandenen Angebotes und eine Überbebauung war die Folge. Durch den einhergehenden Verfall der Immobilienpreise und dem Ansteigen der Zinsen und somit Refinanzierungskosten, war es für viele Bauvorhaben nicht mehr möglich die Finalisierung der Projekte zu erreichen. Die

⁵³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S.26.

⁵⁴ Vgl. Zell, S. (2008), S. 478.

⁵⁵ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S.27.

Tilgung der teils sehr hohen Fremdfinanzierungsaufnahme war einer Vielzahl von REITs nicht mehr möglich. In diesem Abschnitt des Immobilienzyklus war vor allem für REITs mit hohen Hypotheken-Investitionen, die nachfolgend im Kapitel 2.1.1. näher beschrieben werden, eine Insolvenz die häufigste Folge. Der REIT-Markt stürzte 1974 auf die Hälfte seiner Marktkapitalisierung ab.⁵⁶ Obwohl REITs mit differenzierter Struktur (siehe Equity-REITs, Kapitel 2.1.1.) stabilere Entwicklungen als jene Hypotheken-REITs vorweisen konnten, infizierte der Vertrauensverlust auch diese Art der REITs.

Nachfolgend wurde durch den „Tax Reform Act“ 1976 ein weiterer wichtiger Zusatz für REITs geschaffen, nämlich die Möglichkeit REITs auch in Form von Corporations zuzulassen. Die Gesetzgebung war zu diesem Zeitpunkt jedoch noch nicht so weit, dass auch Versicherungen, Banken und Pensionsfonds ihre Immobilienbestände als Corporations ausweisen konnten. Die Reform sah nachteilig für REITs vor, dass Abschlussgebühren bei der Erstellung von Mietverträgen oder Finanzierungsverträgen nicht mehr unter immobiliennahe Einkünfte fielen. Zugleich wurde auch die Ausschüttungsquote von ursprünglichen 90% auf 95% des Nettoertrages gesteigert.⁵⁷

Eine neuerliche Änderung der Steuergesetzgebung brachte 1981 durch den „Economic Recovery Tax Act“ eine größere Konkurrenz für REITs durch andere steuerlich motivierte Anlagemöglichkeiten, wie z.B. Limited Partnerships, die dem Anleger mehr steuerliche Vorteile als REITs einbrachten. Ein weiterer „Tax Reform Act“ 1986 begünstigte REITs wiederum durch die Ersteinführung von Qualified REIT Subsidiaries (QRS), die als eigenständiges Rechtssubjekt und als Tochterunternehmen des jeweiligen REITs auch steuerbefreit behandelt wurden. Insbesondere wurde mit dieser Reform auch die Verpflichtung des externen Managements abgeschafft. Dadurch wurden REITs ab diesem Zeitpunkt dazu ermächtigt ihren Bestand selbst zu verwalten.⁵⁸ Durch die Revidierung der von 1976 und 1981 erwachsenen Nachteile für REITs gewann die Anlageform wieder an Attraktivität zurück.⁵⁹

⁵⁶ Vgl. Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S. 793.

⁵⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S.27.

⁵⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väh, A.; Becker, M. (2008), S. 511.

⁵⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S.28.

Der Anstieg der Immobilienpreise Anfang der 1980er Jahre durch die beschriebene steuerliche und nachfrageseitige Motivation wurde schließlich einige Jahre später, Ende der 1980er Jahre, von einem Zyklus mit massiven Leerständen und zu hohen Tilgungsraten eingeholt.⁶⁰ Die Marktkapitalisierung aller REITs war 1990 fast auf das Niveau von 1985 zurückgegangen. Der Abschwung stellte jedoch für liquide Investoren dieser Phase eine gute Gelegenheit für günstige Zukäufe von notleidenden Immobilien dar. Folglich konnten REITs im Jahr darauf bereits eine Branchenrendite von 35% aufweisen und somit das Vertrauen der Anleger zurückgewinnen und stärken.⁶¹

In den folgenden Jahren wurde das Anlagespektrum von REITs um eine weitere Struktur erweitert. Sogenannte Umbrella Partnership Real Estate Investment Trusts (UPREITs) vereinten weitere Steuervorteile in sich. Durch die Konstruktion der Anteilseignerschaft von REITs an einer Partnership-Struktur, die eine Operating-Partnership als Eigentümer vorsieht, konnte ab diesem Zeitpunkt die Besteuerung von stillen Reserven bei der Umwandlung in einen REIT-Status umgangen werden. Der Eigentümer der Immobilien erzielte bei der Umwandlung keinen Verkaufserlös, sondern erhielt Anteile an der Operating Partnership-Struktur. Am Ende des nächsten Kapitels 2.1.1. wird näher auf diesen Strukturtyp des REITs eingegangen. Im gleichen Zeitraum wurde auch der Steuersatz bei Einbringung von Immobilien in den REIT um die Hälfte reduziert, um die Wettbewerbsfähigkeit von REITs aufrecht zu erhalten.⁶²

Durch die gesetzlich erforderliche Mindeststreuung von Investoren war es bis dahin institutionellen Investoren nicht möglich an REITs zu partizipieren, da die Investitionssummen über die Deckelung der maximalen Anteile hinaus ragten. Einen Aufschwung der REITs-Branche brachte 1993 der „Omnibus Budget Reconciliation Act“, der institutionelle Investoren nicht mehr länger als einen einzigen Investor qualifizierte, sondern als Gemeinschaft vieler Kleinanleger.⁶³ Damit stellten Pensionsfonds, Versicherungen und Banken mit größeren Investments eine bedeutende Größe dar mit folglich positiven Auswirkungen auf die Marktkapitalisierung, Liquidität

⁶⁰ Vgl. Zell, S. (2008), S. 478.

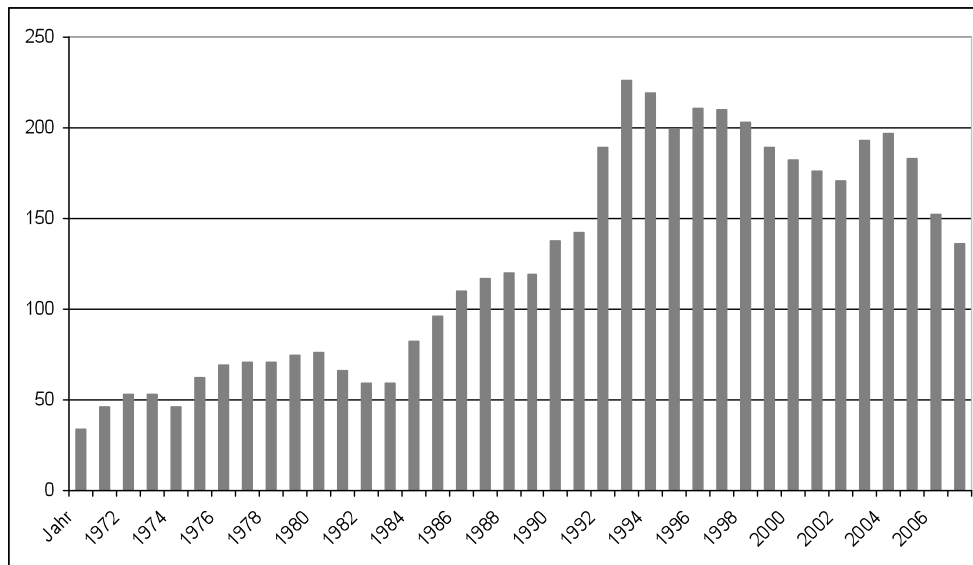
⁶¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 28.

⁶² Vgl. ebenda, S. 29.

⁶³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väh, A.; Becker, M. (2008), S. 511.

und Umschlagshäufigkeit der gesamten REITs-Branche.⁶⁴ Das Jahr 1994 war mit 226 REITs daraufhin das Jahr mit der höchsten Anzahl an REITs in der Geschichte.⁶⁵

Abbildung 11: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen REITs in den Jahren 1971-2008



Quelle: NAREIT (2009b).

Die Folgejahre brachten mit dem „Taxpayer Relief Act“ und dem „REIT Simplification Act“ eine Reihe von Neuerungen für REITs.⁶⁶ Ein Großteil der Novellierungen, wie z.B. die Steuersenkung für Veräußerungsgewinne, hatte eine aufbauende Wirkung auf die gesamte Branche. Es folgten vermehrt Fusionen von REITs, die von positiven Skalenerträgen, wie Kostenvorteile bei der Bewirtschaftung von großen Immobilienbeständen oder Kostenvorteile bei der Kapitalbeschaffung durch Größe, geprägt waren.⁶⁷ Das Investorenumfeld hielt sich bis 1998 stabil und verzeichnete dann allerdings einen großen Einbruch mit einer negativen Jahresperformance von fast -19%. Dieser Rückgang wurde hauptsächlich durch einen Faktor eingeleitet: viele der institutionellen Investoren, die teilweise eine kursbildende Bedeutung hatten, lenkten ihre Kapitalabflüsse direkt in die aufstrebende New Economy. Die Kurse der REITs bewegten sich deutlich abgekoppelt vom allgemeinen Aktienmarkt in den USA. Während REITs

⁶⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 29.

⁶⁵ Vgl. NAREIT (2009b).

⁶⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väh, A.; Becker, M. (2008), S. 512.

⁶⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 30.

ein dramatische Einbrüche hinnehmen mussten, konnte der Aktienmarkt im gleichen Zeitraum eine fast 30%-ige positive Steigerung vorweisen.⁶⁸

Die erwartete Entspannung auf den REITs-Märkten brachte 1999 der „REIT Modernization Act“.⁶⁹ Mit Hilfe dieser Novellierung, die Drittdienstleistungen, wie Servicedienstleistungen für Mieter, durch Tochtergesellschaften ermöglichte, stieg das Spektrum der Geschäftigkeit von REITs und löste demgemäß einen Anstieg der Branchenperformance aus.⁷⁰

Die Kapitalströme, die 1998 in die New Economy flossen, kamen durch das Platzen dieser Blase Anfang des neuen Jahrtausends wieder in die REITs-Branche zurück. Durch die Aufhebung des Doppelbesteuerungsabkommens zwischen den USA und Großbritannien verstärkten ausländische Investoren, wie britische Pensionsfonds und Versicherungen, ihr Engagement am US-amerikanischen REITs-Markt und lenkten erhebliche Mittelzuflüsse in die Branche. Das niedrige Zinsumfeld in den USA beschleunigte den Zustrom von institutionellen Investoren, da die Veranlagungen in REITs in dieser Phase mit bis zu 90% Fremdkapital finanziert werden konnten.⁷¹

Der „REIT Improvement Act“ brachte ab 2004 noch weitere Modifikationen für REITs in den USA, speziell im Hinblick auf Lockerungen des Strafmaßes bei diversen Verfehlungen von Grenzen der REIT-Regulatorien, außer jener Verfehlung der Nichteinhaltung der Ausschüttungsquote von 95% des Nettoertrages. Zudem wurde die Begrenzung von 10% angehoben, die REITs im Zusammenhang mit der Beteiligung an anderen Gesellschaften einhalten mussten.⁷²

Die nachkommenden Jahre waren von großem Zuwachs gekennzeichnet mit dem Höhepunkt in 2006 mit einer Marktkapitalisierung aller US-REITs in Höhe von ca. USD 438 Mrd.

⁶⁸ Vgl. Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S. 799.

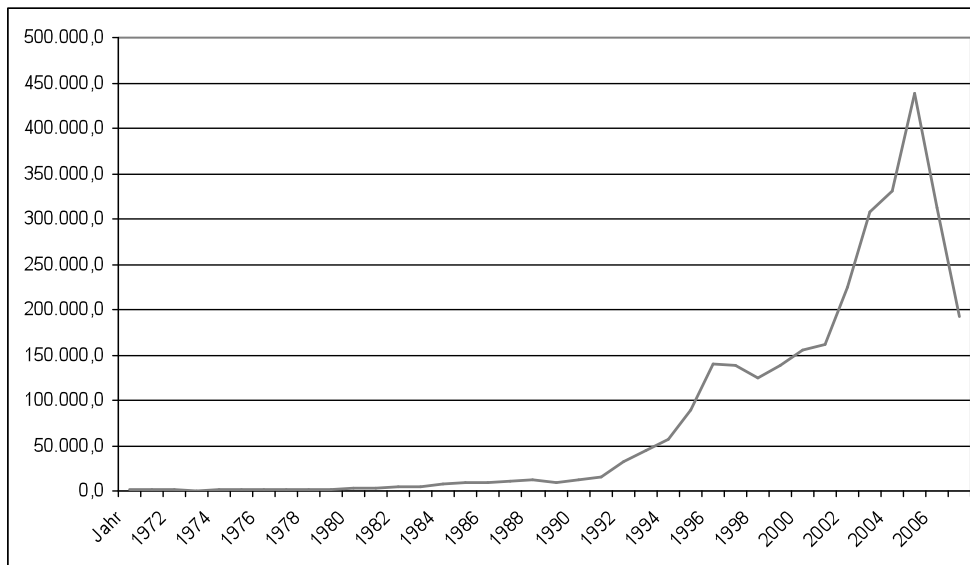
⁶⁹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 84

⁷⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väh, A.; Becker, M. (2008), S. 512.

⁷¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 31.

⁷² Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 31.

Abbildung 12: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD



Quelle: NAREIT, Historical REIT Industry Market Capitalization: 1971-2008

Eine Überhitzung des US-Immobilienmarktes wurde durch die Absetzbarkeit privater Hypothekarkredite, der Möglichkeit der variablen Verzinsung und dem Boom der Asset und Mortgage Backed Securities (ABS und MBS) genährt.⁷³ Die Anteile aller privaten Kreditvergaben betrugen im Jahr 2006 rund 36% im Prime Segment (Conforming), rund 5% mit noch besserer Bonität als im Prime Segment (Prime Jumbo), ca. 25% im Alt-A-Segment und ca. 21% im niedrigsten Bonitäts-Segment, den Subprime-Krediten.⁷⁴ Doch die Verletzlichkeit der beiden letzten Kreditsegmente Alt-A und Subprime lag in der variablen Verzinsung mit Anpassung nach meist 24 Monaten, was bei steigenden Zinsen durchaus zu negativen „Überraschungen“ bei Kreditnehmern führte und Zahlungsrückstände auslöste. Durch die daraus resultierenden erhöhten Zahlungsausfälle und Zwangsvollstreckungen in den Jahren 2006 und 2007 stieg das Angebot am Immobilienmarkt. Eine Welle des Abschwungs der Immobilienpreise wurde ausgelöst, die weitere Zahlungsausfälle zur Folge hatte, da die dem Kredit zugrunde liegenden Besicherungen an Wert verloren. Gleichzeitig trocknete der Markt der verbrieften Kredite der ABS und MBS durch die Zahlungsausfälle komplett aus.⁷⁵

⁷³ Vgl. Pehm, N. (2007), S. 5 ff.

⁷⁴ Vgl. Kiff, J.; Mills, P. (2007), S. 6.

⁷⁵ Vgl. IMF (2007), S. 15.

Die vielschichtigen Aspekte dieser Immobilienkrise, die sich im späteren Verlauf zu einer Vertrauenskrise der Immobilienbranche und sogar Banken- und Liquiditätskrise ausweitete, würden an diesem Punkt zu weit führen. Im Fokus dieser Arbeit stehen REITs, deren Marktkapitalisierung allein am US-amerikanischen Markt 2008 gegenüber dem Höchstwert von 2006 um mehr als die Hälfte auf ca. USD 191 Mrd. sank.

Aktuelle Situation in den USA

In der jüngsten Vergangenheit hat sich der REITs-Markt in den USA schrittweise erholt und konnte per September 2009 eine Steigerung der Marktkapitalisierung auf ca. USD 248 Mrd. aufweisen, davon entfielen ca. USD 222 Mrd. auf den Bereich der Equity-REITs. An der New York Stock Exchange waren per Ende September 2009 insgesamt 127 REITs gelistet, die zusammen mit über USD 245 Mrd über den Großteil der gesamten Marktkapitalisierung aller REITs in den USA verfügen.⁷⁶

Bewegte Historie

Die Entstehung des REITs in den 1960er Jahren in den USA war durchaus kein festgesetztes theoretisches Konzept, sondern hat sich seit Einführung stets praxisorientiert weiterentwickelt.⁷⁷ Durch ständige Beobachtung des REITs- und Investorenmarktes wurden die Anforderungen der REITs-Regulatorien sukzessive modifiziert und angepasst.⁷⁸ Nachkommend gibt das Kapitel 4 einen Überblick über aktuelle rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen der US-amerikanischen REITs, sowie über die Einführung von REITs in anderen Ländern in unterschiedlich ausgeprägter Anlehnung an das US-amerikanische Vorbild.

2.1.1. Arten von REITs

Der Gesetzgeber verfolgte ursprünglich mit Einführung der REITs eine Befriedigung der Nachfrage von Kleinanlegern sich an einem diversifizierten Immobilienportfolio zu beteiligen. Da gleichzeitig jedoch die Nachfrage nach Eigen- und

⁷⁶ Vgl. NAREIT (2009a), S. 1.

⁷⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väth, A.; Becker, M. (2008), S. 512.

⁷⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 31.

Fremdkapitalfinanzierungen wuchs, wurde nicht nur die Investition in Immobilien, sondern auch die Investition in deren Finanzierung als Anlageform eingeführt.⁷⁹ Daraus entwickelten sich die verschiedenen Arten der immobiliennahen Einkünfte in Form von Eigenkapital-REITs, Hypotheken-REITs und Hybrid-REITs.

Abbildung 13: Übersicht der Arten von REITs

Kriterium	Ausprägungen		
Anlagespektrum	Equity-REITs	Mortgage-REITs	Hybrid-REITs
Spezialisierungsstrategie	Standardfonds	Spezialitätenfonds	Mischformen
Managementstrategie	Fixed Type (Passive Anlagepolitik)	Flexible Type (Aktive Anlagepolitik)	Semi-Flexible Type
Gründungsmethode	Cash Method (erst Kapitalbeschaffung)	Appropriation Method (erst Kapitalanlage)	Mischformen
Beendigungsmethode	Non-Finite-Life REITs	Finite-Life REITs	Mischformen
Emissionskostenregelung	Initial Public Offering	Secondary Public Offering	Sonderformen
Ausschüttungsregelung	Obligatorische Ausschüttung wegen gesetzlicher Anforderung (z.B. 95%)		
Anlegerspektrum	Börsennotierte REITs (alle Investoren)	Nicht börsennotierte REITs (v.a. institutionelle Investoren)	Mischformen
Anlegervolumina	Börsennotierte REITs (alle Investoren)	Nicht börsennotierte REITs (v.a. institutionelle Investoren)	Mischformen

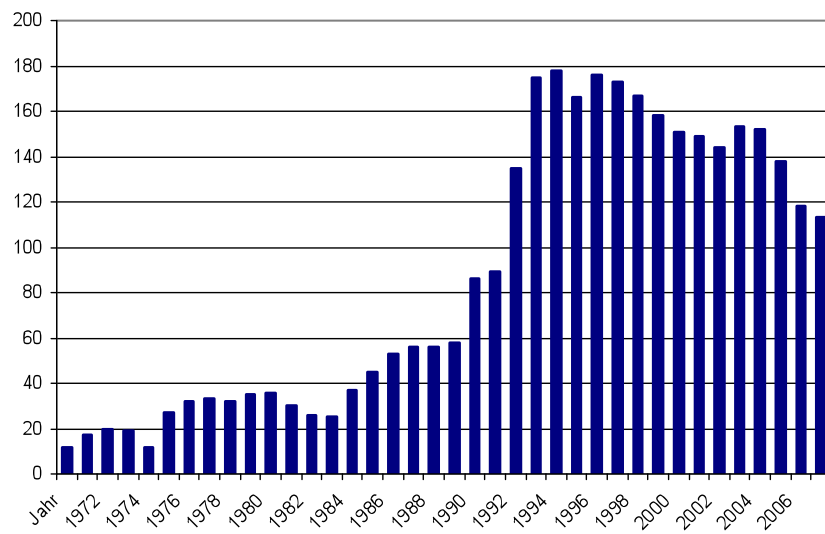
Quelle: Väh, A. (1999), S. 259.

Der Anlageschwerpunkt eines Eigenkapital-REITs, auch Equity-REIT genannt, liegt in der direkten Investition in Immobilien. Im engeren Sinne besitzen, verwalten und betreiben Equity-REITs die im Bestand gehaltenen Immobilien.⁸⁰ Dies beginnt mit der Tätigkeit in der Projektentwicklung, wird mit dem Gebäudemanagement als Dienstleistung für den Mieter fortgeführt und beinhaltet auch die Vermarktung oder das Leasing der Immobilien.

⁷⁹ Vgl. Väh, A. (1999), S. 226.

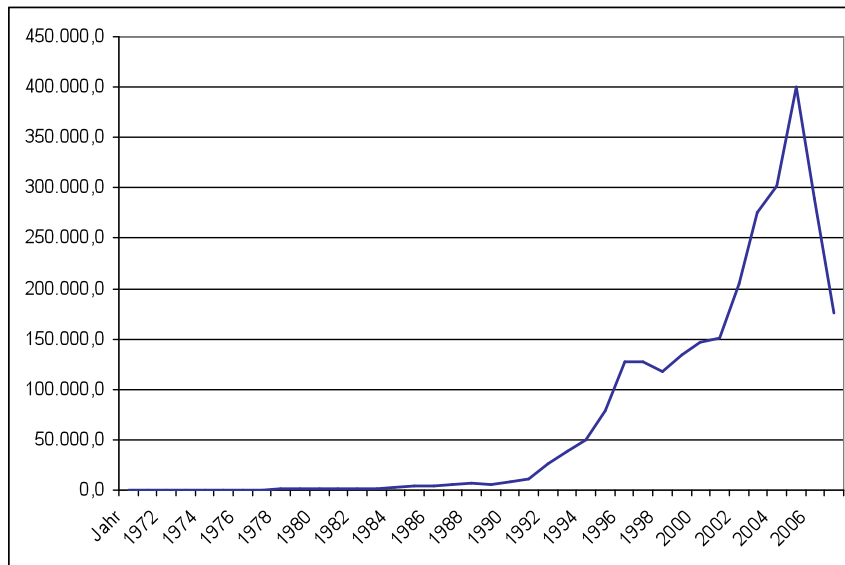
⁸⁰ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 54.

Abbildung 14: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Equity-REITs in den Jahren 1971-2008



Quelle: NAREIT (2009b).

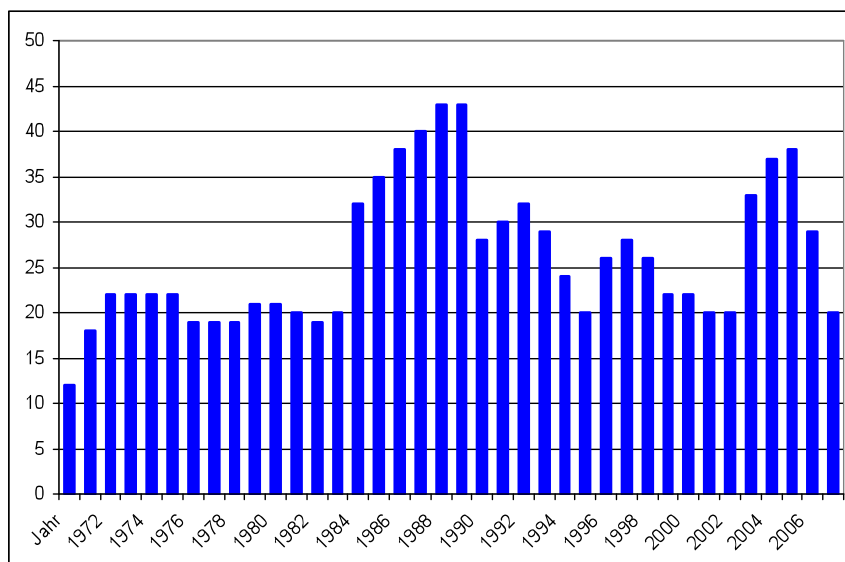
Abbildung 15: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen Equity-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD



Quelle: NAREIT (2009b).

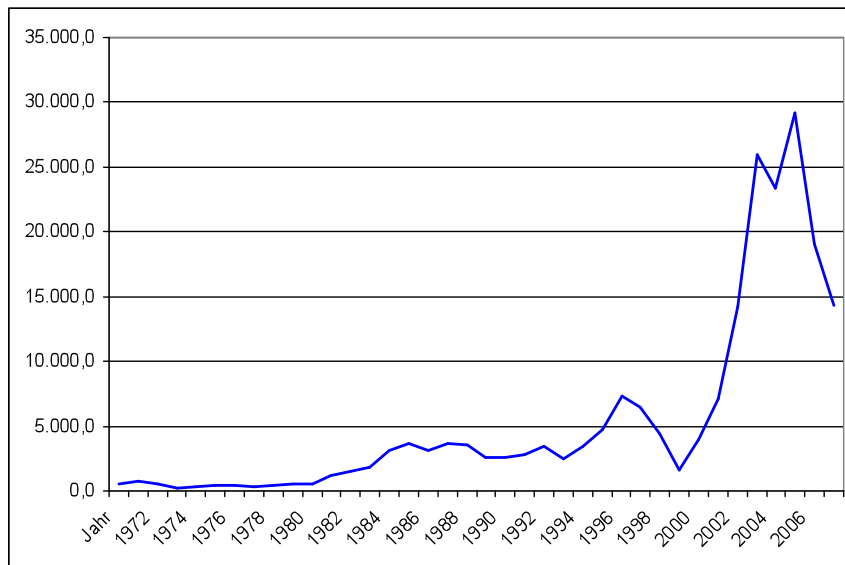
Ein Hypotheken-REIT, auch Mortgage-REIT genannt, konzentriert sich dagegen völlig auf die indirekte Investition in Immobilien durch Immobilienfinanzierungen.

Abbildung 16: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Mortgage-REITs in den Jahren 1971-2008



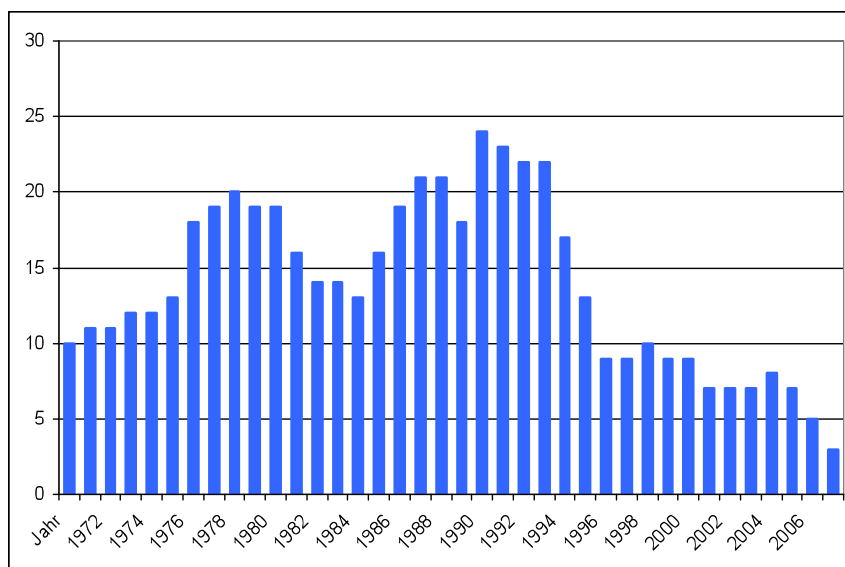
Quelle: NAREIT (2009b).

Abbildung 17: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen Mortgage-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD



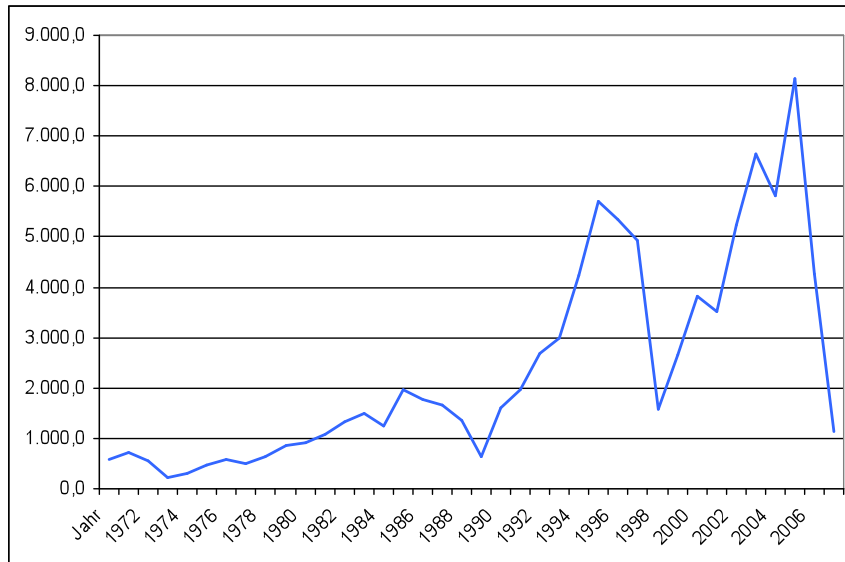
Quelle: NAREIT (2009b).

Abbildung 18: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Hybrid-REITs in den Jahren 1971-2008



Quelle: NAREIT (2009b).

Abbildung 19: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen Hybrid-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD



Quelle: NAREIT (2009b).

Mortgage- bzw. Hypotheken-REITs agieren als direkter Finanzier von Immobilienbetreibern oder Immobilienbesitzern. Ein weiteres Investitionsspektrum ist aber auch die indirekte Finanzierung durch die Investition in verbriefte Kredite oder Hypothekenpfandbriefe.⁸¹

Wie der Name schon vermuten lässt, stellt der Hybrid-REIT eine Mischform der beiden erstgenannten Strukturen von Equity-REITs und Mortgage-REITs dar.⁸²

Bei Einführung 1960 sollte die Attraktivität eines Investments in REITs vor allem darin bestehen, dass Privatanleger durch ein „Pooling of Investments“ Zugang zu den Immobilienmärkten bekamen.⁸³ Gemäß des Grundgedankens der Mobilisierung von Einzelinvestoren für die Umsetzung von großen Bauprojekten wurden REITs zu Beginn vorrangig in Form von Mortgage-REITs als Vehikel der Kurzfristfinanzierungen in der Baubranche eingesetzt. Im Gegensatz zu den gängigen Syndikaten für Baufinanzierungen erhöhte sich durch REITs die Fungibilität des Investments.

⁸¹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 54.

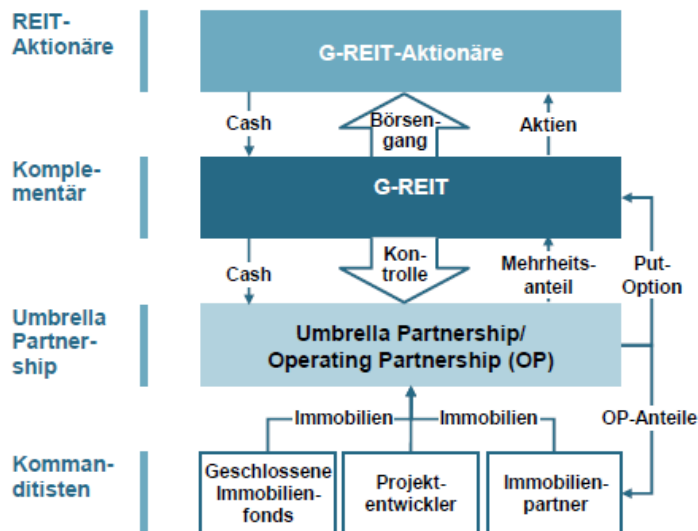
⁸² Vgl. ebenda, S. 82.

⁸³ Vgl. Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S.793.

Der UPREIT

Um die REIT-Struktur steuerlich noch attraktiver zu gestalten entstand im Jahr 1992 in den USA der sogenannte UPREIT.⁸⁴

Abbildung 20: Interaktion der UPREIT-Partner



Quelle: Roland Berger (2007), S. 32.

Diese Konstruktion kombiniert eine Partnership-Konstruktion mit der einer REIT-Struktur. Der Vorteil daraus zeichnet sich für jene Immobilienunternehmen ab, die ihre Objekte in dieser Weise in eine REIT-Struktur einbringen können ohne damit eine Besteuerung der stillen Reserven auszulösen.⁸⁵ Die Wettbewerbsfähigkeit der gesamten REITs-Branche wurde durch Einführung des UPREITs sehr gesteigert, da vor allem Immobilienunternehmen, die z.B. einem deutschen oder österreichischen geschlossenen Immobilienfonds ähneln oder in der Projektentwicklung tätig sind, vermehrt REITs gründeten.

Bei der Strukturierung eines UPREITs finden sich Anteilseigner einer bereits bestehenden Personengesellschaft und der REIT in einer gemeinsamen neuen

⁸⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väth, A.; Becker, M. (2008), S. 511.

⁸⁵ Vgl. ebenda.

Personengesellschaft, einer Operating Partnership, wieder. Seitens der Gesellschafter werden Immobilien aus der bereits bestehenden Personengesellschaft eingebracht.⁸⁶ Der REIT bringt das Kapital, das er im Zuge eines Börsengangs lukriert als Gesellschaftseinlage ein.⁸⁷ Wie in Abbildung 20 ersichtlich ist, stellt der REIT den Mehrheitseigentümer des Operating Partnerships dar und fungiert als unbeschränkt haftender Gesellschafter.

Im Anschluß daran können die Kommanditisten des Operating Partnerships nach Ablauf einer bestimmten steuerlichen Frist ihre Anteile gegen eine (Bar-)Auszahlung oder gegen REIT-Aktien tauschen. Zu diesem Zeitpunkt wird dann jene Steuerpflicht ausgelöst, die zu Beginn ausgesetzt wurde. Der Tausch kann jedoch so gestaltet werden, dass er über mehrere Jahre gestreckt wird, um die Steuerbelastung zu verteilen.⁸⁸ Die Steuerschuld kann dadurch flexibel angepasst werden.⁸⁹ Die nachfolgende Abbildung 21 fasst den Vorgang der Gründung und des späteren Tausches noch einmal bildlich zusammen.

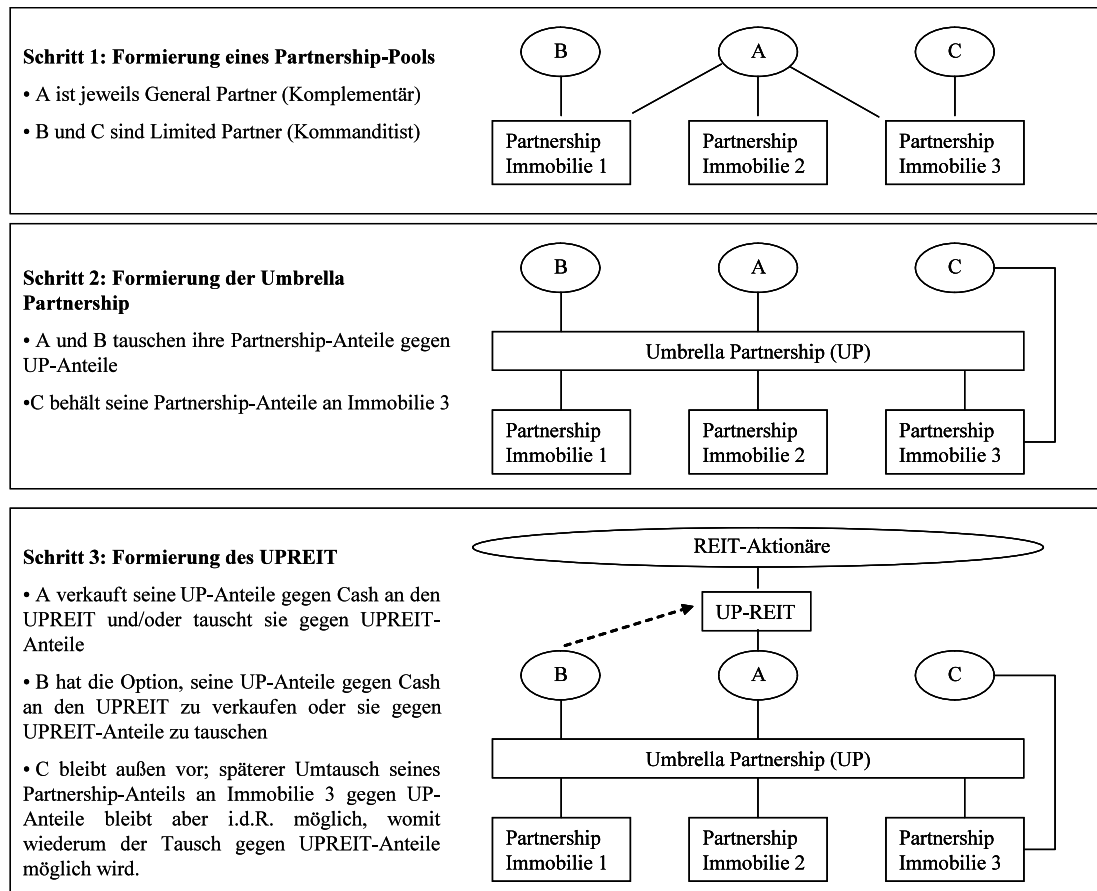
⁸⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 82.

⁸⁷ Vgl. Roland Berger (2007), S. 32.

⁸⁸ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 83.

⁸⁹ Vgl. Roland Berger (2007), S. 32.

Abbildung 21: Struktur eines UPREITs



Quelle: Väth, A. (1999), S. 240.

2.2. Länderübergreifende Merkmale von REITs

Weltweit existieren heute in 35 Ländern verschiedene REIT-Strukturen. Bisher gibt es weder eine globale, noch europäische Gesamtlösung für die Vergabe eines REIT-Status. Da unterschiedliche steuerliche und rechtliche Gesetzgebungen in den einzelnen Ländern herrschen, ist es unmöglich eine einheitliche, länderübergreifende Definition von REITs zu finden.⁹⁰

Unabhängig von den individuell notwendigen Voraussetzungen zum Erlangen des REIT-Status gibt es jedoch einige gemeinsame Merkmale, die alle REIT-Modelle teilen. In den folgenden Unterkapiteln werden jene Eigenschaften aufgeführt, die den REIT charakteristisch beschreiben: der Fokus der Geschäftstätigkeit auf Immobilien, das Ziel der Erreichung von nachhaltigen Mieterträgen, das Verhalten als bestandsorientierter Investor, die hohe steuerliche Transparenz, die hohe Ausschüttungsquote, die Einschränkung der Thesaurierung von Erträgen, die begrenzte Fremdkapitalquote, die hohe Fungibilität, die Spezialisierung auf bestimmte Immobilien-Nutzungsarten oder regionale Schwerpunkte, die Konzentration auf die Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen, die hohen Corporate Governance-Standards und das eigene Risiko-Rendite-Profil am Kapitalmarkt.

2.2.1. Geschäftstätigkeit Immobilien

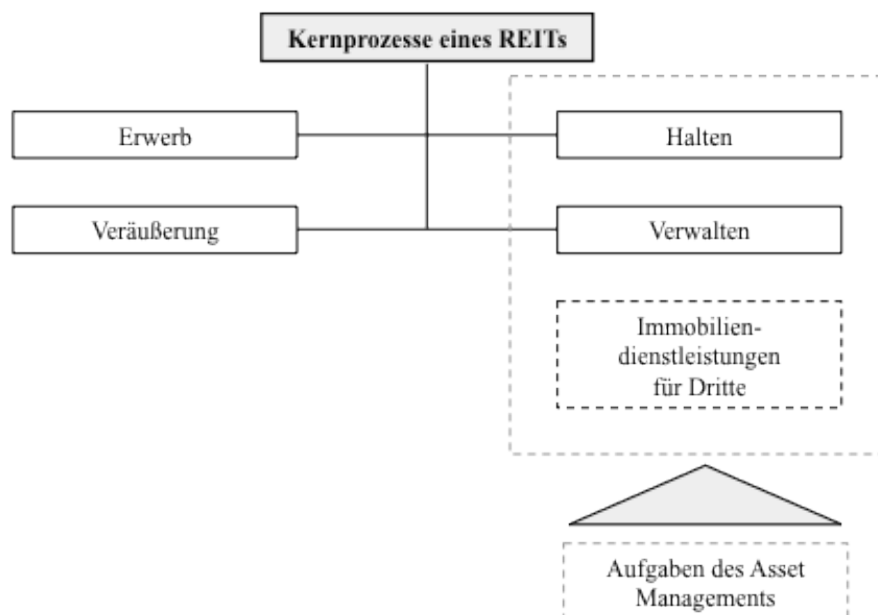
REITs sind immer Unternehmen, die bei ihrer Vermögensbildung einen besonderen Schwerpunkt auf Immobilien legen. So verschieden die nationalen Ausprägungsformen auch sind, handelt es sich bei REITs immer um eine Investition, die zum überwiegenden Anteil in Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte und / oder Gebäude geleitet wird.⁹¹ Die Anleger beteiligen sich jeweils an einem Immobilienunternehmen oder einer Kapitalsammelstelle, die entweder börsennotiert sein kann oder nicht, verschiedene Gesellschaftsformen annehmen kann und deren Großteil der Erträge aus dem Erwerb, der

⁹⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 24.

⁹¹ Vgl. Volckens, H. (2008b), S. 109.

Verwaltung und dem Verkauf von Immobilienvermögen stammt. Hier liegt es an den nationalen Ausprägungsformen, welcher zulässige Investitionsumfang für den jeweiligen REIT gilt, z.B. variieren die Gesetzgebungen bei der Behandlung von immobiliennahen Nebentätigkeiten für Dritte oder den erlaubten Anteil an Geschäftstätigkeiten ohne jeglichen Immobilienbezug. Nichtsdestotrotz wird die Prämisse eines überwiegenden Immobilieninvestments nie davon berührt. Durch diesen eindeutigen Immobilienbezug kann der REIT weltweit eine Geschlossenheit des Anlagevermögens vorweisen.

Abbildung 22: Kernprozesse eines REITs



Quelle: Farhart, R. (2008), S. 186.

Beispielhaft nennt das deutsche Gesetz über Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen im REITG §1. Abs. 1 Z 1

- den Erwerb,
- das Halten,
- die Verwaltung und
- die Veräußerung

von Vermögensgegenständen als Unternehmensgegenstand von REIT-Aktiengesellschaften.⁹²

⁹² Vgl. Farhat, R. (2008), S. 185 ff.

Die Vermietung, Verpachtung oder das Leasing des Immobilienbestandes zuzüglich möglicher Immobiliendienstleistungen für Dritte definiert den Begriff des Verwaltens eines REITs. Dabei sind all jene Tätigkeiten erlaubt, die dem REIT im Zusammenhang mit der Pflege und Fortentwicklung der eigenen Vermögensgegenstände dienen.⁹³ Weiters definiert beispielhaft der deutsche Gesetzgeber im REITG § 3 Abs. 6 diese Tätigkeiten detaillierter, nämlich dass die Projektentwicklung, die Projektsteuerung, die technische und kaufmännische Gebäudebestandsverwaltung, die Mieterbestandsverwaltung und auch eine etwaige Vermittlungstätigkeit zu diesen Tätigkeiten der Fortentwicklung und Pflege der Immobilien gehören.⁹⁴ Der Punkt der Immobiliendienstleistungen für Dritte in Abbildung 22 bezieht sich ausschließlich auf jene Dienstleistungen, die einen fremden Immobilienbestand gegen Entgelt betreffen. Diese Geschäftstätigkeit wird meist über eine gesonderte Dienstleistungsgesellschaft des REITs erbracht.

Die Aufgaben des Managements eines REITs umfassen analog zu Abbildung 22 international zwei Haupttätigkeiten: einerseits strategische Aufgaben, wie der Erwerb, das Halten oder das Veräußern des Immobilienvermögens, und andererseits operative Aufgaben, wie das Verwalten von eigenem oder fremdem unbeweglichen Vermögen.

2.2.2. Erzielen von nachhaltigen Mieterträgen

Der bestimmende Teil der Bewertung von Immobilien ist die Bewertung der zu erwartenden Cash-Flows aus der Immobilie heraus. Da diese Cash-Flows vorhersehbar und konstant gestaltet werden sollen, konzentriert sich das Management eines REITs auf einkommensgenerierende Immobilien. Die Cash-Flows sind meist an einen Preisindex (z.B. Verbraucherpreisindex) geknüpft, um die Nachhaltigkeit der Erträge zu sichern. Insoweit sind Investitionen in Immobilien auch als Instrument zum Schutz vor Inflationsrisiken zu sehen.⁹⁵

⁹³ Vgl. ebenda.

⁹⁴ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 258.

⁹⁵ Vgl. Sotelo, R. (2008a), S. 68.

2.2.3. Bestandsorientierte, passive Immobilieninvestitionen

Gemäß den gesetzlichen Vorgaben des Großteils aller REIT-Strukturen sind nur bestandsorientierte Immobilieninvestitionen möglich. Da der Handlungsspielraum von Nebentätigkeiten, wie Projektentwicklungen oder immobiliennahen Dienstleistungen, eingeschränkt ist, kristallisiert sich das Risikoprofil des Immobilienbestandgeschäftes deutlich heraus. Ein Nachteil entsteht dem REIT jedoch dadurch, dass er nicht in der Lage ist, ein fokussiertes Portfoliomanagement in Rücksicht auf Marktzyklen auszuüben. Der Vorteil daraus ist, dass die überschaubare Geschäftsfeldstrategie gegenüber dem Anleger eindeutig kommuniziert werden kann.⁹⁶

2.2.4. Hohe steuerliche Transparenz - „Pass Through Entity“

Eines der markantesten Merkmale von REITs ist die steuerliche Sonderbehandlung. Unter Berücksichtigung der Erfüllung bestimmter Bedingungen ist die Gesellschaft, die Rechtsträger der gehaltenen Wirtschaftsgüter ist, von den Ertragssteuern auf Unternehmensebene befreit.⁹⁷ Die Versteuerung der Erträge aus Vermietung, Verpachtung und Veräußerung von Immobilien erfolgt auf Anteilseignerebene. Aus steuerlicher Sicht ist der REIT damit „transparent“, da die Steuerlast vom Investitionsvehikel direkt auf Anlegerebene unbesteuert durchgeleitet bzw. verschoben wird.⁹⁸ Da somit keine steuerliche Vorbelastung der Erträge gegeben ist, werden diese auf Ebene der Gesellschafter der vollen Besteuerung unterzogen.⁹⁹

Jegliche Erträge, die sich aus Nebentätigkeiten ergeben, werden durchaus auch der national geltenden Unternehmenssteuer unterworfen. Damit soll vermieden werden, dass andere Einkünfte außer jenen aus der eigentlichen Grundgeschäftstätigkeit, nämlich dem Aufbau und dem Verwalten des eigenen Immobilienbestandes, Nutznießer dieser Steuerfreiheit werden.

⁹⁶ Vgl. Becker, M. (2008), S. 83.

⁹⁷ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 252.

⁹⁸ Vgl. Becker, M. (2008), S. 82.

⁹⁹ Vgl. Große Honebrink, J.; Schmidt, T. (2008), S. 268.

Da die Immobilie grundsätzlich in jenem Land versteuert wird, wo sie sich befindet, gilt diese hohe steuerliche Transparenz ausschließlich für inländische Investoren. Sollten ausländische Investoren in einen REIT investieren, ist oft die Besteuerung auf Unternehmensebene vorzunehmen, was die Ausschüttungshöhe an die ausländischen Anteilseigner schmälert.

Abhängig von der Herkunft des ausländischen Investors kommen in der Folge noch etwaige lokale Steuern dazu bzw. werden diese durch bilaterale Doppelbesteuerungsabkommen der einzelnen Staaten gegen gerechnet. Da die Wertschöpfungskette im Inland stattfindet, möchte die Steuergesetzgebung darauf achten, dass diese Wertschöpfung auch im Inland besteuert wird. Es ist daher ein absoluter Nachteil der ausländischen Investoren gegenüber inländischen Investoren festzustellen. Auf diese Diskrepanz wird in den folgenden Kapiteln durch Vergleiche internationaler REITs eingegangen. Darüber hinaus wird im Kapitel 4.3. die Möglichkeit eines einheitlich strukturierten EU-REITs diskutiert.

Um den REIT als „Pass Through Entity“ zu qualifizieren, verwenden die Gesetzgebungen unterschiedliche Regelungskonzepte. In manchen Ländern ist der REIT auf Unternehmensebene tatsächlich echt steuerbefreit, andere Länder wiederum imitieren quasi das Durchreichen der Steuerschuld auf den Anteilseigner, um die Wettbewerbsfähigkeit und die Charakteristika eines REITs zu wahren.¹⁰⁰

Die Grundkonzeption ist aber allen länderspezifischen REITs gleich, nämlich das Ergebnis einer steuerlichen Transparenz. Kapitel 4 zeigt die Unterschiede der steuerlichen Behandlung sowohl zwischen internationalen, als auch europäischen REITs genauer auf.

2.2.5. Hohe Ausschüttungsquote

Um den Sonderstatus der Steuerbefreiung auf Unternehmensebene nicht zu gefährden, unterliegt der REIT einer hohen Ausschüttungsverpflichtung, um durch Einbehaltung der Gewinne nicht indirekt die Steuerlast der Anteilseigner zu stunden. Je nach

¹⁰⁰ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 257.

länderspezifischen Regelungen variiert die Höhe der Ausschüttungsquote. Dennoch kann als gemeinsame Untergrenze eine Ausschüttungsverpflichtung von mindestens 80% des Jahresüberschusses genannt werden. In manchen Ländern beträgt diese Quote bis zu 100%. Neben der Höhe der Ausschüttungsuntergrenze für Erträge variieren auch die gesetzlichen Bestimmungen für die Berechnung der Bemessungsgrundlage dieser Erträge. Aufgrund dessen können länderspezifisch sehr große Unterschiede in der Behandlung der erwirtschafteten Erträge resultieren.

2.2.6. Keine Thesaurierung der Erträge

Durch die Vorgabe, die erwirtschafteten Erträge eines Geschäftsjahres vollständig oder zumindest weitestgehend an die Anteilseigner ausschütten zu müssen, ist es REITs im Gegensatz zu anderen Unternehmen nicht im gleichen Maß möglich ihre Gewinne in die Gesellschaft zu reinvestieren. Der externe Kapitalmarkt spielt damit eine größere und bedeutendere Rolle als der interne Kapitalmarkt. Der interne Kapitalmarkt ist durch die Begrenzung der Thesaurierung der Gewinne zur laufenden Refinanzierung oder zur Finanzierung von neuen Investitionen eingeschränkt. Infolgedessen konzentriert sich die Finanzierungsstrategie eines REITs auf die Aufnahme von Eigen- oder Fremdkapital über den externen Kapitalmarkt. Obwohl der REIT aus diesem Grunde in hohem Maß auf die Unterstützung des Kapitalmarktes angewiesen ist, muss er zudem noch bestimmte Höchstgrenzen der Fremdfinanzierung beachten, um den REIT-Status nicht zu verlieren.¹⁰¹

Der REIT wird aufgrund seiner beschränkten Möglichkeit, sein Wachstum intern zu finanzieren, nicht als typische Wachstumsaktie („Growth Stock“) definiert, sondern als „Income Stocks“, die in erster Linie auf regelmäßige Einkünfte abzielen.¹⁰²

2.2.7. Begrenzte Fremdkapitalquote

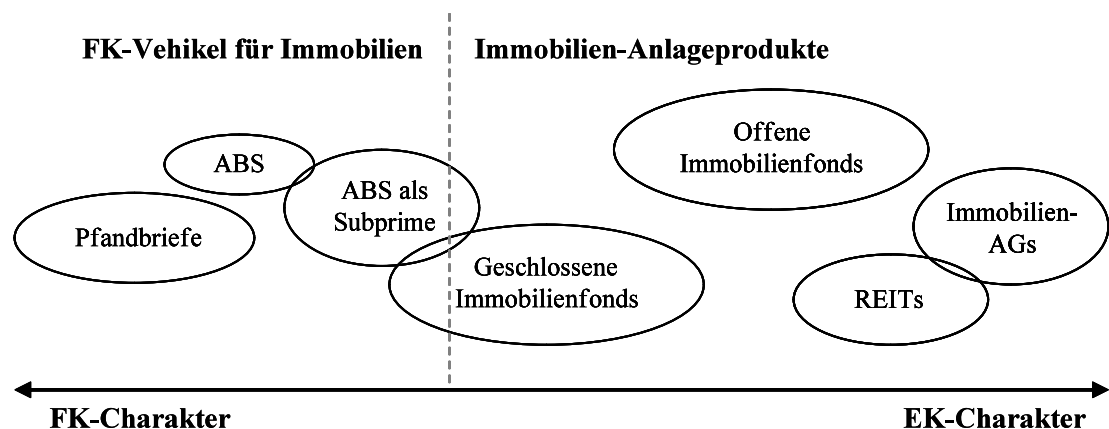
Anknüpfend an das vorangegangene Unterkapitel der beschränkten Thesaurierung der Erträge darf der Großteil der verschiedenen REIT-Strukturen zudem eine bestimmte

¹⁰¹ Vgl. Volckens, H. (2008b), S. 110.

¹⁰² Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008b), S. 173.

Fremdkapitalquote nicht überschreiten. Um den Verschuldungsgrad niedrig zu halten, muss ein REIT je nach Regulatorien ein bestimmtes Maß an Eigenkapital halten (z.B. zwischen ca. 50% und 60%). Aufgrund dieser hohen Eigenkapitalquote sind vor allem Equity-REITs eindeutig zur Gruppe der Immobilienanlageprodukte zu zählen und nicht zu Fremdfinanzierungsvehikeln für Immobilien. Der Unterschied zwischen diesen beiden Anlageformen liegt in der Abbildung der zugrundeliegenden Immobilien-Performance. Während Fremdfinanzierungsvehikel eher die Volatilität einer Verzinsung spiegeln, decken Immobilienanlageprodukte den größten Teil der Wertschöpfungskette im Immobilienzyklus ab.¹⁰³ Die Verbindung von Fremdfinanzierungsvehikeln zu Immobilien liegt in der Besicherung der Finanzierungsraten durch Immobilien. Dies führt jedoch zu einer schwachen bis keiner Abbildung des zugrunde liegenden Immobilienmarktes. Eine hohe Eigenkapitalquote fördert zudem das ausreichende Durchhaltevermögen in volatilen Immobilienphasen.¹⁰⁴

Abbildung 23: Abgrenzung der Immobilien-Anlageprodukten von Fremdfinanzierungsvehikeln von Immobilien



Quelle: Sotelo, R. (2008a). S. 68.

2.2.8. Hohe Fungibilität durch geregelten Zweitmarkt

Eine Börsennotierung ist in manchen Ländern vorgeschrieben, andere Gesetzgebungen lassen dem REIT die Wahlfreiheit bezüglich einer Notierung an einer Börse. Die

¹⁰³ Vgl. Sotelo, R. (2008a), S. 68.

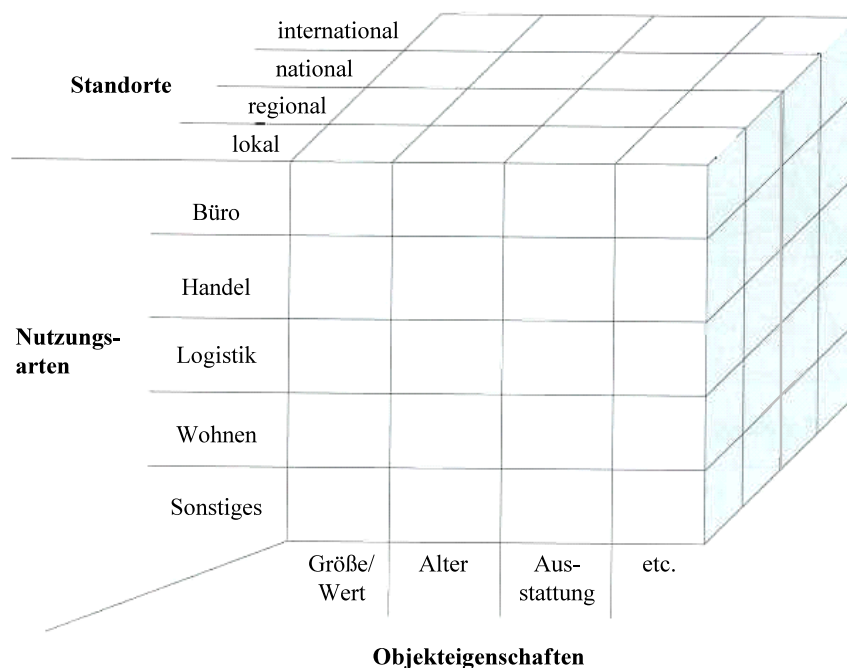
¹⁰⁴ Vgl. Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S. 801.

Börsennotierung garantiert dem Anleger eine ausreichend hohe Liquidität und Marktkapitalisierung. Durch den laufenden Handel ist der Wert eines REITs täglich feststellbar, was besonders für institutionelle Investoren von großer Wichtigkeit ist. Motive für einen Börsengang bzw. Vorteile von nicht börsennotierten REITs werden im Kapitel 2.5. miteinander verglichen.

2.2.9. Spezialisierung auf Immobilien-Nutzungsarten und regionale Schwerpunkte

Die Kombinationsmöglichkeiten der zahlreichen Objektsegmente sind für den REIT sehr vielfältig. Abbildung 24 macht die möglichen Diversifikations- oder Spezialisierungsvarianten sichtbar.

Abbildung 24: Diversifikations- und Spezialisierungsmöglichkeiten eines REITs



Quelle: Thomas, M.; Wellner, K. (2007), S. 109.

Die professionelle Investmentpolitik eines REITs verfolgt jedoch eine klare Fokussierung auf eine bestimmte Immobilien-Nutzungsart oder einen bestimmten geographischen Schwerpunkt. Die Konzentration auf Kernbereiche und der Abbau von Randaktivitäten steigern auch das Know-how und die Expertise des Managements in genau diesen

Segmenten. Dadurch steigert sich die Effizienz in den daraus resultierenden Kernkompetenzen und diese fördert den Ausbau von Marktanteilen in dem entsprechenden Markt.

Eine führende Marktposition kann sowohl durch eine regionale als auch durch eine sektorale Fokussierung erreicht werden. Institutionelle Investoren und Kapitalsammelstellen sind selbst führend im Bereich der Portfoliodiversifikation, sodass diese Investoren vorwiegend nach Anlagemöglichkeiten mit eigenem Risiko-Rendite-Profil Ausschau halten. Der REIT kann seinen Anleger eine klare Definition der Zielmärkte und Immobiliensektoren bieten. Kapitel 2.3. beschäftigt sich mit dem Thema der Attraktivität für potenzielle Zielgruppen und den unterschiedlichen Bedürfnissen nach der Spezialisierung eines REITs.

Abbildung 25: Struktur der Immobilienportfolios von REITs

Mögliche Ausprägungen	Art der Spezialisierung	
	Objektbezogen	Regional
	• Einzelhandelsimmobilien • Büroimmobilien • Sozialimmobilien • Wohnimmobilien • Logistikimmobilien • Hotelimmobilien • Seniorenimmobilien	• nur Ballungsräume • nur bestimmte Bundesländer / Bundesstaaten (USA) • bestimmte geographisch zusammenhängende Regionen • bestimmte Wachstumsregionen

Quelle: Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S. 795.

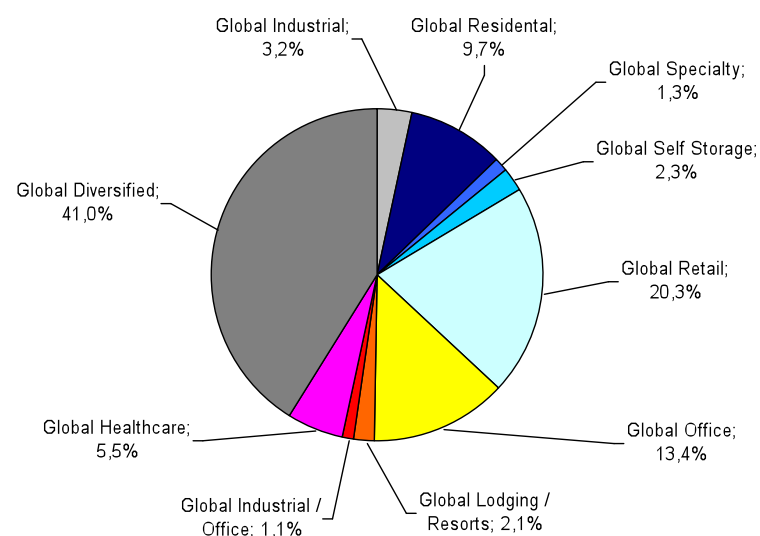
Meist investiert ein REIT in den lokalen Markt, da die Expertise und Wettbewerbsfähigkeit durch die Nähe zum Immobilienmarkt im dem Land, in dem der REIT ansässig ist, am höchstens ist. Durch die hohe Kenntnis des lokalen Immobilienmarktes werden Investitionen nach mikro- und makroökonomischen Wachstumskriterien gewählt.¹⁰⁵ Um die im Ausland entstehenden Nachteile

¹⁰⁵ Vgl. Funk, B.; Schulz-Eickhorst, T. (2002), S. 795.

wettzumachen, wird meist eine eigene Niederlassung des REITs mit lokalem Personal gegründet, um das gleiche Know-how wie lokale REITs bieten zu können.

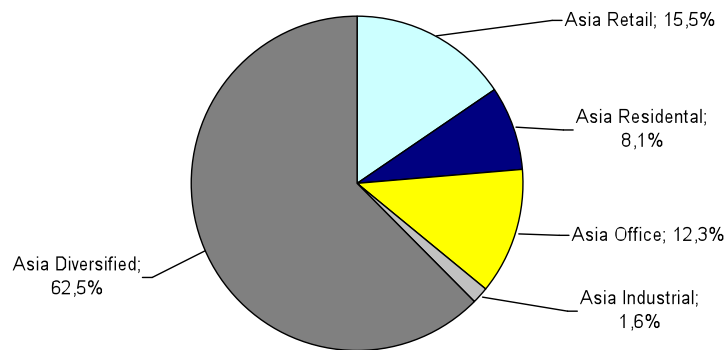
Wie in den folgenden Abbildungen 26-29 zu sehen ist, können sich Strukturen und Spezialisierungen von diversen internationalen REITs in ihrer Diversifikationstiefe sehr unterscheiden.

Abbildung 26: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Global



Quelle: EPRA Research (2009), S. 136.

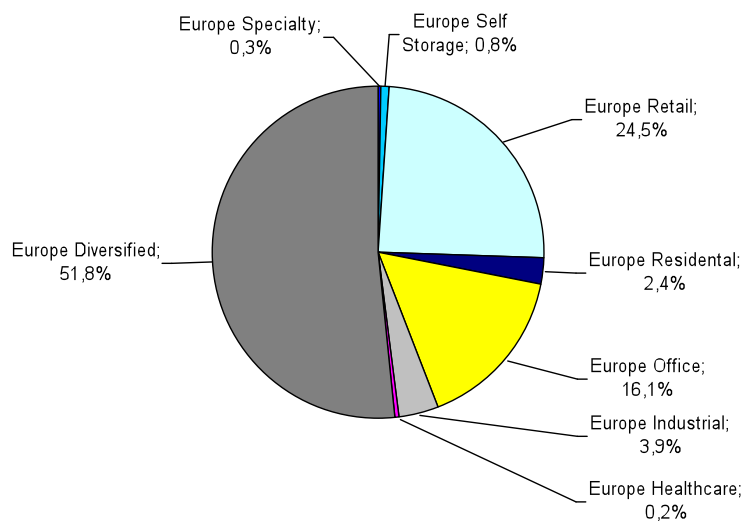
Abbildung 27: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Asien



Quelle: EPRA Research (2009) S. 136.

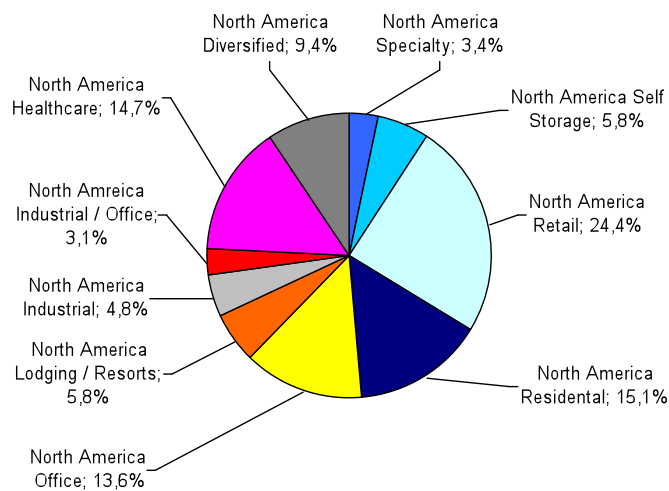
Die Abbildungen 26-29 lassen erkennen, dass der nordamerikanische Markt die höchste Marktreife besitzt. Der US-REIT-Markt ist gegenüber dem europäischen und asiatischen Markt sehr diversifiziert, aber auch spezialisiert, wodurch sich auch pointierte Risiko-Rendite-Profile ergeben.

Abbildung 28: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Europa



Quelle: EPRA Research (2009), S. 136.

Abbildung 29: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Nordamerika



Quelle: EPRA Research (2009), S. 136.

Ist ein REIT jedoch durch Beimischung von Immobilien aus anderen Immobilienmärkten nicht regional oder sektoral fokussiert, lässt sich für den institutionellen Investor und Kapitalsammelstellen kein spezielles Exposure, sprich Risiko, abdecken (siehe auch Kapitel 2.3.). REITs, die diese Konzentration nicht anbieten können, werden in der Regel vom Kapitalmarkt mit einem Bewertungsabschlag abgestraft.¹⁰⁶

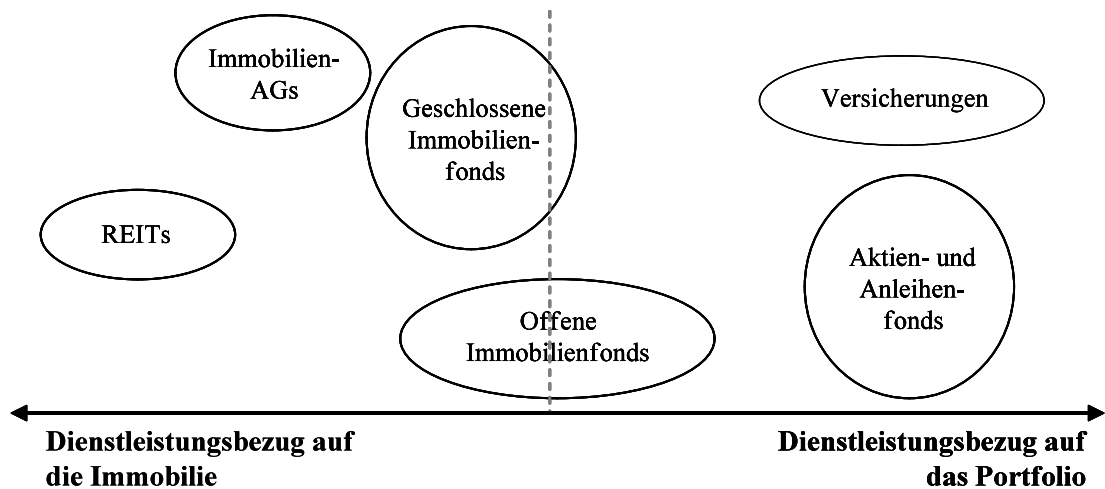
2.2.10. Spezialisierung auf immobilienbezogene Dienstleistungen

Wie eben dargestellt, ist ein weiteres länderübergreifendes Charakteristika von REITs seine Spezialisierung auf bestimmte Immobilien-Nutzungsarten bzw. seine regionale Ausrichtung der Immobilieninvestitionen. Durch diese Spezialisierung erbringen REITs eindeutig immobilienbezogene Dienstleistungen. Anknüpfend an die Attraktivität für institutionelle Investoren bzw. Kapitalsammelstellen, die selbst portfoliobezogene Dienstleistungen erbringen, erweitern REITs daher das Anlagespektrum zur eigenständigen Diversifikation eines Gesamtportfolios.¹⁰⁷

¹⁰⁶ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 231.

¹⁰⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 95.

Abbildung 30: REITs im Spektrum der Dienstleistungen



Quelle: Sotelo, R. (2008). S. 74

Die in Abbildung 30 gezeigten Anlagevehikel unterscheiden sich in ihrem jeweiligen Fokus auf bestimmte Dienstleistungen, nämlich jenen, die sich auf die einzelnen Immobilien richtet und jenen, die sich auf ein gesamtes Portfolio richten. Immobilienbezogene Dienstleistungen beinhalten:

- die Vermietung der Immobilien,
- das Gebäudemanagement, d.h. die Bewirtschaftung der Immobilie inklusive deren Instandhaltung, damit über die Laufzeit ein immerwährender vermietungsfähiger Zustand gewährleistet werden kann,¹⁰⁸
- der nachhaltige Aufbau von engen Beziehungen zu Mietern, um rasch auf geänderte Bedürfnisse reagieren zu können,¹⁰⁹
- Strukturierung und Verrechnung der bestehenden Mietzinsen,
- die Organisation zur Steigerung des operativen Ergebnisses durch die Wahl der optimalen Vermietungsstrategie und des optimalen Mietermix,
- sowie das Abgleichen der verfolgten Ziele zwischen Immobilienbetreibern und Eigentümern, insbesondere bei Hotelimmobilien.

¹⁰⁸ Vgl. Sotelo, R. (2008a), S. 73.

¹⁰⁹ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 191.

Durch die Aufteilung der verschiedenen Aufgaben der Anlageprodukte im Sinne der optimalen Diversifikation eines Portfolios stellt sich klar heraus, dass sich Kapitalsammelstellen der unterschiedlichen spezialisierten Dienstleistungen bedienen, um so für den Anleger portfoliobezogene Dienstleistungen zu erbringen. REITs leisten mit ihrer Kompetenz in diesem Bereich einen Anteil der dadurch steigenden Marktreife unter den immobilienbezogenen Dienstleistungen.¹¹⁰ Genau dieses Merkmal des REITs steigert die Motivation institutioneller Investoren, wie Kapitel 2.3. nachfolgend untersucht.

2.2.11. Corporate Governance Standards

Immobilienmärkte sind, wie eingangs erwähnt, grundsätzlich heterogene Teilmärkte. Das Auftreten von Informationsasymmetrien zwischen dem Management und seinen Gesellschaftern ist im Rahmen der intransparenten Immobilienmärkte häufiger als in anderen Märkten.¹¹¹ Das empfundene Risiko des Anlegers erhöht sich, wenn er nicht in vollem Umfang über die Handlungen des Managers informiert wird und das zusätzliche Risiko besteht, dass der Manager den eigenen Nutzen anstatt den Nutzen der Gesellschafter maximiert (Moral-Hazard-Problem). Dieses Risiko erhöht sich bei Immobilien vor allem in der Phase der Projektentwicklung.

Corporate Governance ist jener Bereich der Kontrolle eines Unternehmens, der Kontrollmechanismen für das unternehmerische Handeln von Managern formuliert, um die geforderte Professionalität und Transparenz der Anleger im Unternehmen zu gewährleisten.¹¹² Bei Immobilienunternehmen zielt diese Transparenz vor allem auf die Immobilienbewertung und die damit möglicherweise verbundenen Interessenskonflikte ab oder auch auf die Sicherstellung eines Mindestmaßes an Fachqualifikation des Managements. Im Sinne der Gesellschafter ist der Unternehmenswert langfristig zu steigern. Hierbei kann jedoch Konfliktpotenzial zwischen den Gesellschaftern und Managern entstehen, da letztere im Sinne des Moral-Hazard-Problems auch eigene Ziele im Bereich der Steigerung von Macht, Prestige und privatem Vermögen haben und diese

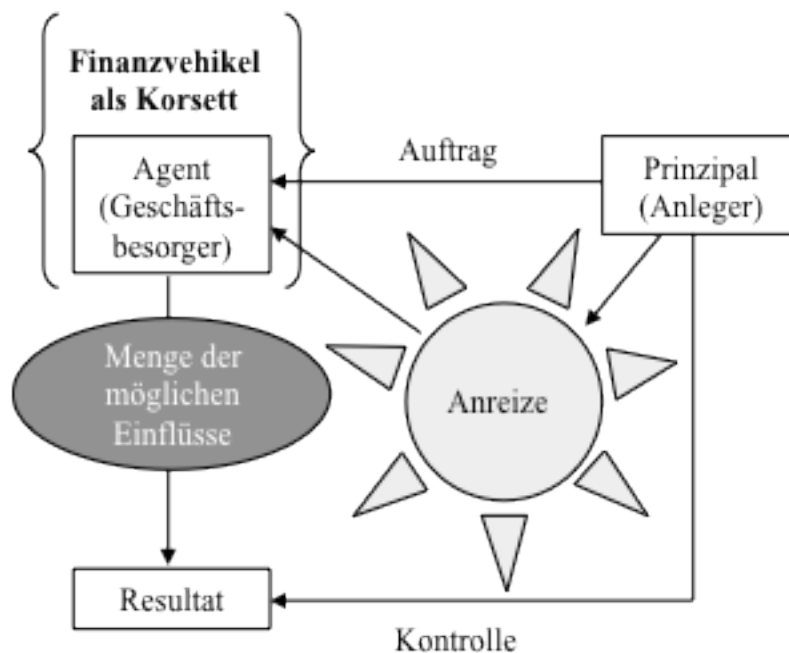
¹¹⁰ Vgl. Sotelo, R. (2008a), S. 74.

¹¹¹ Vgl. Becker, M. (2008), S. 89.

¹¹² Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 234.

mit den Gesellschafterzielen divergieren können.¹¹³ Abbildung 31 zeigt diesen Zusammenhang auf.

Abbildung 31: Beziehung zwischen Anteilseigner (Prinzipal) und Management (Agent)



Quelle: Sotelo, R. (2008), S. 72.

Im Vergleich zu börsennotierten Unternehmen anderer Branchen weisen börsennotierte REITs aufgrund ihrer regulatorischen Vorschriften besondere Corporate Governance-Strukturen auf. Um dem Moral-Hazard-Problem entgegenzuwirken, wurden die bisher genannten regulatorischen Vorschriften durch gewisse Standards in der Corporate Governance für REITs generiert, die somit auch zu einem länderübergreifenden Merkmal von REITs gezählt werden können. Hier müssen vor allem die Ertrags-, Vermögens- und Anlagestruktur, sowie die Ausschüttungspolitik und die geforderte Diversifikation der Investoren beachtet werden (siehe Abbildung 32). Mit Hilfe dieser Vorschriften verringern sich Informationsasymmetrien und das Risiko eines Moral-Hazard-Problems bei REITs.

¹¹³ Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 235.

Abbildung 32: Besonderheiten hinsichtlich der Corporate-Governance-Struktur von börsennotierten REITs

Merkmal	Beschreibung	Ausprägung der Interessenskonflikte
1 Besonderheiten von Immobilien als Wirtschaftsgut	• Nicht standardisiertes, heterogenes Produkt. • Geringe Transparenz bezüglich der Marktwerte von Immobilien aufgrund der lokalen Ausprägung von Immobilienmärkten. • Größere Informationsasymmetrie (Beschaffung von Information ist mit relativ hohen Kosten verbunden). • Geringere Markteffizienz.	Stark. Immobilientransaktionen können von Anteilseignern nur unzureichend bewertet bzw. kontrolliert werden.
2 Ertrags-, Vermögens- und Anlagestruktur	• Restriktionen verringern die Möglichkeit von Managern, immobilienfremde Akquisitionen durchzuführen. • Managementenerfahrung auf Immobilien-sektor beschränkt (begrenzter, sektorspezifischer Arbeitsmarkt für Führungskräfte). • Erhöhte Wahrscheinlichkeit der Abwehr von feindlichen Übernahmen durch Manager wegen eingeschränkten Beschäftigungsmöglichkeiten.	Stark. Schwächung des Marktes für Unternehmenskontrolle.
3 Eigentümerstruktur	• Restriktionen verhindern die Konzentration von Aktienbesitz und somit die Formierung von sogenannten Blockholdern, die ihrerseits eine Kontrollfunktion ausüben.	Stark. Schwächung des Marktes für Unternehmenskontrolle.
4 Dividendenausschüttung	• Vorschrift zu hohen Dividendenausschüttungen verringert den Zugriff der Manager auf den Free Cashflow des Unternehmens und verhindert damit, dass Manager das Kapital wertvernichtend investieren bzw. entfremden. • Vorschrift zu hohen Dividendenausschüttungen reduziert zurückbehaltene Gewinne und zwingt Unternehmen dazu, sich Kapital zur Finanzierung des Unternehmenswachstums über den Kapitalmarkt zu beschaffen.	Schwach. Reduzierter Zugriff auf den Free Cashflow durch das Management und erhöhte Kontrolle durch den Kapitalmarkt.

Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 240.

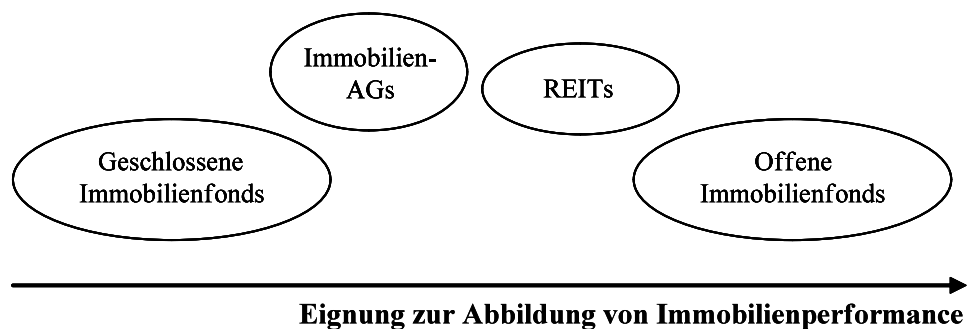
Die European Public Real Estate Association (EPRA), deren zentrale Aufgabe die Förderung, Entwicklung und Repräsentation europäischer Immobilien-Kapitalmärkte ist, bringt neben der Erstellung von REIT-Indizes auch Best-Practice-Empfehlungen heraus, die genau jene Interessenskonflikte minimieren sollen. Diese Empfehlungen richten sich

vor allem an die Rechnungslegung, Offenlegung und Corporate Governance.¹¹⁴ Das gemeinsame Ziel aller Unternehmen sollte eine dadurch gesteigerte Transparenz und bessere Vergleichbarkeit der Produkte sein. Dies wird durch qualitativ hochwertige Informationen an die Gesellschafter angestrebt. Durch die Gesamtheit der Aktionen zur Verbesserung der Informationsasymmetrie verringert sich das wahrgenommene Risiko des Anlegers und die geforderte Risikoprämie auf das eingesetzte Kapital sinkt bei REIT-Strukturen.¹¹⁵

2.2.12. Eigenes Risiko-Rendite-Profil

Zusammenfassend für alle bisher aufgezählten typischen Merkmale eines REITs ergibt sich ein eigenes, spezifisches Risiko-Rendite-Profil. Durch die Investitionen in nahezu alle Abschnitte des gesamten Lebenszyklus einer Immobilie, die hohe Eigenkapitalquote und die Konzentration auf immobilienbezogene Dienstleistungen sind REITs ein geeignetes Anlageprodukt, um die Immobilienperformance widerzuspiegeln.

Abbildung 33: Eignung von Immobilienanlageprodukten zur Abbildung von Immobilienperformance



Quelle: Sotelo, R. (2008). S. 65

Die Summe der genannten gemeinsamen charakteristischen Merkmale eines REITs grenzt diesen somit als eigenständige Anlageform mit spezifischen Risiko-Rendite-Charakteristika von anderen Investmentklassen ab und ermöglicht eine gezielte Diversifikation des Portfolios eines Investors.

¹¹⁴ Vgl. Matzen, F.; Schäfers, W.; Trübstein, M. (2008), S. 392.

¹¹⁵ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 230.

REITs sind darüber hinaus in ihrer Wahrnehmung als eigene Anlageklasse auch davon abhängig, ob es in dem jeweiligen Land ein eigenes Segment dafür am Kapital- bzw. Aktienmarkt gibt, ob unabhängige und spezialisierte Finanzanalysten REITs bewerten, ob es fachlich qualifizierte und immobilienpezifische Aktienhändler gibt und ob Rating-Agenturen über die erforderliche Immobilien- und Kapitalmarktkennntnis verfügen.¹¹⁶ Auf die unterschiedlichen Rollen der erwähnten Marktteilnehmer und deren Grad der Beeinflussung des REIT-Marktes wird in Kapitel 2.4. nochmals näher eingegangen.

Für das börsennotierte REIT-Segment gibt es zusätzlich auch eigens geführte Indizes, die einen sogenannten „Marktbarometer“ für REIT-Investoren und REIT-Unternehmen darstellen.¹¹⁷ Eigene Indizes erhöhen die Bekanntheit der Unternehmen, die somit als eindeutig zuordenbar, transparent, handelbar und liquide gelten. Das Vorhandensein eigener REIT-Indizes unterstreicht nochmals das spezifische Rendite-Risiko-Profil dieser Anlageform. Das Kapitel 2.6.3. führt die Möglichkeiten von REIT-Börsensegmenten weiter aus.

¹¹⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 96.

¹¹⁷ Vgl. Seinbach, M. (2008), S. 321.

2.3. Potenzielle Ziel- und Investorengruppen von REITs

Die Anforderungen und Erwartungen an REITs differenzieren von Investorengruppe zu Investorengruppe. Allgemein ist aber für Investoren jeglicher Art die Kommunikation des Managements wichtig. Diese Informationsfunktion erfüllt der Bereich der Investor Relations eines REITs. Darunter wird jene Aufgabe verstanden, die darauf fokussiert ist, den gesamten Kapitalmarkt mit Informationen über den aktuellen Geschäftsverlauf, die weitere Strategie, das Marktumfeld und Zukunftsperspektiven zu versorgen.¹¹⁸

Grundsätzlich kommt eine Investition in einen REIT für viele Anlegergruppen in Frage. Private Investoren stellen neben institutionellen Investoren die wichtigsten und bedeutendsten Anleger dar. Zunächst gibt Abbildung 34 einen Überblick über die verschiedenen Eigenschaften dieser beiden Immobilieninvestoren. Trotz aller Unterschiede der beiden Investorenklassen muss berücksichtigt werden, dass institutionelle Investoren im engeren Sinne ja gebündelte Investitionen wiederum privater Investoren darstellen.¹¹⁹ Dieses Kapitel soll die charakteristischen Merkmale eines REITs mit den Anlagezielen der verschiedenen Anleger vergleichen und dadurch die potenziellen Zielgruppen des REITs herausarbeiten.

¹¹⁸ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 217.

¹¹⁹ Vgl. Schulte, K.-W.; Holzmann, C. (2008), S. 174.

Abbildung 34: Eigenschaften von Immobilieninvestoren

Kriterium	Private Anleger	Institutionelle Anleger	Implikationen
Größe	Klein	Groß	<i>Institutionelle</i> verfügen über Einfluss- und Finanzkraftvorteile; <i>Privaten</i> sind Strategien möglich, die für <i>Institutionelle</i> unwirtschaftlich oder untersagt wären; zudem weisen <i>Private</i> eine schnellere Anpassung an den Markt auf.
Steuern	Steuerpflichtig	Oft steuerbefreit	Vorteile je nach steuerrechtlichen Umständen.
Verwaltung	Selbst	Oft Outsourcing	Komplexe Immobilientypen mit aufwendigem Management sind <i>Privaten</i> schlechter zugänglich.
Hauptmotiv	Spekulation	Vorsichtsprinzip	Langfristigkeit der Anlagestrategie oft nicht erfüllt; kurzfristiges Reporting überlagert institutionelle Ziele.
Regulierung	Keine besondere	Gesetzliche Reglementierung und erweiterte Offenlegungspflichten	<i>Private</i> Investoren sind freier in der Wahl der Immobilientypen.
Eigennutzung	Ggf. Wohnraum	Ggf. Büroraum	Wichtiger bei privaten Investoren.
Verantwortung	Eigen-/ gegenüber Familie	Gegenüber Dritten	Für viele <i>Institutionelle</i> überwiegen die Konsequenzen von Misserfolgen bei weitem die von Erfolgen.
Zeithorizont 1) Theorie 2) Praxis	Mittelfristig Mittelfristig	Langfristig Kurzfristig	Langfristigkeit ermöglicht Strategien, die <i>Privaten</i> (wg. Alter, Gesundheit,..) nicht möglich sind. <i>Institutionelles</i> Verhalten nutzt diesen Freiraum häufig nicht aus.
Anlagestil	Unternehmer: Wertschaffung	Unternehmer: Werterhaltung	<i>Institutionelle</i> unterliegen engen Vorschriften.
Strategie und Glück	Tendenz: Erfolg durch Glück	Tendenz: Erfolg durch Strategie	<i>Private</i> sind oftmals eher trotz als aufgrund ihrer Strategie erfolgreich.
Zugang zu Informationen	Eingeschränkt	Breit	<i>Institutionelle</i> können Marktgeschehen oft besser einschätzen.
Image gehaltener Immobilien und Status	Unterschiedlich	Tendenziell hoch	Viele <i>Institutionelle</i> vermeiden Immobilien, die nicht zu ihrem Image passen. Aus diesem Grund werden <i>Private</i> oft Immobilien halten, die <i>Institutionelle</i> nicht halten würden.

Quelle: Schulte, K.-W.; Holzmann, C. (2008), S. 172.

2.3.1. Privatanleger

Privatanleger sind zwar gemessen an ihrer Anzahl die größte Investorengruppe am Kapitalmarkt, allerdings weisen sie das geringste Anlagekapital pro Investor auf. Der Zugang zu einem eigenen diversifizierten Direktinvestment in Immobilien bleibt ihnen

aufgrund fehlender finanzieller Ressourcen meist versagt.¹²⁰ Das Fachwissen von Privatanlegern differiert ebenso stark, wodurch sie eine sehr heterogene Gruppe darstellen. Aufgrund der großen Anzahl kann ein REIT nicht jeden Privatinvestor direkt erreichen. Es müssen Informationen großflächig gestreut werden, wobei Medien, wie das Internet, den Aufwand erleichtern.¹²¹

Unter der Berücksichtigung der demographischen Entwicklung der wachsenden Anzahl von Investoren im Alter von über 60 Jahren, steigt analog die Anzahl der sicherheitsorientierten und konservativen Anleger. Für jene risikoaversen Investoren kommt der REIT im Sinne einer stabilen Anlagealternative deshalb in Frage, da die Prognostizierbarkeit der nachhaltigen Mieterträge eine stabile Aussicht auf die zu erwartenden Gewinne zulässt.¹²² Aus diesem Grund eignet sich ein REIT auch für private Investoren.

Vermögende Privatkunden ähneln durch das erhöhte Anlagevolumen institutionellen Investoren. Ihre Investitionen werden meist durch eigene Vermögensverwalter oder Stiftungen getätigt und diese agieren wiederum am Kapitalmarkt als institutionelle Investoren.¹²³ Im Gegensatz zu nachfolgenden institutionellen Investoren unterliegen Privatpersonen jedoch keinen gesetzlichen Restriktionen und können unbegrenzt in Immobilienanlageformen investieren.¹²⁴

2.3.2. Institutionelle Investoren

Vor allem US-amerikanische institutionelle Investoren zeigen viel Erfahrung mit der Anlageform der REITs. Wie eingangs im Kapitel 2 erwähnt, ist durch die Einführung der REITs in den USA bereits in den 1960er Jahren diese Kapitalanlage in den USA viel gängiger als in Europa. Die Akteure verfügen bereits über profundes Wissen und langjährige Erfahrung im Umgang mit REIT-Strukturen.¹²⁵ Institutionelle Investoren sind vorwiegend an einer geographischen bzw. sektorellen Diversifikation interessiert, um das

¹²⁰ Vgl. Rottke, N; Schlump, P. (2007), S. 46.

¹²¹ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 223.

¹²² Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Fortster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 42.

¹²³ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 223.

¹²⁴ Vgl. Rottke, N; Schlump, P. (2007), S. 46.

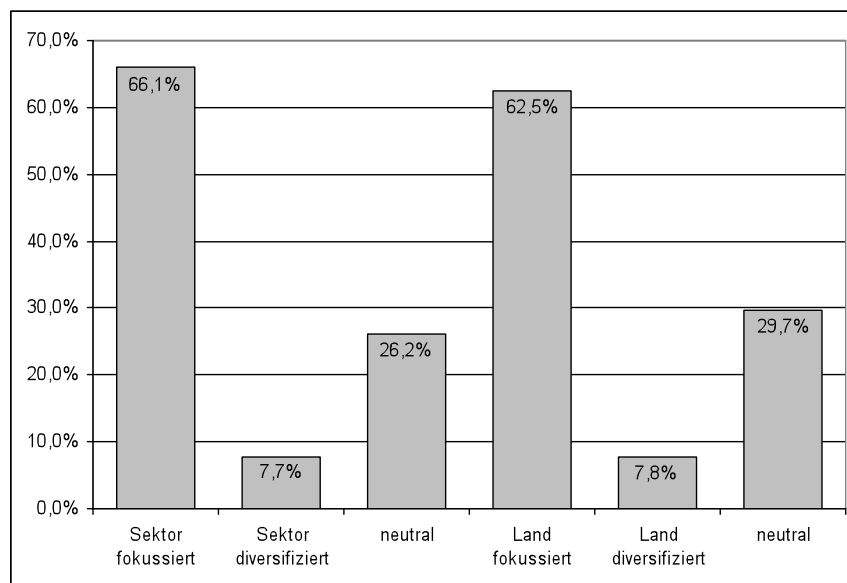
¹²⁵ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Körner, J.; Puhl, O. (2008), S. 156.

Chance-Risiko-Profil ihrer Portfolios auszugleichen. Viele dieser Investorengruppen haben einen stark liquiditätsorientierten Fokus, der durch börsennotierte REITs voll erfüllt werden kann.

Zu institutionellen Investoren werden Versicherungen, Pensionsfonds, Banken, Investmentfonds (Publikumfonds, Spezialfonds), Stiftungen, Kapitalsammelstellen, Hedge-Fonds und sonstige Asset-Manager gezählt, die weitgehend über eine erhebliche Finanzkraft verfügen und tendenziell großvolumigeren Anlagealternativen den Vorzug geben. Durch die großen verwalteten Anlagevolumina ist der Bereich der Investor Relations für diese Investorenschicht besonders wichtig.

Die international tätige Bank UBS hat im Jahr 2007 eine Befragung unter institutionellen Investoren durchgeführt, die die Präferenzen von Investoren sowohl bei der Immobilien-Nutzungsart, als auch des geographischen Schwerpunktes des REITs zeigen soll.

Abbildung 35: Sektorale und regionale Fokussierung von institutionellen Investoren

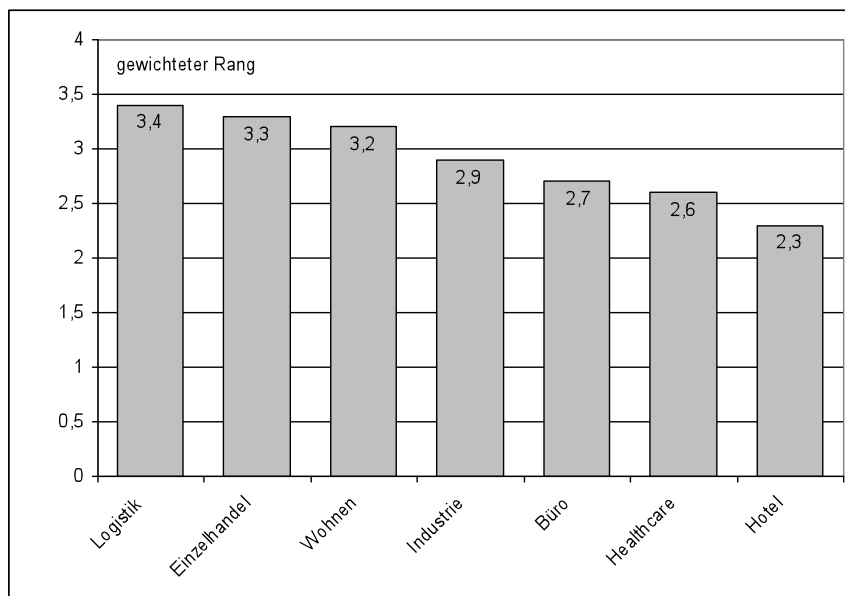


Quelle: Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 158

Wie Abbildung 35 zeigt, ist sowohl die sektorale, als auch die regionale Fokussierung für jeweils über 60% der institutionellen Investoren wichtig. Die Erwartungen bezüglich der einzelnen Immobilien-Nutzungsarten verdeutlicht Abbildung 36. Bezüglich der unterschiedlichen Nutzarten von Immobilien wurden in der Befragung von UBS

Logistikimmobilien bevorzugt, dicht gefolgt von Einzelhandelsimmobilien und Wohnbauimmobilien. Der Bereich der Büroimmobilien wurde dabei erst an die fünfte Stelle gereiht.¹²⁶ Das im Kapitel 2.2.9. dargestellte Merkmal eines REITs, nämlich die Spezialisierung auf Immobilien-Nutzungsarten bzw. auf regionale Schwerpunkte, wird durch diese Umfrage in seinem Anreiz für institutionelle Investoren bestätigt.

Abbildung 36: Sektorpräferenzen bei REITs von institutionellen Investoren



Quelle: Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 158

2.3.2.1. Versicherungen und Pensionsfonds

Eine Besonderheit unter den institutionellen Investoren stellen Versicherungen und Pensionsfonds dar, die neben portfoliobezogenen Überlegungen auch versicherungsspezifische Erfordernisse erfüllen müssen. Durch konstante Zuflüsse der Versicherungs- und Pensionsbeiträge gehört diese Anlegergruppe zu den bedeutendsten Investoren des Immobilienkapitalmarktes. Die Bilanzsumme österreichischer Versicherungsunternehmen betrug Ende 2008 fast EUR 92 Mrd.¹²⁷ Das übergeordnete Ziel dieser Investoren ist die Sicherstellung des Kapitalerhaltes des kollektiv verwalteten Vermögens von Kleinanlegern.¹²⁸ Erst dann folgt die Prämisse der Renditeerzielung durch eine breite Diversifizierung über alle Anlageklassen im Kapitalmarkt. Diese Haupt-

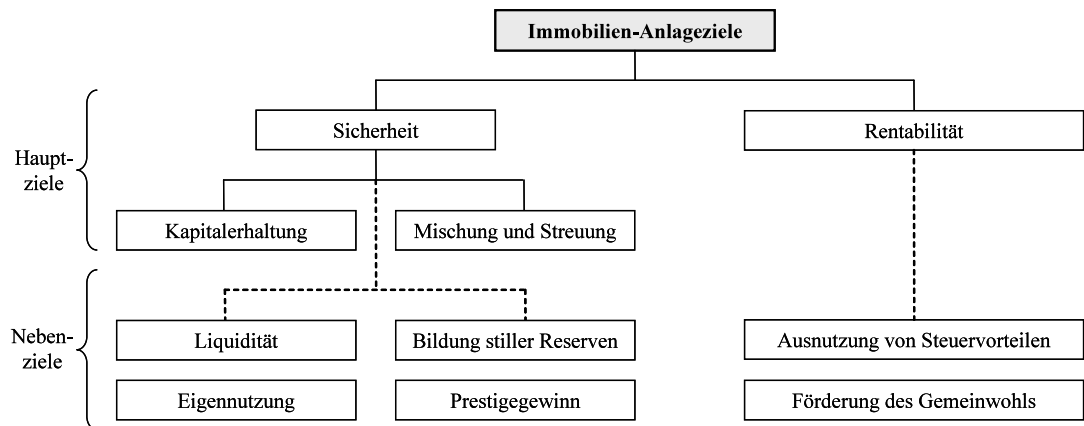
¹²⁶ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Körner, J.; Puhl, O. (2008), S. 157.

¹²⁷ Vgl. Ebner, G.; Ubl, E. (2009), S. 78.

¹²⁸ Vgl. Pehm, N. (2003)

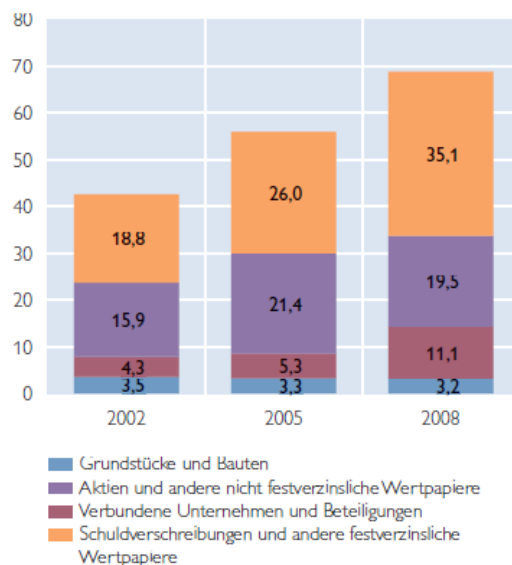
und Nebenziele müssen zusätzlich noch aufsichtsrechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte berücksichtigen, wodurch Zielkonflikte entstehen können, wie Abbildung 37 zeigt.

Abbildung 37: Zielhierarchie der Immobilien-Anlageentscheidung von Versicherungen und Pensionsfonds



Quelle: Berg, B.; Schumacher, C.; Trübestein, M. (2008), S. 357.

Abbildung 38: Entwicklung der Investmentkategorien österreichischer Versicherungen, in Mrd. EUR



Quelle: Ebner, G.; Ubl, E. (2009), S. 82.

Darüber hinaus gibt es auch zwischen den einzelnen Versicherungssparten unterschiedliche Veranlagungsstrategien.¹²⁹ Ende 2008 hielten beispielsweise

¹²⁹ Vgl. Finsinger, J. (1997), S. 208.

österreichische Lebensversicherungen zur Hälfte fix verzinsliche Wertpapiere, gefolgt von Kapitalanlagefonds, Aktien und Immobilien.¹³⁰

Zuzüglich spezieller Erfordernisse müssen Versicherungen und Pensionsfonds auch etwaige Limits der Investitionsvolumina in ihrer Investitionsentscheidung berücksichtigen. Im Gegensatz zu diesem Abschnitt nachfolgenden Hedge Fonds sind Versicherungen und Pensionsfonds als langfristige Investoren zu betrachten. Die Basis der Veranlagungen bilden konservative Anlageinstrumente, da im Sinne des Versicherten jeglicher Anspruch jederzeit erfüllt werden muss. Die Anlage des Vermögens in Immobilien bildet daher den stabilisierenden Wert, der mit einem Anlagehorizont von ca. 10 Jahren berücksichtigt wird.¹³¹

Die Anlagegrundsätze können durch vier Kriterien zusammengefasst werden:

- **Sicherheit:** Eine möglichst große Sicherheit der Veranlagung steht im Vordergrund. Dadurch werden spekulative Anlagen mit einem hohen Risiko-Rendite-Verhältnis gemieden. Der REIT kann in diesem Punkt durch seine gesetzlichen Rahmenbedingungen und Corporate Governance eine geeignete Investitionsform darstellen.
- **Performance:** Der Kapitalerhalt steht im Kernpunkt der Investitionsentscheidung. Überdies soll eine konservative, nachhaltige Rendite erzielt werden können. Durch die hohe Ausschüttungsquote des REITs lassen sich stabile Erträge relativ gut voraussehen.
- **Liquidität:** Durch regelmäßige und auch unregelmäßige Ansprüche der Versicherten muss die im Voraus berechnete Liquidität als notwendiges laufendes Betriebskapital jederzeit vorhanden sein. Je schneller ein Anleger seine Veranlagung veräußern kann, desto höher ist deren Liquidität. Durch die Notierung an der Börse und eine geforderte Streuung der Anteilseigner ist der REIT als liquides Anlagevehikel einzuordnen. Der REIT ermöglicht daher den

¹³⁰ Vgl. Ebner, G.; Ubl, E. (2009), S. 82.

¹³¹ Vgl. Berg, B.; Schumacher, C.; Trübestein, M. (2008), S. 358.

Zahlungsverpflichtungen seitens der Versicherungen fristgerecht nachzukommen.¹³²

- **Streuung:** Die Streuung zwischen Anlageklassen soll das geforderte Gleichgewicht im Portfolio bringen. Um jedoch Klumpenrisiken innerhalb einer Anlageklasse zu vermeiden, sollte auch hier diversifiziert werden. Die erforderliche Mischung der Anlagen im Immobilienmarkt erfolgt durch die sektorale und regionale Streuung. Ein charakteristisches Merkmal eines REITs ist genau jene Spezialisierung, die Versicherungen und Pensionsfonds im Zuge ihrer portfoliobezogenen Streuung benötigen. Der REIT trägt zur Vermeidung von Schwerpunktbildungen bei, indem er jeweils ein spezifisches Rendite-Risiko-Profil darstellt und auf die Erbringung von immobilienbezogenen Dienstleistungen fokussiert ist. Voraussetzung hierbei ist ein großes Angebot an verschiedenen spezialisierten REITs am Kapitalmarkt.

Unter diesen vier Gesichtspunkten, Sicherheit, Performance, Liquidität und Streuung, kann der REIT für die besondere und bedeutende Investorengruppe der Versicherungen und Pensionsfonds eine geeignete Anlageform darstellen.

Anhand des Beispiels der deutschen Gesetzgebung ergibt sich ein weiterer Vorteil in der Veranlagung in REITs. Investitionen in REITs im Portfolio deutscher Versicherungen werden nicht zur Aktienquote gezählt, sondern werden dem Immobilienbesitz zugerechnet, wodurch ein höherer Anteil der REITs am Gesamtportfolio erzielt werden kann.¹³³ Diese vorteilhafte Zuteilung ist jedoch länderspezifisch verschieden und hängt von der jeweils nationalen Gesetzgebung für Versicherungen ab.

2.3.2.2. Hedge Fonds

Hedge Fonds sind im Allgemeinen kurzfristig orientierte Investoren, die jedoch ihr Portfolio genauso diversifizieren müssen wie mittel- bzw. langfristige Anleger. Ein wichtiges Kriterium für diese Investoren ist eine hohe Marktkapitalisierung der Anlageform, da diese eine hohe Liquidität am Markt sichert. Somit sind Hedge Fonds in

¹³² Vgl. Berg, B.; Schumacher, C.; Trübestein, M. (2008), S. 359.

¹³³ Vgl. REITup (2009), S. 13.

der Regel auf jene Immobilienanlagen fokussiert, die über die notwendige Marktliquidität und den notwendigen Streubesitz verfügen.¹³⁴

2.3.3. Meinungsbildende Gruppen

Im Prozess von Investitionsentscheidungen spielen Meinungsbildner eine große Rolle. Sie bilden somit eine Kernzielgruppe in der Kommunikation von REITs mit dem Kapitalmarkt. Finanzanalysten von institutionellen Investoren oder unabhängigen Broker-Häusern analysieren REITs für die Portfoliomanager der Investoren. Sie versuchen dabei den Markt durch detaillierte Branchen- und Unternehmensstudien zu unterstützen und geben auch konkrete Empfehlungen zum Kauf, Halten oder Verkauf eines Investments. Diese Studien und Empfehlungen werden in der Presse, im Internet und auf Nachrichtenplattformen veröffentlicht und sind so jedermann zugänglich. Diese breite Veröffentlichung bietet für viele Anleger die Grundlage ihrer Investitionsentscheidungen und kann somit auch kursrelevante Reaktionen herbei führen. Diese Kauf- und Verkaufsempfehlungen haben mitunter bedeutenden Einfluss auf den Wert einer Anlage.¹³⁵

Aktienhändler, deren Arbeitgeber Broker-Häuser sind, kaufen und verkaufen für institutionelle Investoren Aktien. Sie haben dadurch direkten Kontakt zum institutionellen Kunden und generieren durch Wertpapiertransaktionen die geforderten Provisionseinnahmen für den Arbeitgeber. In vielen Fällen werden gewisse interessante Unternehmen den Investoren von ihren Aktienhändlern vorgestellt. Die Folge ist ein erheblicher Einfluss auf die Anlageentscheidungen der Investorengruppen.¹³⁶

Neben Finanzanalysten und Aktienhändler beeinflussen auch Rating-Agenturen die allgemeine Meinung über Anlagevehikel und spezielle Unternehmen. Rating-Agenturen konzentrieren sich in ihren Analysen auf das Ausfallrisiko einer Anlage und schätzen somit das negative Potenzial für den Anleger. Die Rolle der Rating-Agenturen wird vor allem seit der kürzlich geplatzten Immobilienblase kritisch gesehen. Sowohl deren

¹³⁴ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Körner, J.; Puhl, O. (2008), S. 157.

¹³⁵ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 222.

¹³⁶ Vgl. ebenda, S. 223.

Objektivität (Moral-Hazard-Problem), als auch deren mächtiger Einfluss auf den Kapitalmarkt stehen seitdem in Diskussion.

Um die Analysen der vorgenannten Meinungsbildner einer breiten Masse an Investoren zur Verfügung zu stellen, bilden Journalisten einen Weg zur Veröffentlichung dieser Informationen. Sie haben daher eine wichtige Multiplikator-Funktion inne. Je nach Spezialisierung des Journalisten stehen bei der Berichterstattung über REITs die finanzwirtschaftlichen Informationen oder die immobilienwirtschaftliche Komponente im Vordergrund.¹³⁷

2.3.4. Corporate Real Estate Management

Die bisher genannten Investoren, Zielgruppen und Meinungsbildner stehen alle auf der Seite der Käufer bzw. Nachfrage des REITs. Eine Mischform von Angebot und Nachfrage stellen Unternehmen anderer Branchen dar. Unternehmen mit Immobilienbeständen sind nämlich in zweierlei Hinsicht die Zielgruppe von REITs: auf der einen Seite stehen sie als Investoren zur Verfügung und auf der anderen Seite stellen sie unternehmenseigene Immobilien zum Kauf zur Verfügung. Es herrscht somit ein Wechselspiel des Kaufs und Verkaufs.

Genauer gesagt bilden REITs für Unternehmen, wie auch institutionellen Investoren, eine weitere Möglichkeit der Umschichtung von direktem zu indirektem Immobilienvermögen. Begünstigt durch vorteilhafte gesetzliche Regelungen der stillen Reserven beim Transfer von Unternehmensimmobilien in den REIT, ist dies eine geeignete Form der Deinvestition von Immobilien. REITs bieten einen zusätzlichen Weg zur Lösung des Konfliktes zwischen der Immobilie als Betriebsmittel und als Kapitalanlage.¹³⁸

Für sogenannte Non-Property-Gesellschaften, deren Immobilienbestand nicht zum Primär- bzw. Kerngeschäft gehört, rückt die Immobilie immer mehr vom Betriebsmittelbestand in den Bereich der Kapitalanlage und der strategischen

¹³⁷ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 224.

¹³⁸ Vgl. Pfnür, A.; Armonat, S. (2004), S. 8.

Ressource.¹³⁹ Der Besitz bzw. das Eigentum an Immobilien verursacht große Kosten und stellt somit eine enorme laufende Belastung dar.

Laut empirischen Untersuchungen bilden Immobilienkosten den zweitgrößten Kostenblock mit ca. 5% bis 15% der jährlichen Gesamtkosten eines Unternehmens.¹⁴⁰ Zudem gibt es meist organisatorische Defizite im Umgang mit eigenen Immobilien, die durch unzureichende Organisations- und Prozessstrukturen keine Rendite-Messung der im Bestand gehaltenen Immobilien durchführen lassen.

Zählen Unternehmensimmobilien nicht zur Kernkompetenz des Unternehmens, besteht das Risiko fehlender fachlicher Qualifikation, um den strategischen Umgang mit selbstgenutzten Immobilien zu optimieren. Durch gezieltes internes Informationsmanagement und regelmäßigen Bedarfsanalysen werden Potenziale von nicht benötigten Flächen bzw. zusätzlich notwendigen Flächen festgestellt.

Der Zweck einer aktiven Betreuung des Baubestandes ist die Vermeidung von ungenutzter oder gar ineffizient genutzter Flächen. Die Ziele einer daraus resultierenden Vermarktung der Unternehmensimmobilien beschreibt Abbildung 39 als sehr vielfältig.

¹³⁹ Vgl. Tröger, M. (2008), S. 13.

¹⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 23.

Abbildung 39: Ziele der Deinvestition aus der Perspektive der bisherigen Eigentümer

Ziele der Deinvestition			
Unternehmensstrategische Ziele	Risikopolitische Ziele	Finanzwirtschaftliche Ziele	Immobilienwirtschaftliche Ziele
• Konzentration auf Kerngeschäft • Kostenführerschaft • Erhöhung der Flexibilität	• Vermeidung von Marktrisiken • Vermeidung operativ immobilienwirtschaftlicher Risiken	• Reduzierung von Kapitalkosten • Langfristige Freisetzung von Eigenkapital • Erhöhung der Bonität • Aufdeckung stiller Reserven • Abwendung von Liquiditätsproblemen • Erhöhung der Kapitalrentabilität	• Verringerung von Betriebs- und Verwaltungskosten • Anpassung des Bestandes an veränderte Anforderungen • Qualitätssteigerung im Immobilienmanagement • Nutzung von Marktchancen

Quelle: Pfnür, A.; Armonat, S. (2002), S. 16.

Das Immobilien-Outsourcing ist bei Dienstleistungsunternehmen sogar zweckmäßig, da sie im Gegensatz zu Industrieunternehmen nicht auf einen bestimmten Standort von betriebsnotwendigen Unternehmensimmobilien angewiesen sind. In den USA halten nur mehr rund 30% der Unternehmen betriebsnotwendige Immobilien, wobei im Vergleich dazu in Europa der Prozentsatz z.B. in Deutschland bei noch rund 70% liegt.¹⁴¹

Durch innovative Finanzierungsinstrumente wie REIT-Strukturen ist es diesen Unternehmen möglich, ein Auslagern ihrer Immobilien durchzuführen und diese in einen REIT überzuführen. Überdies kann in vielen Staaten mit Hilfe von REITs eine effektive Nutzung von Steuervorteilen generiert werden. Für den Fall der Umwandlung einer steuerpflichtigen Gesellschaft in den steuerbefreiten REIT-Status, sind die stillen Reserven von Grund und Gebäuden aufzudecken und zu versteuern. Nimmt man jedoch die deutsche REIT-Gesetzgebung als Beispiel, so wird auf stille Reserven nur die Hälfte des üblichen Steuersatzes berechnet. Diese bevorzugte Steuerbedingung wird auch „Exit Tax“ genannt. Sie kann nur unter jener Bedingung in Anspruch genommen werden, dass

¹⁴¹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 56.

sich die in Frage kommenden Immobilien mindestens fünf Jahre im Betriebsvermögen des Unternehmens befunden haben. Diese Bestimmungen variieren jedoch enorm unter den verschiedenen Gesetzgebungen und sind Bestandteil der Untersuchung dieser Arbeit im Rahmen des vierten Kapitels.

2.4. Portfoliomanagement eines REITs

Einleitend wurde schon im Kapitel 2.2.6. die Einschränkung der Thesaurierung von Gewinnen sowie im Kapitel 2.2.7. die Begrenzung der Fremdkapitalquote und den damit verbundenen Herausforderungen für den REIT von innen zu wachsen, behandelt. Um für Investoren jeglicher Zielgruppe attraktiv zu sein, muss der REIT eine umso erfolgreichere, nachhaltige Strategie vorweisen können. Der Erfolg einer Strategie eines REITs zeichnet sich durch die tatsächlich zur Ausschüttung gelangten Dividenden an die Gesellschafter und die zu erwartenden steigenden Cash-Flows an die Anteilseigner in Verbindung mit einer Wertsteigerung der Bestandsimmobilien aus.¹⁴² Um allen Kriterien aufgrund gesetzlich vorgegebener Rahmenbedingungen gerecht zu werden, spielt das Portfoliomanagement bei REITs eine besonders große Rolle.

Interne Portfoliostrategien, sowie externe Wachstumsstrategien müssen auf die Einhaltung gesetzlicher Vorgaben abgestimmt werden. Dadurch ist ein aktives Management für den Erfolg eines REITs essentiell, wobei alle Entscheidungen unter Berücksichtigung der obersten Priorität, nämlich des Erhaltes des REIT-Status, getroffen werden müssen. Einerseits müssen im internen Portfoliomanagement Investmentgrenzen im Sinne der Steuertransparenz eingehalten werden, andererseits müssen externe Wachstumsmöglichkeiten die maximal mögliche Fremdkapitalquote beachten.

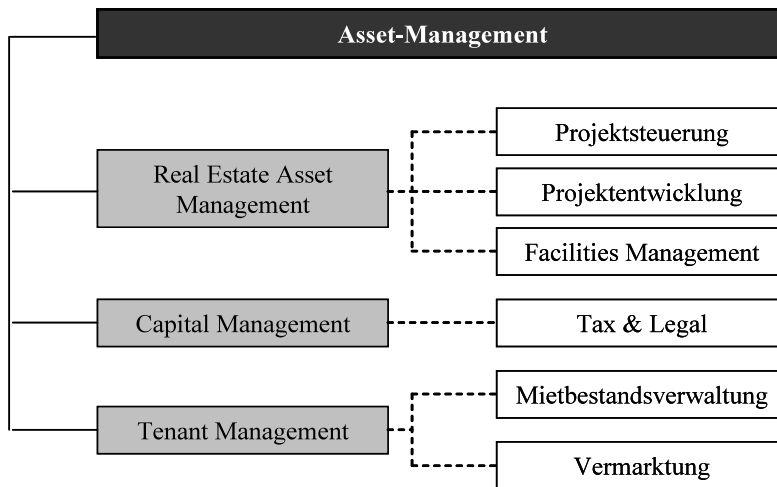
2.4.1. Internes Portfoliomanagement und Wachstumsstrategien

Das Management eines REITs muss demnach vielfältige Aufgaben erfüllen. Um wettbewerbsfähig zu sein, muss das operative Ergebnis optimiert werden und Strategien für die Nachhaltigkeit von Profitabilität, Kosten- und Ertragsstrukturen und der Zufriedenheit seiner Gesellschafter formuliert werden.¹⁴³

¹⁴² Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008b), S. 172.

¹⁴³ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 187.

Abbildung 40: Aufgabenbereiche des Portfoliomanagements eines REITs



Quelle: Farhat, R. (2008), S. 196.

Diese Strategien können anhand von Abbildung 40 grundsätzlich in drei Bereiche geteilt werden:

- **Real Estate Management:** Dieser Bereich umfasst die strategische Ausrichtung und Anpassung aller zulässigen immobilientechnischen Themen.¹⁴⁴ Darunter fallen Aufgaben, wie das Projektmanagement, die Projektsteuerung, die Akquisition von Immobilien und die daraus folgende Zusammenstellung der Bestandsimmobilien.
- **Capital Management:** Hierunter fallen die Steuerung und Kontrolle aller Investitions-, Finanzierungs- und Beteiligungsstrukturen. Akquisitionen und Wachstumspläne sollen durch interaktives Kapitalmanagement gesichert werden. Mit Hilfe der Liquiditätssteuerung soll es innerhalb der einzelnen Projekte zu keinen Engpässen im Rahmen der vorgegebenen Budgets kommen und adäquate Finanzierungsmodelle gefunden werden.
- **Tenant Management:** Die Fokussierung in diesem Aufgabenbereich liegt im professionellen Mietermanagement mit Mietverhältnissen, die über ein

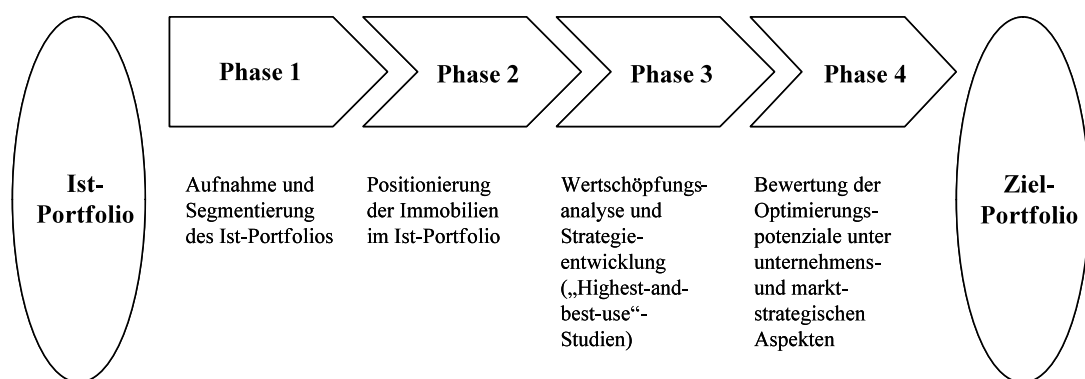
¹⁴⁴ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 195.

ausgewogenes Mieterprofil, ein optimiertes Verhältnis der Mietlaufzeiten und marktadäquate Mietverträge verfügen.¹⁴⁵ Der strategische Aufbau von Beziehungen zu Mietern steht im Zentrum dieser Tätigkeit. Es ist abzuwägen welche Ankermieter, welche Mieter mit guter Bonität bzw. welche Mieter mit strategischer Bedeutung für den REIT zu gewinnen sind. Eine starke Kundenbeziehung ist zudem auch wichtig für die flexible Anpassung der Bedürfnisse von Mietern mit passendem Angebot und passendem Servicegrad. Nur so ist eine optimale Flächen- und Nutzungsstruktur erreichbar.¹⁴⁶ Dieser Bereich trägt einen bedeutenden Teil zum nachhaltigen Wachstum des operativen Ergebnisses bei.

2.4.2. Strategische Portfolioanalyse

Um Unausgewogenheiten im Immobilienportfolio eines REITs zu vermeiden, sollten seitens des Real Estate Asset Managements laufend strategische Portfolioanalysen durchgeführt werden. Diese Analysen sollen mögliche Probleme identifizieren und Optimierungspotenziale aufzeigen. Anhand von Abbildung 41 bildet eine Bestandsaufnahme der Immobilien die erste Phase dieser Analyse.

Abbildung 41: Analyse der Optimierungspotenziale



Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-H. (2008), S. 134.

¹⁴⁵ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Körner, J.; Puhl, O. (2008), S. 160.

¹⁴⁶ Vgl. Farhat, R. (2008), S. 187.

Zur besseren Positionierung der Immobilien innerhalb des Portfolios werden die Immobilien nach verschiedenen immobiliespezifischen Merkmalen, wie z.B. nach dem Errichtungsjahr, der Nutzungsart und/oder geographischen Schwerpunkten, gegliedert. Die diversen Gruppierungen von ähnlichen Objekten werden im Sinne des Gesamtkonzeptes auf ihre Ausgewogenheit zueinander überprüft. Parallel dazu wird auch jedes einzelne Objekt innerhalb der Segmente im Zuge der dritten Phase einer Wertschöpfungsanalyse unterzogen. Das Ziel ist eine maximale Ertragserzielung pro Objekt, um die optimale Strukturierung des Gesamtportfolios zu erhalten.¹⁴⁷ Das Ergebnis kann von einer Beibehaltung der Strategie einzelner Objekte bis hin zur Neuausrichtung oder zum Redevlopment einer Immobilie führen. Die Schlussfolgerung aus der Analyse wird in der letzten Phase aus dem Blickwinkel der aktuellen Marktdynamik nochmals bewertet und kann anschließend in der operativen Umsetzung der Optimierungspotenziale angewendet werden.

Sollte die Konsequenz aus der strategischen Portfolioanalyse ein Immobilienan- oder -verkauf sein, gilt es in der operativen Umsetzung dem richtigen An- oder Verkaufszeitpunkt so nahe als möglich zu kommen.

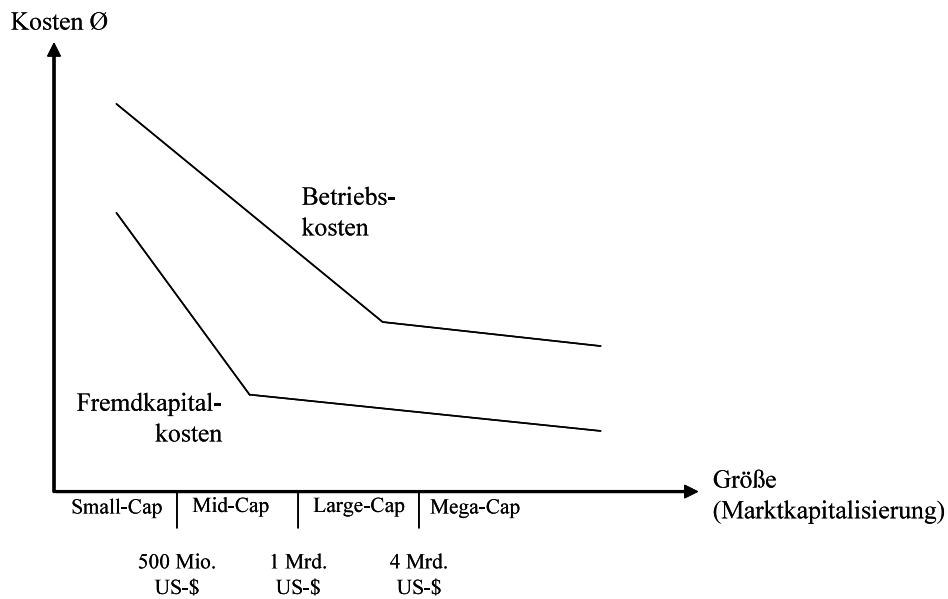
Dieses „Market Timing“ bildet zusammen mit der Fähigkeit, die richtige Immobilie auszuwählen („Selection Ability“), die Voraussetzung für die erfolgreiche Durchführung aus Risiko- und Renditegesichtspunkten.¹⁴⁸ Beim Ankauf von mehreren Immobilien der gleichen Nutzungsart oder der gleichen regionalen Fokussierung steht die Realisierung von Skaleneffekten im Vordergrund. Durch die gleichzeitige Erhöhung der Marktdominanz in einem sektorellen oder regionalen Teilmarkt kann ein REIT seine Kosten der Finanzierung, Instandhaltung, Verwaltung, Versicherung, Energie und laufenden Managementkosten im Verhältnis zur Größe verringern. Das Ausmaß dieser Grenzkostenabnahme variiert zwischen den einzelnen Sektoren.¹⁴⁹ Anhand von Abbildung 42 ist vor allem im Sinne der Kapitalkosten eine kritische Größe für Finanzierungsvorteile entscheidend.

¹⁴⁷ Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-H. (2008), S. 134.

¹⁴⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008b), S. 176.

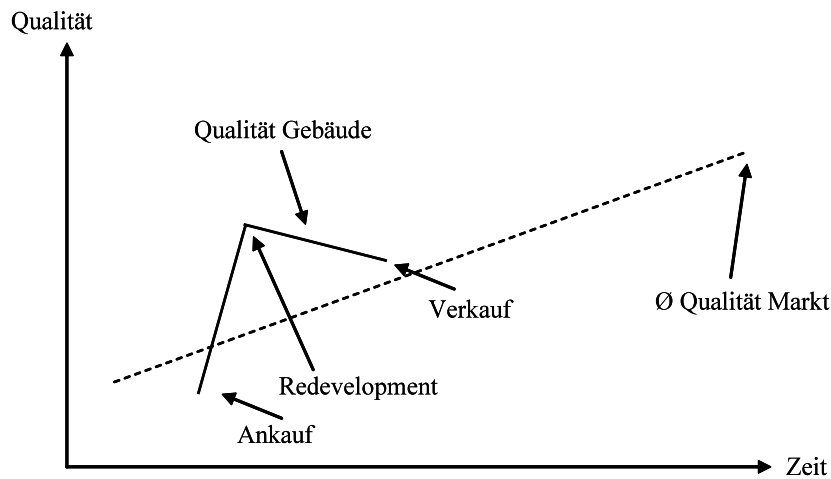
¹⁴⁹ Vgl. ebenda, S. 175.

Abbildung 42: Kapitalkosten und Skaleneffekte



Quelle: Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008), S. 175.

Abbildung 43: Mögliche Ergebnisse der Wertschöpfungsanalyse



Quelle: Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008), S. 177.

Sollte die Konsequenz aus der strategischen Portfolioanalyse jedoch eine Redevelopment-Strategie für eine Bestandsimmobilie sein, so soll die Steigerung der Marktfähigkeit und des Qualitätslevels erzielt werden. Dieses Ziel kann durch den Ausbau der Funktionsfähigkeit für Mieter, Zusatzleistungen, wie die Erhöhung von

Parkmöglichkeiten, Verbesserung des Erscheinungsbildes oder auch die Weiterentwicklung von Sicherheits-, Bau- und Arbeitsrichtlinien erreicht werden.¹⁵⁰

Unter Beachtung der zeitlichen Vorgaben über die Haltedauer von Immobilien soll diese Umwandlung zu einer Preissteigerung bei einem nachfolgenden Verkauf führen bzw. das Mietpreisniveau nachhaltig erhöhen. Darüber hinaus kann innerhalb einer strategischen Portfolioanalyse auch eine Fusion mit einem anderen REIT oder die Akquisition einer anderen REIT-Struktur das gewünschte Wertsteigerungspotenzial ergeben. Ähnlich der Strategie durch Immobilienportfolio-Ankäufe können auch hier die Steigerung der Marktdurchdringung, Synergien und daraus resultierende Skaleneffekte eine Fusion sinnvoll erscheinen lassen. In diesem Falle vermischen die Grenzen des internen Portfoliomanagements mit externen Wachstumsstrategien.

2.4.3. Immobilien-Wertsteigerungsnetzwerk

Nach dem Modell von Alfred Rappaport lässt sich zur optimalen Wertsteigerung eines Portfolios ein Wertsteigerungsnetzwerk darstellen.¹⁵¹ Dieses Netzwerk fügt die Ursachen eines Wertsteigerungsprozesses zusammen und generiert sogenannte Werttreiber. Mit Hilfe dieser Werttreiber kann das Management die analysierten Wertsteigerungspotenziale gezielt steigern. Die Abbildungen 44 und 46 zeigen dabei immobilienpezifische Werttreiber.

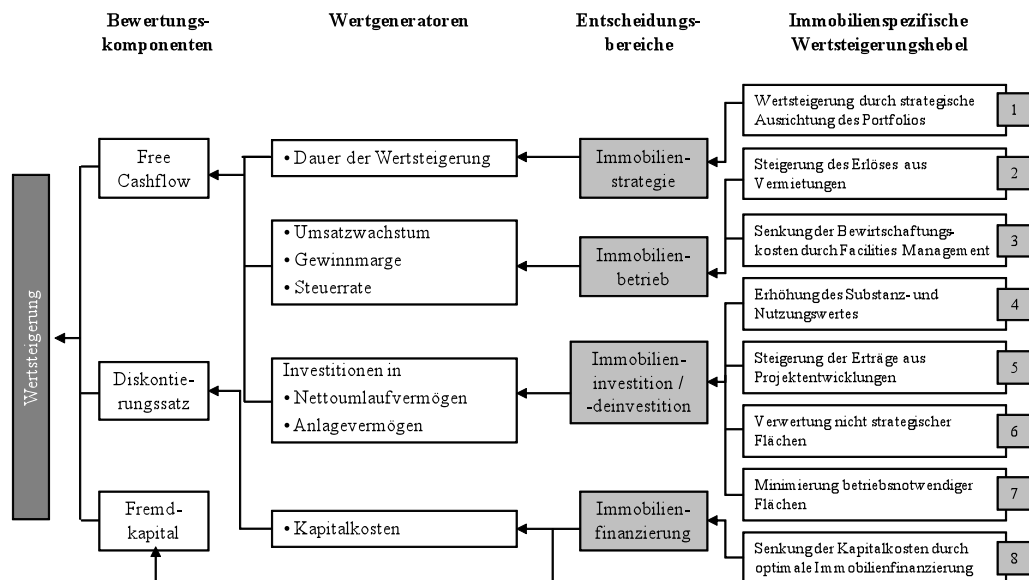
Vom Entscheidungsbereich für das Management ausgehend, können sowohl Objekt- und Portfoliostrategien formuliert werden, als auch die grundsätzlichen Bewertungskomponenten bzw. Werttreiber, wie z.B. der Free Cashflow, den zur Bewertung wichtigen Diskontierungssatz und die Kapitalkosten des Fremdkapitals. In Folge der allgemeinen Feststellung der Immobilienwerttreiber ist als nächster Schritt die Rangfolge der relevanten Steuerungsgrößen festzustellen. Hierbei sollen jene Werttreiber gefiltert werden, die über ein hohes Wertschöpfungspotenzial und eine gewichtige

¹⁵⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008b), S. 178.

¹⁵¹ Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 135.

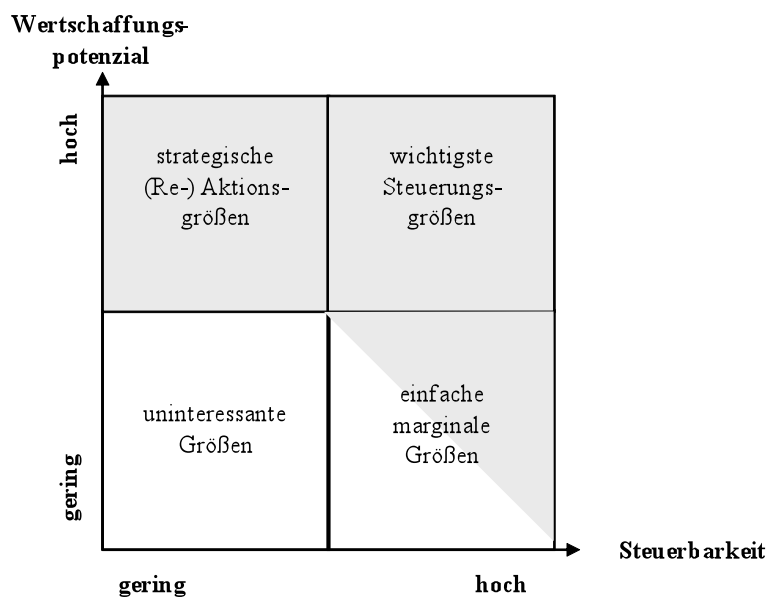
Steuerbarkeit verfügen, wie Abbildung 45 veranschaulicht. Die grauen Bereiche stellen Werttreiber mit besonderer Relevanz für das Wertmanagement dar.¹⁵²

Abbildung 44: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsnetzwerk



Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 136.

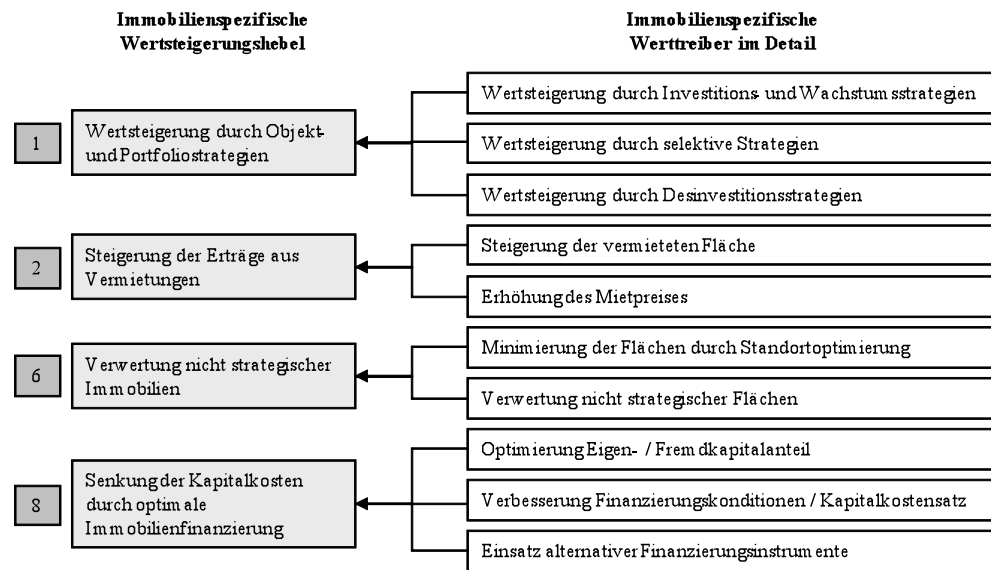
Abbildung 45: Priorisierung der Werttreiber



Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 137.

¹⁵² Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 137.

Abbildung 46: Beispiele für immobilienpezifische Werttreiber



Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 137.

Aus der Priorisierung ergeben sich dann spezifische Werttreiber, die darauf folgend auch im Detail behandelt werden können. Um die Bewertung der Stabilität des Immobilienportfolios und die zukünftig erwarteten Einnahmen nachhaltig beurteilen zu können, stellt die Identifizierung von Werttreibern auf Asset-Ebene eine essentielle Aufgabe des Managements dar.¹⁵³

Abbildung 47: Zusammenspiel von Werttreibern und Immobilienmarktzyklen

Asset-Management-Aufgabenfelder	Treiber	Schlüsselp arameter	Wesentliche Abwägungen
Real Estate Asset-Management	Marktposition	Größe und Wert des Immobilienvermögens	Bau- und Lohnkosten
	Qualität des Immobilienvermögens	Leerstand	Neubauaktivitäten
	Kosten der Immobilien	Profitabilität und Nachhaltigkeit des Cashflows	Umfang, Entwicklungstätigkeiten
Capital Management	Liquidität	Freie Liquidität	Steuern
	Finanzierung	Leverage	Zinsentwicklung
	Kapitalstrukturierung	Dividendenbeitrag	Investoren-Sentiment
Tenant Management	Mieterstruktur	Branchenmix	Geschäftsaussichten
	Mieterbonität	Mietermix	Mietzinswachstum
	Mietverträge	Neuer Flächenbedarf	Dienstleistungsangebot

Quelle: Farhat, R. (2008), S. 199.

¹⁵³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008b), S. 174.

Jede Asset-Managementstrategie sollte jedoch auch auf die unterschiedlichen vorherrschenden Marktzyklen angepasst werden und die verschiedenen Ausprägungen der Phasen berücksichtigen. Die Kombination zwischen der Filterung von Werttreibern und der Identifikation der Marktlage und -verfassung stellt das optimale interne Portfoliomanagement dar.

Jeder der drei Aufgabenbereiche des im Kapitel 2.4.1. identifizierten Portfoliomanagements muss diese Abstimmung vornehmen, wie Abbildung 47 beispielhaft zeigt, womit sich der Kreis des Zusammenspiels mehrerer Komponenten im Portfoliomanagement eines REITs schließt.

2.5. Börsengänge von REITs

Um den Punkt der Liquiditätsanforderungen institutioneller Investoren von Kapitel 2.3.2. aufzugreifen, gibt es Gesetzgebungen, die deshalb eine Börsennotierung des REITs gesetzlich vorsehen. Andere ersetzen die Pflicht durch eine Wahlfreiheit einer Börsennotierung.

Ein Börsengang eines REITs kann durch verschiedene Faktoren ausgelöst werden und besteht aus mehreren Schritten: der Vorbereitung und Planung, der Vermarktung und Realisierung und der ersten Preisfindung am Primär- oder Sekundärmarkt.¹⁵⁴ Auf Basis der länderspezifischen Regulatorien bilden das jeweilige nationale REIT-Gesetz, die geltenden Prospektverordnungen und -richtlinien sowie die unterschiedlichen Zulassungsbedingungen der angestrebten Wertpapierbörse den rechtlichen Rahmen.¹⁵⁵

2.5.1. Motive für einen Börsengang von REITs

Ein Börsengang eines REITs kann strategische, organisatorische, finanzielle oder auch rechtliche Beweggründe haben.¹⁵⁶ Strategische Motive können mit einer gewollten Änderung der Gesellschafterstruktur zu tun haben, wenn z.B. der Börsengang mit dem Ausstieg der Alteigentümer verbunden wird oder wenn Unternehmen ihren gesamten Immobilienbereich deinvestieren und damit gleichzeitig eine neue börsennotierte Immobilien-Tochtergesellschaft schaffen.¹⁵⁷ Strategische Überlegungen können auch das Ziel der Verbesserung der Wettbewerbsposition zum Inhalt haben. Durch die gesteigerte Investorenaufmerksamkeit und die bessere Positionierungsmöglichkeit können börsennotierte REITs besser von anderen Anlageformen differenziert und eingeordnet werden.¹⁵⁸ Durch die Notierung an einer Börse kann ein REIT von Investoren zudem leichter identifiziert werden. In diesem Zusammenhang sind auch organisatorische und rechtliche Ursachen für einen Börsengang zu sehen. Aufgrund detaillierter gesetzlicher

¹⁵⁴ Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 315.

¹⁵⁵ Vgl. Borsche, J. (2007), S. 177.

¹⁵⁶ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 154.

¹⁵⁷ Vgl. ebenda, S. 155.

¹⁵⁸ Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 325.

Vorgaben im Rahmen des REIT-Gesetzes und in weiterer Folge des Aktiengesetzes, hat der Investor den Vorteil einer gesteigerten Transparenz, die in Folge von geforderten Corporate-Governance-Strukturen, Bewertungsvorschriften und Rechnungslegungsanforderungen einzuhalten ist.¹⁵⁹

Die finanziellen Gründe, einen Börsengang anzustreben, liegen eindeutig im Bereich der externen Wachstumsstrategie eines REITs. Durch die vorgegebene hohe Ausschüttungsquote zur Wahrung der steuerlichen Transparenz und die nach oben hin begrenzte Fremdkapitalquote ist der Börsengang die Hauptaufnahmequelle für Eigenkapital eines REITs. Mit Hilfe des Börsengangs wird dem REIT weltweit der Kapitalmarktzugang zu Investoren geöffnet. Die Erschließung neuer weiterer Aktionärskreise kann helfen, dass einerseits konkrete Projekte einfacher durchgeführt werden können und andererseits Bilanzkennzahlen, wie z.B. die Eigenkapitalquote, verbessert werden.¹⁶⁰

Grundsätzlich gibt es zwei Arten von Börsengängen, die sich dadurch unterscheiden, ob die Aktien der Gesellschaft zum ersten oder zweiten Mal am Kapitalmarkt platziert werden. Im Rahmen der Erstplatzierung (Primary Offering) treten den bisherigen Anteilseigner neue Gesellschafter hinzu und ermöglichen gleichzeitig meist eine Kapitalerhöhung im Zuge der Platzierung. Das bedeutet, dass die Erlöse der Platzierung nicht ausschließlich den bisherigen Anteilseignern zufließen, sondern Liquidität für Neuinvestitionen geschaffen wird. Im Gegensatz dazu wird bei der Umplatzierung (Secondary Placement) ein ausschließlicher Erlös für die Altaktionäre angestrebt. Diese Umplatzierung kann durchaus auch mit dem Verkauf von Teilen oder des gesamten REITs verglichen werden. Diese Variante wird jedoch sehr selten praktiziert, impliziert sie nämlich einen gewissen Eindruck der Flucht der alten Gesellschafter. Vielmehr ist der Verbleib von Altaktionären ein Zeichen des nachhaltigen Erfolges und eine Bekräftigung der Zukunftsstrategien eines REITs.¹⁶¹

2.5.2. Voraussetzungen der Börsenzulassung von REITs

¹⁵⁹ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 155.

¹⁶⁰ Vgl. ebenda, S. 154.

¹⁶¹ Vgl. Puhl, O. (2007), S. 103.

Um einen Börsengang erfolgreich zu gestalten, gelten für REITs ähnliche Erfolgsfaktoren wie für andere Unternehmen. In erster Linie definieren gesetzliche Rahmenbedingungen über Publizitätspflichten und einer bestimmten kritischen Masse bzw. Größe die Reife eines REITs für einen liquiden und effizienten Handel.¹⁶² Institutionelle Investoren werden erst im Zuge einer bestimmten Mindestgröße, eines bestimmten Mindestvolumens und einer bestimmten Marktkapitalisierung auf einen REIT aufmerksam. Eine zusätzliche – teils gesetzlich geforderte – breite Streuung der Aktionärsstruktur verhindert auch, dass Käufe oder Verkäufe von großen Aktienpaketen den Aktienkurs zu stark beeinflussen und die Volatilität erhöhen.¹⁶³ Einer der Vorteile einer Notierung an einer Börse und großer Marktkapitalisierung ist die zunehmende Analystenbeobachtung, die wiederum weitere Investoren anzieht. Darüber hinaus präferieren Investoren auch deswegen eine hohe Marktkapitalisierung, da die Erwartung der Erzielung von Skaleneffekten besonders groß ist.¹⁶⁴ Neben diesen Faktoren der Börsenreife eines REITs steht für den Investor die klassische Equity Story eines Unternehmens im Mittelpunkt. Eine Equity Story bedeutet, alle Visionen im Bezug auf Kernkompetenzen, Strategie und Ertragskraft, und alle Perspektiven der Chancen und Risiken eines REITs dem Investor in einer offenen Kommunikationsform darzulegen.¹⁶⁵ Das Management muss hierbei seine gesamte Erfahrung in die Überlieferung der Unternehmensstrategie an die heterogenen Anforderungen der verschiedenen Zielgruppen, wie Investoren, Kunden, Geschäftspartner, Mitarbeiter, Analysten und Medien, einsetzen.¹⁶⁶ Das Konzept des REITs muss plausibel und eindeutig erkennbar sein und gegenüber anderen REITs ausreichende Differenzierungsmerkmale besitzen.

Vor dem Hintergrund der unterschiedlichen Gesetzeslagen in den einzelnen Ländern, ergeben sich zusätzliche länderspezifische Anforderungen, die ein REIT im Rahmen einer Börsennotierung zu beachten hat. Um Start-Up-Unternehmen zu vermeiden, sehen einige Gesetzgeber vor, dass das Immobilienunternehmen bereits seit einigen Jahren bestehen muss, z.B. gemäß der deutschen Gesetzgebung seit drei Jahren.¹⁶⁷ Sollte das Unternehmen noch nicht über den geforderten Zeitraum bestehen, wird es in den Status

¹⁶² Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 316.

¹⁶³ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 161.

¹⁶⁴ Vgl. Puhl, O. (2007), S. 102.

¹⁶⁵ Vgl. Schäfers, W.; Heller, N.; Puhl, O.; Körner, J. (2008), S. 160.

¹⁶⁶ Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 316.

¹⁶⁷ Vgl. Hutter, S. (2008), S. 291.

eines Vor-REITs übergeführt, der dann in die Börsenzulassung führt. Wird ein Vor-REIT, am Beispiel des deutschen G-REITs, nach maximal drei Jahren nicht an der Börse zugelassen, verliert dieses Unternehmen seinen Status als Vor-REIT und somit auch die bis dahin genutzten steuerlichen Vorteile, wie z.B. die bereits erwähnte Exit-Tax, die aufgedeckte stille Reserven von eingebrachten Immobilien nur mit der Hälfte des Normalsteuersatzes besteuert. Unter Berücksichtigung bestimmter markt- oder immobilispezifischer Gründe könnte diese Frist von der zuständigen Behörde bis zu einem Jahr verlängert werden.¹⁶⁸ Besteht das Unternehmen jedoch bereits einige Jahre, kann es beispielhaft nach deutscher Gesetzgebung auch direkt in den REIT-Status übergeführt werden und eine Börsennotierung kann sofort erfolgen.¹⁶⁹

2.5.3. REITs-Börsensegmente

In einigen Ländern wird der Börsengang von REITs durch eigene REITs-Börsensegmente unterstützt und gefördert. Mit Hilfe eines eigenen Segmentes wird die Visibilität und Transparenz der dort notierten REITs gesteigert. Am Beispiel Deutschland haben REIT-Unternehmen des REIT-Segmentes die Wahl zwischen drei verschiedenen Transparenz-Ebenen. So decken der Prime Standard und General Standard jegliche europäische Anforderungen an ein börsennotiertes Unternehmen ab. Insbesondere für Zweitplatzierungen und ausländische REITs gibt es des Weiteren noch den Entry Standard, der ebenfalls börsenreguliert funktioniert, wie Abbildung 49 veranschaulicht.¹⁷⁰

Zusätzliche Aufmerksamkeit von internationalen Investoren bieten eigene REIT-Indizes. Diese Indizes dienen als Benchmark sowohl für REIT-Investoren, als auch REIT-Unternehmen zur besseren Einschätzung der eigenen Wettbewerbsposition. Eine Aufnahme in ausgewählte REIT-Indizes, wie z.B. den REIT-AuswahlindeX „RX“ oder den All-Share-Index in Deutschland, erhöht zudem auch das Interesse von Aktienanalysten. Deren meinungsbildende Rolle wurde bereits im Kapitel 2.3.3. unterstrichen und darf nicht unterschätzt werden. In diese REIT-Indizes werden ausschließlich jene REITs aufgenommen, die bereits an der Deutschen Börse notieren.

¹⁶⁸ Vgl. ebenda, S. 298.

¹⁶⁹ Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 315.

¹⁷⁰ Vgl. ebenda, S. 314.

Während der REIT-Auswahlindex „RX“ die 20 größten REITs des Prime Standards abbildet, erfasst der All-Share-Index alle Unternehmen im Prime und General Standard, die sich im Deutsche Börse REIT-Segment befinden. Der letztgenannte Index bietet Investoren somit einen Querschnitt über alle inländischen und ausländischen REITs dieser beiden Transparenz-Standards.¹⁷¹

Abbildung 48: Möglichkeiten des REITs-Segmentes der Deutschen Börse

	REIT-Erst- oder Zweitnotierungen	REIT-Zweitnotierungen
Wesentliche Teilnahmeanforderungen (gemäß Teilnahmebedingungen)	• Nachweis über REIT-Status • Bekanntmachung über Verlust des REIT-Status	• Nachweis über REIT-Status • Bekanntmachung über Verlust des REIT-Status
Kapitalmarktzugang	• EU-regulierter Markt	• börsenregulierter Markt • Open Market
Transparenz Level	• General Standard • Prime Standard	• Entry Standard

Quelle: Steinbach, M. (2008), S. 318.

2.5.4. Berichterstattung von börsennotierten REITs

In Europa wird die Steigerung der Transparenz und Vergleichbarkeit börsennotierter Immobilien-Gesellschaften durch die gemeinnützige Organisation European Public Real Estate Association (EPRA) unterstützt. Die EPRA hat sich die Unterstützung, die Weiterentwicklung und die Repräsentation europäischer Immobilien-Kapitalmärkte zur Aufgabe gemacht.¹⁷² Einen Aspekt in diesem Zusammenhang stellen die von der EPRA herausgegebenen „Best-Practice-Standards“ dar, die hinsichtlich der Berichterstattung, Rechnungslegung und Corporate Governance eine höhere Qualität und Kontinuität der Informationen zum Ziel haben.¹⁷³ Sie sind nicht als Ersatz für die geltenden IFRS-Bilanzierungsrichtlinien anzuwenden, sondern bilden eine Ergänzung. Anhand dieser Leitlinien sollen Geschäftsberichte börsennotierter REITs für Investoren und Analysten transparenter werden und vor allem auch länderübergreifend vergleichbar.¹⁷⁴

¹⁷¹ Vgl. Steinbach, M. (2008), S. 322.

¹⁷² Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 241.

¹⁷³ Vgl. Matzen, F.; Schäfers, W.; Trübestein, M. (2008), S. 392.

¹⁷⁴ Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 242.

Analog diesen Berichtstandards sollen der Jahresabschluss, Halbjahres- und Quartalsberichte neben den detaillierteren Informationen zum Management und der Unternehmensstrategie des REITs auch weitreichende Angaben zum konkreten Immobilienbestand und zum Gesamtportfolio beinhalten.¹⁷⁵ Besonders folgende Punkte sollen als Orientierungshilfe bei der Vergleichbarkeit von REITs helfen:

- die in IAS 40 festgesetzten Bilanzierungs- und Bewertungsgrundsätze,
- die erweiterte Darstellung des Jahresabschlusses (Bilanz, GuV, Kapitalflussrechnung),
- die Vervollständigung von Anhangsangaben (z.B. Vergütungssystem des Vorstandes, Aufsichtsrates, Immobilienbewerter, etc., Finanzierungsformen, usw.),
- die Veröffentlichung weiterer freiwilliger Informationen,
- die detaillierten Informationen zum Immobilienbestand und
- das Ergebnis je Aktie (NAV).¹⁷⁶

Das sogenannte „Herzstück“ unter diesen Empfehlungen bilden die Informationen zum Immobilienbestand aufgeschlüsselt nach regionalen bzw. sektorellen Immobilienarten. Abbildung 50 zeigt, welche Veröffentlichungen hier gefordert werden.

Die Einhaltung dieser EPRA Best Practice Empfehlung erfolgt bislang auf freiwilliger Basis. Unternehmen, die diese Leitlinien jedoch nicht befolgen, werden von Investoren und Analysten meist mit einem Abschlag bestraft, da die Transparenz dadurch geringer als bei Vergleichsunternehmen ist.¹⁷⁷

¹⁷⁵ Vgl. ebenda, S. 138.

¹⁷⁶ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 230.

¹⁷⁷ Vgl. Breuer, W. (2008), S. 230.

Abbildung 49: Informationen zum Immobilienbestand gemäß
EPRA Best Practice Leitlinien

Investment Property – Rental Data	Investment Property – Valuation Data	Investment Property – Like for Like Net Rental Income for the last two years	Investment Property – Lease Data	Development and Redevelopment Property
• Gross Rental Income • Net Rental Income • Lettable Space • Passing Rent • Estimated Rental Value • Vacancy Rate	• Property Valuation • Valuation Movement in the year • Gross/Net Initial Yield • Reversion	• Properties owned throughout the past two years • Acquisitions • Disposals • Development Property • Exchange Translation Difference • Total Net Rental Income	• Average Lease Length • Passing Rent of Leases expiring at different points in time • Estimated Rental Value of Leases expiring at different points in time • Passing Rent Subject to review at different points in time • Estimated Rental Value of Passing Rent Subject to review at different points in time	• Cost to date • Costs to complete • Future Interest to be capitalized • Forecast Total Cost • Forecast Completion Date • Lettable Space • Percentage Let • Estimated Rental Value on completion

Quelle: Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 139.

Während die EPRA ihr Tätigkeitsfeld auf den europäischen Raum fokussiert, gilt der Unternehmensverband National Association of Real Estate Investment Trusts (NAREIT) als Interessensvertreter von internationalen REITs und weltweit börsennotierten Immobiliengesellschaften. Diese Organisation hat mehrere Funktionen inne, wie z.B. die Interessenvertretung gegenüber der Politik, der Repräsentanz der Immobilienbranche gegenüber den Medien, der Plattform der Kommunikation am Kapitalmarkt oder aber auch als Netzwerk innerhalb der Immobilienindustrie.¹⁷⁸ Zu den Mitgliedern der NAREIT zählen über 2.000 REITs, Immobilienunternehmen, Beratungsgesellschaften, Investoren und Forschungsinstitute.¹⁷⁹ Obwohl der NAREIT durch die Anzahl und Marktkapitalisierung seiner Mitglieder eine gewichtige Größe am Immobilien- und Finanzmarkt darstellt, gab es im Vergleich zur EPRA noch keine Bemühungen internationale Verhaltensregeln oder vergleichbare Best-Practice-Empfehlungen herauszugeben.

¹⁷⁸ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 39.

¹⁷⁹ Vgl. Schäfers, W.; Kohl, N.; Schulte, K.-W. (2008), S. 242.

2.5.5. Motive nicht börsennotierter REITs

In jenen Ländern, die es jedem REIT selbst überlassen eine Börsennotierung anzustreben, müssen die Vor- und Nachteile einer Börsennotierung genau abgewogen werden. Durch eine Börsennotierung eines REITs erhöht sich das Risikospektrum um die Volatilität des Aktienmarktes. Insbesondere konservative institutionelle Investoren, wie Versicherungen und Pensionsfonds, bevorzugen Anlageformen, die eine geringe Volatilität aufweisen. Börsengehandelte REITs können durch Käufe und Verkäufe von großen Aktienpaketen bei nicht ausreichender Marktkapitalisierung durchaus gestiegene Volatilität im Vergleich zu nicht börsennotierten REITs aufweisen. Möglicherweise können nicht börsennotierte REITs auch Marktzyklen besser ausnutzen, weil sie eben nicht im Fokus von Analysten und Investoren stehen und somit weniger Kapitalmarktdruck verspüren.¹⁸⁰

Auch im Sinne des Einflusses von Anteilseignern auf das Unternehmen kann der nicht börsennotierte REIT vorgezogen werden. Sollte beispielsweise ein REIT eine Möglichkeit für Gemeinden oder den Staat darstellen, eigene Immobilienbestände dem Kapitalmarkt zugänglich zu machen, jedoch unter der Prämisse, dass der Einfluss auf die Beteiligung bei den öffentlichen Stellen verbleibt, ist der REIT keinesfalls an die Börse zu bringen.

Eine Pflicht (anstatt einer Wahlfreiheit) zur Börsennotierung eines REIT kann durchaus auch klein- und mittelständische Immobilienunternehmen benachteiligen. Das Erlangen des REIT-Status in Verbindung mit einem verpflichtenden Going-Public wäre für zu kleine Unternehmen unmöglich, da die geforderte Mindestgröße, die notwendige Erfahrung und die erwartete Marktkapitalisierung nicht erreicht werden würden. Diese Einschränkung wirkt sich negativ auf die Chancen dieses Segmentes aus und würde die Dynamik des gesamten REIT-Marktes begrenzen.¹⁸¹

Insbesondere im Hinblick auf die jüngste Entwicklung am internationalen Immobilienmarkt müssen Erwartungen an eine Mindest-Marktkapitalisierung nach unten korrigiert werden und die Bedeutung von nicht börsennotierten REITs wird im Zuge

¹⁸⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 104.

¹⁸¹ Vgl. ebenda, S. 103.

dessen steigen. Neben den regulatorisch vorgeschriebenen REIT-Standards sollte jedoch auch der nicht börsennotierte REIT denselben Anforderungen im Hinblick auf Corporate Governance-, Kommunikations-, Publizitäts- und Offenlegungspflichten wie ein börsennotierter REIT unterliegen.¹⁸²

International hat sich jedoch im Hinblick auf eine Börsennotierung keine einheitliche Regulierung durchsetzen können. Während sich die USA, Japan oder Australien, als eine der führenden REIT-Märkte, für eine Wahlfreiheit entschlossen haben, schreiben Länder wie Frankreich oder Belgien die Börsenzulassung vor. Dies kann unter anderem auch mit der vorherrschenden Dominanz anderer Anlageformen, wie z.B. Immobilienaktien, zusammenhängen. Die Abgrenzung zu anderen Immobilienanlageformen, wie den offenen oder geschlossenen Immobilienfonds sowie Immobilienaktien, widmet sich das gesamte dritte Kapitel dieser Arbeit.

Um ein Beispiel für einen nicht börsennotierten REIT-Markt mit hoher Marktreife geben zu können, sind an dieser Stelle die US-amerikanischen Strukturen zu nennen. Die bekanntesten Formen sind dabei „Unlisted REITs“, „Private REITs“, „Non-Exchange Traded Publicly Registered REITs“ oder „Unlisted Property Trust“.¹⁸³ Abbildung 50 zeigt die Unterschiede zwischen den verschiedenen US-REIT-Formen hinsichtlich wichtiger Anlagekriterien auf.

¹⁸² Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 104.

¹⁸³ Vgl. ebenda, S. 98.

Abbildung 50: Vergleich der Publicly Traded, Non-Exchange Traded und Private REITs in den USA

	Publicly Traded REITs	Non-Exchange Traded REITs	Private REITs
Überblick	Erfüllen die Zulassungsvorschriften der SEC und sind an einer nationalen Börse gehandelt.	Erfüllen die Zulassungsvorschriften der SEC und werden nicht an einer nationalen Börse gehandelt.	Sind nicht SEC-registriert und werden nicht börsengehandelt.
Liquidität	Tägliche Handelbarkeit.	Kein Zwang zur Rücknahme, Rücknahmeprogramme variieren zwischen Unternehmen und sind meist begrenzt.	
Transaktionskosten	Typischerweise zwischen 20 US\$ und 150 US\$ pro Handel.	Höher als bei Public REITs, vor allem aufgrund der Vermittlungsprovisionen durch aktiven Vertrieb.	
Management	Typischerweise intern gemanagt.	Typischerweise extern gemanagt.	
Mindestinvestment	Eine Aktie.	Typischerweise zwischen 1.000-3.000 US\$.	Typischerweise zwischen 1.000-25.000 US\$.
Independent Directors	Börsenzulassungsvorschriften verlangen, dass die Mehrheit der „Directors“ unabhängig vom „Management Board“ sein muss.	NASAA-Regulierungen verlangen, dass die Mehrheit der „Directors“ unabhängig vom „Management Board“ sein muss.	Keine Regulierung
Investorkontrolle	Investoren bestätigen Management		
Corporate Governance	Spezifische Regelungen der jeweiligen Börse.	Bundesstaatliche Gesetzgebung und NASAA-Vorschriften.	Keine zusätzliche Regulierung durch Börsenzulassungsfolgevorschriften.
Verfügbare Performanceinformationen	Vielzahl von Analysten, Rating-Agenturen im Kapitalmarktumfeld von REITs.	Kaum unabhängige Institutionen, die die Performance analysieren.	

Quelle: Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008), S. 99.

2.6. Risikofaktoren von REITs

Bisher wurden die Chancen von REITs durch seine spezifischen Merkmale beleuchtet und die Attraktivität für Investoren behandelt. Um das Bild über REITs auch vollständig zu zeichnen, müssen auch die Risikofaktoren eines REITs lokalisiert werden, um in den Vergleich zu seinen Chancen gebracht werden zu können.

Ein REIT ist grundsätzlich mehreren Risiken ausgesetzt. In Anlehnung zu jeder anderen Anlageform auch, ist der REIT dem volkswirtschaftlichen Risiko, Marktrisiko und Kapitalmarktrisiko unterworfen. Aufgrund der Branche, in der ein REIT tätig ist, ist das Marktrisiko vor allem als immobilienpezifisches Risiko zu sehen. Einige besondere Risiken ergeben sich zusätzlich durch die gesetzlichen Vorgaben eines REITs, um den REIT-Status zu halten.

2.6.1. Immobilienspezifische Risiken

Wie in Kapitel 2.2.1. beschrieben, umfasst die Haupttätigkeit eines REITs den Erwerb, das Halten, das Verwalten und das Veräußern von Immobilien zusätzlich zu Immobiliendienstleistungen für Dritte. Aus dieser Geschäftstätigkeit heraus ergeben sich besondere Risiken der Immobilien- und Baubranche, wie z.B. die Volatilität des Immobilienzyklus (siehe Kapitel 1.2.1.). Fokussiert man die Betrachtung vom allgemeinen Immobilienmarkt auf das spezifische Immobilienportfolio eines REITs ergeben sich weitere Risiken innerhalb des internen Portfoliomanagements. Der Bestand an Immobilien darf dabei keinem Klumpenrisiko ausgesetzt werden, das durch die Konzentration auf zu enge sektorelle und/oder regionale Schwerpunkte hervorgerufen werden kann. Auch die generelle Illiquidität des Portfolios gilt als spezifisches Risiko des Immobilienmarktes.¹⁸⁴ Lenkt man die Aufmerksamkeit nun vom Immobilienportfolio auf die einzelnen Immobilienobjekte, entstehen zusätzliche immobilienpezifische Risiken. Hier ist zuerst das wichtigste Merkmal einer Immobilie zu nennen, nämlich das Risiko des Standortes an sich.¹⁸⁵ Die weiteren Risikofaktoren, die auf das Objekt direkt

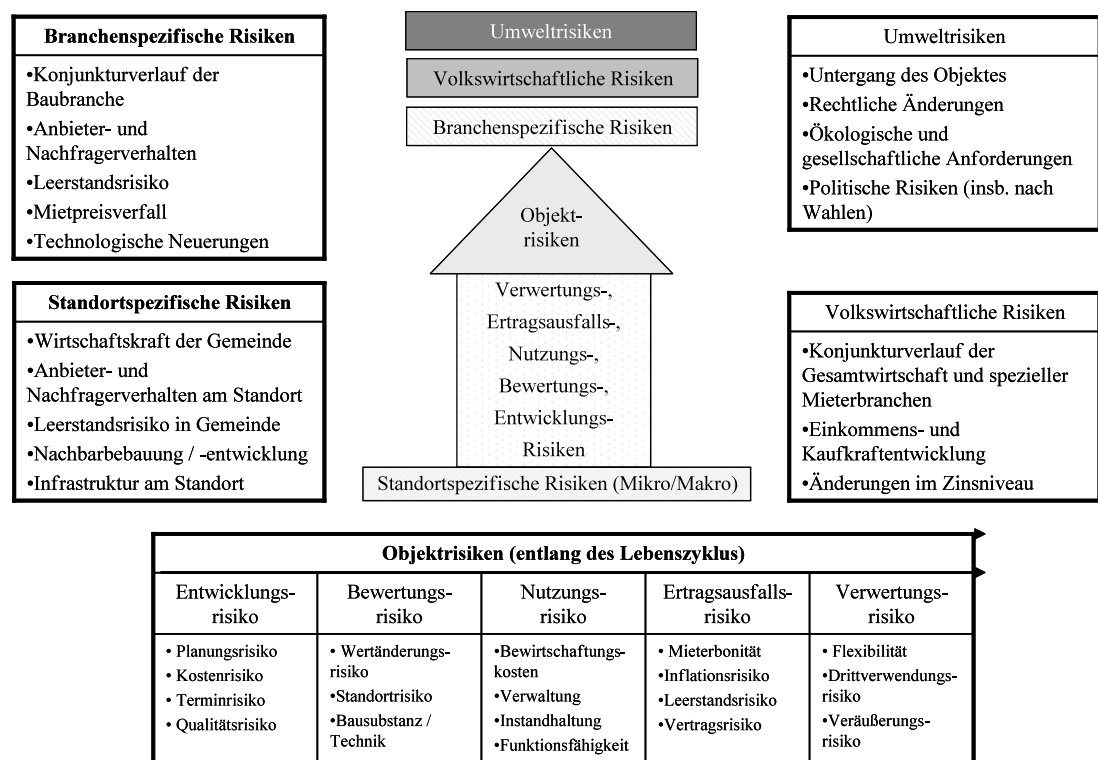
¹⁸⁴ Vgl. Hutter, S. (2008), S. 294.

¹⁸⁵ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 21.

einwirken, umfassen Objektrisiken, die aus der Immobilie, der Konstruktion, der Verwaltung und Bewirtschaftung und letztlich aus der Veräußerung heraus entstehen können. Diese spezifischen Risiken sind z.B. Projektentwicklungs-, Nutzungs-, Leerstands-, Bewertungs- und Verwertungsrisiken.¹⁸⁶ Im engen Zusammenhang dazu steht das generelle Finanzierungsrisiko jeder Immobilie.

Grundsätzlich ist auch jedes Objekt einem gewissen Umweltrisiko ausgesetzt. Dieses Risiko impliziert einerseits das generelle Risiko von Naturkatastrophen, aber auch Risiken im Sinne von Haftungen im Bezug auf Altlasten des Grundstücks (z.B. Kontaminierung).

Abbildung 51: Immobilienspezifische Risiken



Quelle: Wellner, K. (2003), S. 22.

Zusammenfassend zeigt Abbildung 51 bestimmte Risikokategorien, die spezifisch die Immobilie betreffen. Da Immobilien als heterogen zu qualifizieren sind, ist eine

¹⁸⁶ Vgl. ebenda, S. 21.

allumfassende, für jede Immobilie geltende Risikobetrachtung jedoch praktisch gar nicht möglich.¹⁸⁷

2.6.2. REIT-spezifische Risiken

Die steuerliche Transparenz ist eines der Hauptcharakteristika, das jede REIT-Struktur länderübergreifend gemeinsam hat. Ein REIT ohne steuerliche Transparenz ist daher nur schwer vorstellbar und würde auf den internationalen Kapitalmärkten nur bedingt wettbewerbsfähig agieren können. Insofern ist die positive Beurteilung der Steuertransparenz ein zentraler Aspekt für REITs. Erfüllt jedoch ein REIT die jeweils spezifischen gesetzlichen Vorgaben zur Steuerbefreiung nicht, droht der Verlust des REIT-Status und somit der Verlust der Steuerbefreiung. Dieser Verlust droht unter anderem bei folgenden Verstößen:

- nicht zugelassener Handel mit unbeweglichem Vermögen,
- das Verfehlen einer generellen Mindeststreubesitzquote,
- der unzulässig hohe Anteil eines einzelnen Gesellschafters,
- der Verlust einer eventuell vom Gesetzgeber geforderten Börsenzulassung,
- die Nichteinhaltung der Fremdkapitalquote und somit Unterschreitung der geforderten Eigenkapitalquote,
- die ungenügend hohe vorgeschriebene Ausschüttung an die Anteilseigner,
- die zu geringe Summe der immobilienpezifischen Aktiva oder
- übersteigende Erträge aus Nebentätigkeiten und somit fehlende Erträge aus der Vermietung, Verpachtung oder dem Verkauf von Bestandsimmobilien.¹⁸⁸

Manche Gesetzgebungen sehen nach Verlust der Steuerbefreiung zusätzliche „Strafjahre“ vor, in denen die Steuerbefreiung nicht wieder erlangt werden kann.

Aus diesen für die steuerliche Transparenz heraus geltenden Bedingungen ergeben sich daher REIT-spezifische Risikofaktoren. Aufgrund der typischerweise hohen Ausschüttungsquote eines REITs besteht ein hohes Risiko eines Liquiditätsengpasses. Da

¹⁸⁷ Vgl. Wellner, K. (2003), S. 22.

¹⁸⁸ Vgl. Hutter, S. (2008), S. 292.

die Thesaurierung von Gewinnen zur Überbrückung von Engpässen nicht herangezogen werden darf, muss sich ein REIT anderer externer Mitteln zur Beschaffung von Liquidität bedienen. Wären Verkäufe von Bestandsimmobilien eine naheliegende Möglichkeit dafür, sind sie selten in der Praxis effizient einzusetzen.

Ein Verkauf einer Immobilie ist immer mit hohen Transaktionskosten verbunden, wie schon eingangs beschrieben. Unter Zeitdruck erhöht sich zudem das Risiko von Abschlägen bei einem Verkauf und eignet sich daher nicht zur kurzfristigen Liquiditätsbeschaffung.¹⁸⁹ Wird im Zuge des Cash Managements die Form der Kreditaufnahme gewählt, muss zugleich die gesetzliche Vorgabe der Mindesteigenkapitalquote eingehalten werden. Somit ist ein REIT dem ständigen Risiko des erschwerten Liquiditätsmanagements ausgesetzt, indem durchaus auch ineffiziente Entscheidungen getroffen werden müssen, die seine Wettbewerbsfähigkeit anderen Immobilienanlagen gegenüber einschränken.

Spielt die Einhaltung der maximalen Fremdkapitalquote bei der Überbrückung von Liquiditätsengpässen schon eine große Rolle, wird ihr bei der Finanzierung des Wachstums eines REITs eine noch größere Bedeutung beigemessen. Wie bereits erwähnt, ist der REIT hauptsächlich von externen Wachstumsfinanzierungen abhängig. Bei erhöhtem Kapitalbedarf für etwaige Projektentwicklungen und/oder Immobilienkäufe kann das Wachstum nur durch eine Kapitalerhöhung vom externen Kapitalmarkt finanziert werden. Der Risikofaktor der jeweilig vorherrschenden Marktlage und der damit verbundenen Platzierung der Anteile schränkt den REIT wiederum in seiner Wettbewerbsfähigkeit anderen Anlageformen gegenüber ein. Die Abhängigkeit durch die Beschränkung auf den externen Finanzierungsmarkt kann beispielsweise die Reaktionsfähigkeit bei sogenannten „Schnäppchenkäufen“ massiv behindern.¹⁹⁰

In Verbindung mit einer Kapitalerhöhung ergibt sich darüber hinaus jedoch ein weiteres Risiko für die bestehenden Anteilseigner. Nimmt ein Gesellschafter an einer Kapitalerhöhung nicht teil, birgt dies ein bestimmtes Verwässerungsrisiko seiner Beteiligung in sich.¹⁹¹ In manchen Fällen wird gleichzeitig die Attraktivität einer

¹⁸⁹ Vgl. Hutter, S. (2008), S. 293.

¹⁹⁰ Vgl. ebenda, S. 294.

¹⁹¹ Vgl. Hutter, S. (2008), S. 294.

Kapitalerhöhung für Anteilseigner insofern geschmälert, als dass eine quasi Thesaurierung der Gewinne nicht steuerlich abzugsfähig ist. Wird der ausgeschüttete Gewinn voll auf Ebene der Gesellschafter versteuert, ist die Wiedereinbringung im Zuge der Teilnahme an einer Kapitalerhöhung in vielen Ländern steuerlich nicht abzugsfähig.¹⁹²

¹⁹² Vgl. ebenda.

3. Abgrenzung von REITs zu anderen Anlageformen

Um die Fragestellung der Einordnung von REITs in den österreichischen Kapitalmarkt systematisch zu untersuchen, werden aufbauend auf den bisher skizzierten Charakteristika REITs mit anderen bereits bestehenden und am Kapitalmarkt etablierten Immobilienanlageformen verglichen. Diese Anlageformen umfassen den offenen Immobilienfonds, den geschlossenen Immobilienfonds und Immobilienaktien. Um zu Beginn mit einem gemeinsamen Merkmal zu beginnen, sind bei allen Anlagen mehrere Investoren miteinander an Immobilien beteiligt, die von qualifizierten und erfahrenen Fachleuten treuhänderisch verwaltet werden.¹⁹³

Da der österreichische Kapitalmarkt den REIT bislang noch nicht in das Anlagespektrum aufgenommen hat, wird im Rahmen dieses Kapitels der deutsche Immobilienkapitalmarkt zum Vergleich herangezogen. Es werden zunächst die jeweiligen Charakteristika der einzelnen Immobilieninvestments aufgezeigt. Im Anschluss daran wird die Gegenüberstellung zum REIT dargestellt.

3.1. Offene Immobilienfonds

3.1.1. Historie des offenen Immobilienfonds in Deutschland

Der offene Immobilienfonds wurde 1938 erstmals in der Schweiz eingeführt.¹⁹⁴ Seine Wurzeln findet der offene Immobilienfonds im Gesetz der Kapitalanlagegesellschaften von 1957 und mit einer auf Immobilien spezialisierten Novelle in den 1970er Jahren. In jüngster Vergangenheit wurde das Fundament des Fonds auf das 2004 eingeführte Investmentgesetz verlegt.¹⁹⁵ Mittlerweile zählt er in Deutschland zu den populärsten indirekten Immobilienanlagen und ist seit über 50 Jahren Teil des deutschen Kapitalmarktes.¹⁹⁶ Die Idee zum offenen Immobilienfonds entstand in einer Zeit, in der die breite Bevölkerungsschicht in Deutschland Aktien nicht als Teil ihrer privaten

¹⁹³ Vgl. Fink, A. (2006), S. 119.

¹⁹⁴ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 31.

¹⁹⁵ Vgl. Bals, W. (2007), S. 447.

¹⁹⁶ Vgl. Billand, F. (2005), S. 39.

Vermögensbildung ansahen.¹⁹⁷ Um aber genau jenen auch dieselben Chancen wie großen Investoren zu bieten, führte man die Möglichkeit einer Art Sammelbecken einer unbegrenzten Anzahl von Anteilseignern ein, um diese Gelder in ein breit gestreutes Immobilienvermögen anzulegen. Kleinanleger sollten dabei keinen unmittelbaren Einfluss auf den Immobilienbestand des Fonds ausüben können, sondern der Fonds sollte nach Objektarten und Regionen diversifiziert sein und von einem professionellen Management verwaltet werden.¹⁹⁸ Da der Privatanleger keinen Einfluss auf das Management und dessen Anlagepolitik ausüben kann, gibt es zum Schutz des Anlegers mehrfache Überwachungs- und Kontrollfunktionen¹⁹⁹.

Das Investment-Gesetz bildet die Rechtsgrundlage für alle in Deutschland zugelassenen Investmentgesellschaften und gibt den Rahmen zu Regelungen von Investitions- und Finanzierungsrisiken, zur Kontrolle des Managements und der Transparenz des Fonds vor.²⁰⁰ Weitere Kontrollmechanismen sind auch durch die staatliche Bankenaufsicht gegeben, die Investmentgesellschaften als Spezialkreditinstitute einstuft und infolgedessen Funktionsweisen regulieren kann.²⁰¹

Um zudem diese Anlageform attraktiver zu gestalten, wurde die Besteuerung jener einer direkten Immobilienanlage gleich gestellt. Somit erfolgt die Besteuerung nicht auf der Ebene des Fonds, sondern im Sinne der steuerlichen Transparenz auf der Ebene der Anleger.

Wie in Abbildung 52 ersichtlich ist, stellten sich die Absatzerfolge nicht von Beginn an so dar, wie es sich der Gesetzgeber erwartet hatte. Erst in den 1990er Jahren konnte die Aufmerksamkeit der Anleger gesteigert werden und offene Immobilienfonds verzeichneten große Wertsteigerungen. Per Ende Juni 2009 waren 46 offene Immobilienfonds am deutschen Kapitalmarkt vertreten.²⁰²

¹⁹⁷ Vgl. Bals, W. (2007), S. 446.

¹⁹⁸ Vgl. Billand, F. (2005), S. 39.

¹⁹⁹ Vgl. ebenda, S. 42.

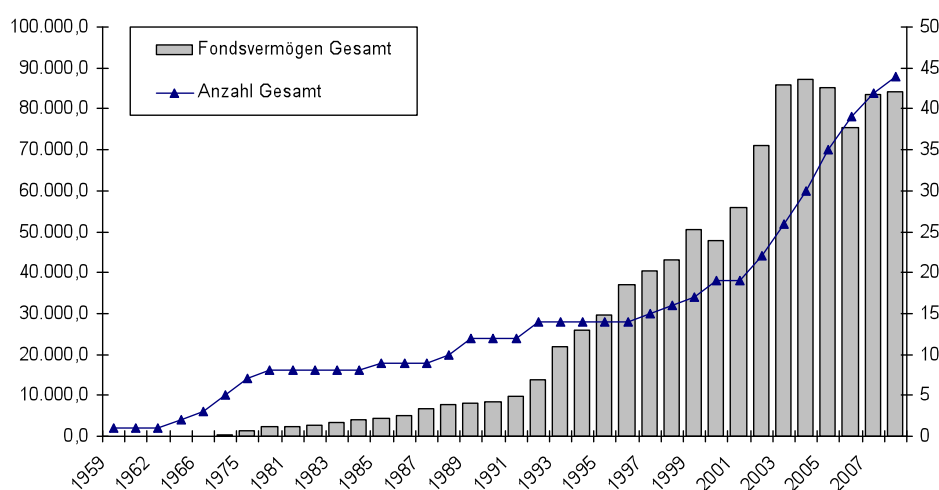
²⁰⁰ Vgl. Bals, W. (2007), S. 450.

²⁰¹ Vgl. ebenda, S. 451.

²⁰² Vgl. BVI (2009b), S. 2.

Bisher haben unter anderen auch Österreich, Spanien und Frankreich den offenen Immobilienfonds am jeweiligen Finanzplatz eingeführt. In Frankreich gibt es diese Anlageform seit 2006 und nennt sich „Organismes de placement collectif dans l’immobilier“ (OPCI).²⁰³ Die Entwicklung des österreichischen offenen Immobilienfonds wird nachfolgend im Kapitel 3.1.4. noch näher betrachtet. Dass es jedoch nicht überall gleiche gesetzliche Grundlagen für den offenen Immobilienfonds gibt, liegt an der heterogenen Risikobereitschaft der Investoren, oder auch am Bestehen von konservativen, risikoarmen Pensionfonds, die als Ersatz für diese Risikogruppe gesehen werden, oder auch in der Befürchtung einer naturgemäßen Fristenkongruenz eines offenen Immobilienfonds.²⁰⁴

Abbildung 52: Entwicklung der Anzahl und des Fondsvermögens offener Immobilienfonds in Deutschland von 1959-2008, in Mio. EUR



Quelle: BVI (2009g), S. 88.

3.1.2. Wesentliche Merkmale offener Immobilienfonds

Es werden zunächst die wesentlichen Charakteristika des offenen Immobilienfonds dargestellt. Im Zentrum steht natürlich immer das grundsätzliche Risiko einer liquiden Anlageform mit illiquiden Assets dahinter. Insofern werden die Losgrößen-, Liquiditäts-

²⁰³ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 31.

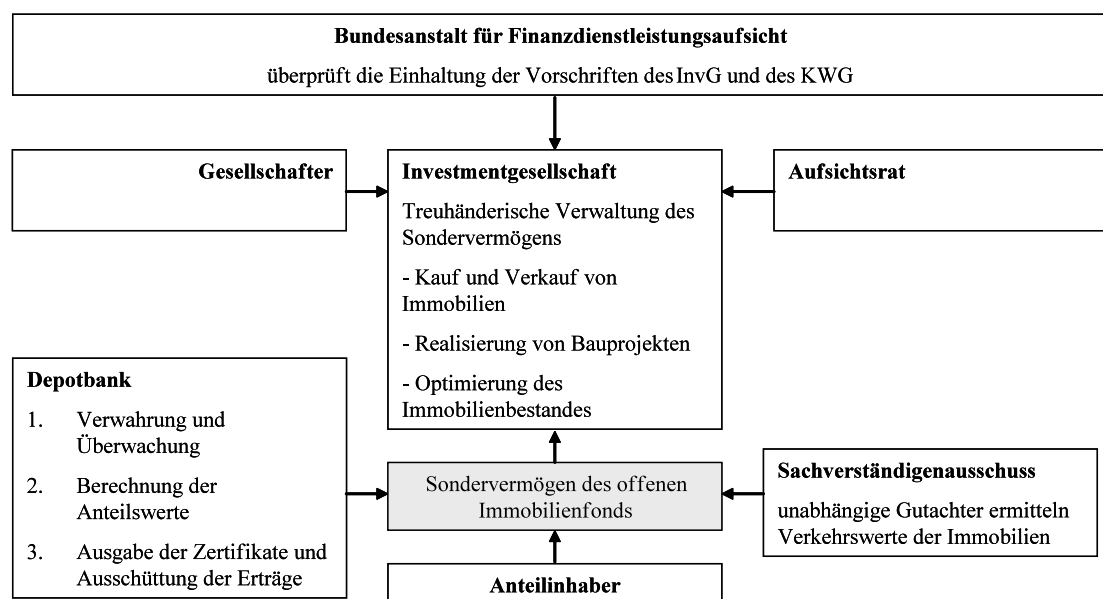
²⁰⁴ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 344.

und Risikotransformation für den Anleger beleuchtet, der rechtliche Rahmen, die Ausschüttung und deren Besteuerung und letztlich das sich dadurch zusammengesetzte eigene Risiko-Rendite-Profil.

3.1.2.1. Rechtlicher Rahmen

Bei offenen Immobilienfonds handelt es sich schon aus der Geschichte heraus um Kapitalanlagegesellschaften (KAGs), die das Fondsvermögen als reine Managementgesellschaften im Rahmen eines Sondervermögens betreuen und verwalten.²⁰⁵ Diese Verwaltungsfunktion bezieht sich ausschließlich auf das Fondsvermögen und nicht auf die Bewirtschaftung der gehaltenen Immobilien.²⁰⁶ Das Sondervermögen ist von der Vermögensmasse der KAG getrennt zu halten, ist selbst nichts rechtsfähig und wird über ein Treuhandverhältnis gelenkt.²⁰⁷

Abbildung 53: Wesentliche Bestandteile der investmentrechtlichen Struktur eines offenen Immobilienfonds



Quelle: Huesmann, M. (2005), S. 19.

Um allen Kommunikations- und Publikationspflichten gerecht zu werden, muss ein offener Immobilienfonds seine Portfoliostrategie, seine Geschäfts- und Anlagepolitik in

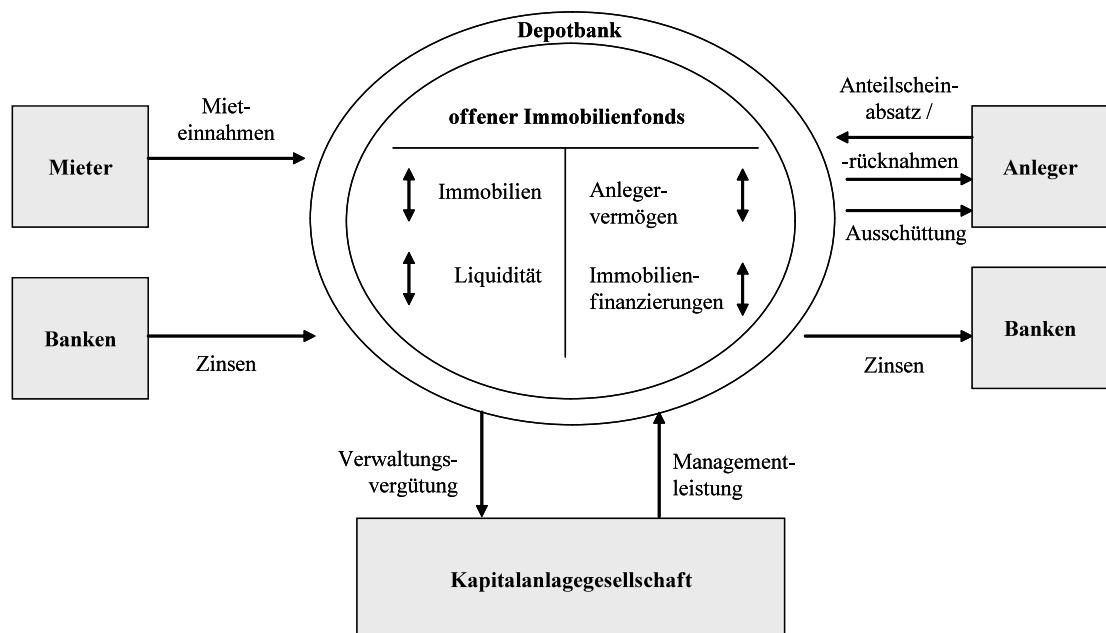
²⁰⁵ Vgl. Billand, F. (2005), S. 42.

²⁰⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 29.

²⁰⁷ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 20.

Bezug auf das zu haltende variable Eigenkapital zur Ausgabe und Rücknahme von Anteilen und sein Bewertungsverfahren für Bestandsimmobilien vom Gesetzgeber genehmigen lassen. Zusätzlich wird der KAG eine weitere Prüfungsinstanz zur Seite gestellt. Eine Depotbank kontrolliert zum Schutz der Anlegerinteressen, ob das Management die rechtlichen Rahmenbedingungen im Zuge von Transaktionen, beispielsweise bei Veräußerungen oder Belastungen am Grundstück, einhält. Um diese Kontrollfunktion sicherzustellen, wird jede Liegenschaft im Grundbuch mit einem Sperrvermerk zugunsten der Depotbank versehen.²⁰⁸ Die jeweiligen An- und Verkäufe werden von der Depotbank jedoch nicht auf ihre wirtschaftliche Sinnhaftigkeit überprüft, sondern auf die Einhaltung der Fondsbestimmungen.²⁰⁹ Eine weitere Aufgabe kommt der Depotbank noch mit der täglichen Berechnung des Nettofondsvermögens und der Anzahl der ausgegebenen Anteile und dementsprechend der Ausgabe- und Rücknahmepreise pro Anteil hinzu.²¹⁰

Abbildung 54: Die Rolle der Depotbank bei offenen Immobilienfonds



Quelle: Bals, W. (2007), S. 458.

²⁰⁸ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 770.

²⁰⁹ Vgl. Bals, W. (2007), S. 452.

²¹⁰ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 33.

Das Investmentgesetz gibt vor, dass sich der Wert eines einzelnen Anteiles am Fonds aus dem Wert des Sondervermögens dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Anteilsscheine errechnet.²¹¹ Um an den Wert des Sondervermögens zu gelangen, ist die Summe der einzelnen Vermögensgegenstände mit der Summe der einzelnen Verbindlichkeiten gegen zurechnen.²¹² Die Steigerung eines Anteiles kann z.B. aus der Steigerung des Cash Flows resultieren, der durch Nettomieteinnahmen erhöht wird. Die Steigerung kann jedoch auch durch unregelmäßig hohe Aufwendungen geschmälert werden, z.B. durch die Durchführung einer Wartungs- bzw. Instandhaltungsmaßnahme. Sollten die Aufwendungen die Einnahmen an bestimmten Tagen nicht überschreiten, kann dies den Wert des Anteiles mindern.²¹³

Eine ganz besondere Rolle im Zuge der Bestimmung des Sondervermögens nimmt der Sachverständigenausschuss des offenen Immobilienfonds ein (siehe auch Abbildung 53). Er besteht aus mindestens drei fachlich qualifizierten Personen, die unmittelbaren Einfluss auf jeden An- und Verkauf nehmen und die Bewertung der Bestandsimmobilien einmal pro Jahr vornehmen. Ein geplanter Investmentprozess kann nur unter den Bedingungen stattfinden, wenn der angesetzte Wert des Sachverständigenausschusses nicht über dem Verkaufswert bzw. unter dem Kaufpreis liegt.²¹⁴ Diese mächtige Stellung des Sachverständigenausschusses kann durchaus auch zu drastischen Maßnahmen des offenen Immobilienfonds führen, wie folgendes Beispiel zeigt:

„Ab dem 13. Juli 2009 wird der Offene Immobilienfonds Morgan Stanley P2 Value vorübergehend keine Fondsanteile mehr an Anleger ausgeben. Die Aussetzung der Ausgabe erfolgt, da erste Ergebnisse der Neubewertung durch unabhängige Sachverständige auf signifikante Abwertungen hinweisen. Mit dieser Maßnahme soll sichergestellt werden, dass sich die neuen Anleger vor einer Kaufentscheidung eingehend über die Situation informieren können.“²¹⁵

²¹¹ Vgl. Bals, W. (2007), S. 452.

²¹² Vgl. ebenda.

²¹³ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 344.

²¹⁴ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 23.

²¹⁵ Vgl. BVI (2009i).

Laut dem deutschen Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V. bestand der Berufsverband im Jahr 2009 aus insgesamt 103 Mitgliedern mit 250 qualifizierten Mitarbeitern.²¹⁶ Das Durchschnittsalter der Mitarbeiter beträgt 46 Jahre und soll die Erfahrung und Qualifikation der Sachverständigen unterstreichen. Das Bewertungsvolumen des Berufsverbandes umfasst jährlich Immobilien mit mehr als EUR 250 Mrd., davon entfallen ca. EUR 90 Mrd. auf offene Immobilienfonds. Der Großteil der Bewertungen betrifft Gewerbeimmobilien mit ca. 90% des Bewertungsvolumens.²¹⁷

3.1.2.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

Im Zuge der Anlage in einen offenen Immobilienfonds wird dem Investor eine Losgrößentransformation geboten. Mit geringem Kapitaleinsatz kann mit Hilfe der Kapitalsammelstelle in Immobilieneigentum investiert werden. Kennzeichnend für den Fonds sind eine variable Anzahl an Anlegern und das auch damit verbundene, sich ständig verändernde Kapital des Fonds.

Eine wesentliche Thematik ist auch die Liquiditätstransformation, die der Kunde im Gegensatz zu einem direkten Immobilieninvestment erfährt. Wie eingangs erwähnt, beinhaltet der offene Immobilienfonds das natürliche Risiko eines illiquiden Assets, das in eine liquide Anlage verwandelt werden soll. Der Gesetzgeber hatte somit bei Einführung der Anlagemöglichkeit das Ziel, dass jeder Anleger seine Anteile ohne Kündigungsfrist jeden Tag zurückgeben kann.²¹⁸ Diese sehr liquide Ausgestaltung der illiquiden Veranlagung stellt zwar ein Risiko dar, kann jedoch durch adäquates Management ausgeglichen werden. Das Management des Fonds steht dadurch unter besonderen Herausforderungen. Bei jedem Ankauf eines Objektes muss gleichzeitig bereits an den Verkauf gedacht werden.²¹⁹ Der Zeitraum zwischen Kauf und Verkauf muss jedoch lange genug gestaltet werden, um die Amortisation der anfänglichen Transaktionskosten im Zuge von Wertsteigerungen der Immobilie oder Mieteinnahmen überhaupt möglich zu machen.²²⁰ Hervorgerufen durch die Struktur des offenen Immobilienfonds geht das Management bewusst eine gewisse systembedingte

²¹⁶ Vgl. Ditt, U. (2009), S.14.

²¹⁷ Vgl. ebenda.

²¹⁸ Vgl. Billand, F. (2005), S. 41.

²¹⁹ Vgl. ebenda.

²²⁰ Vgl. Bals, W. (2007), S. 457.

Fristenkongruenz ein, da die Bilanz des Fonds auf der Aktivseite eine langfristige Mittelbindung in Immobilien verzeichnet und auf der Passivseite einen flexiblen kurzfristigen Eigenkapitalanteil braucht, um die Anteilscheinrückgaben der Anleger jederzeit finanzieren zu können.²²¹

Um Liquiditätsengpässen vorzubeugen, muss der Fonds einerseits die Liquiditätsvorschriften des Investmentgesetzes beachten, die eine Anlage in geldnahe Investments zwischen mind. 5% und max. 49% vorsehen und andererseits durch weitsichtiges Portfoliomanagement kombiniert mit einer vorsorglichen Vertriebssteuerung. Gemäß den gesetzlichen Vorgaben dürfen aber schon jene Mittel nicht in diese Liquiditätsreserve hinein gerechnet werden, deren Abfluss in Kürze zu erwarten ist.²²² Wenn die Untergrenze von 5% an liquiden Mitteln unterschritten wird, muss der Fonds geschlossen werden, bis wieder sichergestellt werden kann, dass Anleger ihre Anteile jederzeit zurückgeben können.²²³

Immobilienperformance

Grundsätzlich kommt die Performance eines offenen Immobilienfonds der Performance einer Direktinvestition in Immobilien sehr nahe. Unter Berücksichtigung der Ausschöpfung der Obergrenze von 49% immobilienfremder Anlagen und einer Ausschöpfung eines maximalen Fremdkapitalanteiles von 50%, rückt jedoch eine reine Abbildung der Immobilienrendite im Sinne einer Diversifizierung des Portfolios eines Anlegers ein wenig in den Hintergrund. Im Allgemeinen bewegen sich die Liquiditätsvorsorgen für das variable Eigenkapital eines deutschen offenen Immobilienfonds zwischen 10% und 30%, wodurch der Anleger eine entweder stärkere oder schwächere Mischung aus Immobilien- und Liquiditätsperformance erhält.²²⁴ Die Anlagemöglichkeiten für den Teil der Liquiditätssteuerung umfassen auch sogar Anlagen in REITs. Mit dieser Besonderheit können offene Immobilienfonds zur Steuerung der Liquidität auch in die äußerst liquide Form der REITs investieren und somit die

²²¹ Vgl. ebenda.

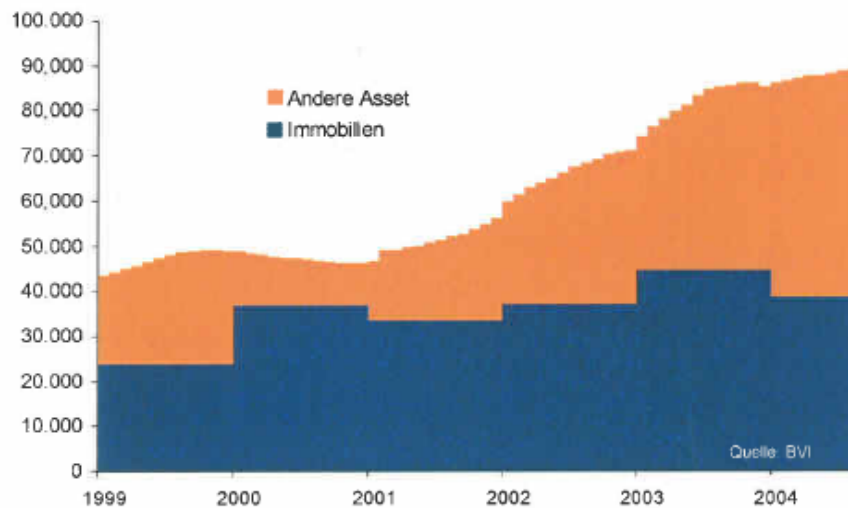
²²² Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 21.

²²³ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 30.

²²⁴ Vgl. ebenda, S. 458.

Abbildung einer Immobilienperformance im Gesamten erhöhen. Im Fall von großen Mittelabflüssen können Anteile an einem REIT jederzeit kurzfristig liquidiert werden.²²⁵

Abbildung 55: Zusammensetzung des Fondsvolumens deutscher offener Immobilienfonds, beispielhaft anhand der Jahre 1999-2004, in Mio. EUR



Quelle: Sebastian, S. (2007), S. 9.

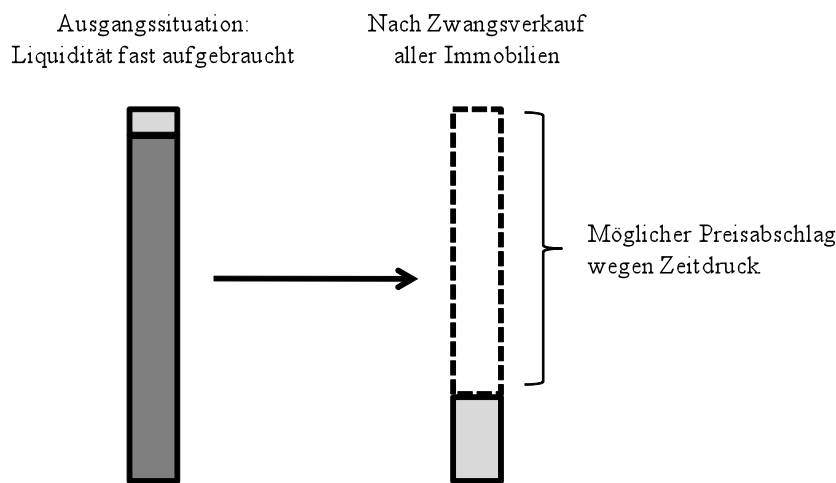
Fonds-Run

Verunsicherungen am Kapitalmarkt können zu einer Abwärtsspirale führen („Fonds-Run“), wenn viele Anleger ihre Anteile gleichzeitig zurückgeben möchten. Der Fonds verfügt dann noch über zwei weitere Möglichkeiten: entweder er gewinnt Liquiditätsspielraum durch die Belehnung seiner im Bestand gehaltenen Immobilien und somit durch Erhöhung seines Fremdkapitalanteiles oder der Fonds wird unfreiwillig dazu gezwungen, Teile seines Immobilienbestandes zu verkaufen, um die Mittelrückflüsse zu kompensieren. Beide Alternativen führen jedoch zu einer schlechteren Performance für die verbleibenden Anleger. Im ersten Fall wird die Rendite durch den gestiegenen Zinsaufwand der erhöhten Kreditaufnahme beeinträchtigt und im zweiten Fall durch die Immobilienverkäufe, die durch den Zeitdruck hohe Abschläge beim Verkaufspreis in Kauf nehmen müssen. Zudem werden dabei häufig auch sogenannte „Filetstücke“ des Immobilienbestandes verkauft, da diese am Markt am schnellsten einen Käufer finden.

²²⁵ Vgl. BVI (2009h), S. 83.

Durch den Wegfall dieser Objekte bzw. der Erhöhung des Fremdkapitalanteiles ist das Portfolio nach einem Fonds-Run nicht mehr so ertragsstark wie zuvor.²²⁶ Dieser Umstand impliziert jedoch die Unzufriedenheit der verbleibenden Anleger und nährt die negative Eigendynamik immer mehr. Die Schlussfolgerung daraus lautet, dass die Rücknahmegarantie der Anteile ein großes Risiko für den Fonds und in Folge auch für den Anleger darstellt.

Abbildung 56: Entwicklung des Fondsvermögens im Falle eines „Fonds-Run“



Quelle: Sebastian, S. (2007), S. 12.

In Anbetracht der Vermeidung eines solchen „Fonds-Runs“ und der immer kürzer werdender Zyklen von Nettomittelzu- und -abflüssen können offene Immobilienfonds die Liquiditätstransformation auch einschränken. Im Sinne der Sicherstellung der laufenden Bewirtschaftung der im Fonds gehaltenen Immobilien, sind neben der Liquidität zur Anteilsscheinrückgabe insbesondere Mittel zur Fortführung der laufenden Geschäfte einzuplanen. Diese Liquiditätssteuerung berücksichtigt hauptsächlich Mittel für Zinstilgungen, Kreditrückführungen, für bestehende Bau- oder Kaufverpflichtungen und für Mittel zur Instandhaltung der Objekte.²²⁷

Eine Variante die Liquiditätstransformation für den Anleger einzuschränken, um ausreichend Zeit für die Rücknahme von Anteilen zu gewinnen, ist die Einführung von festen Kündigungszeiten.

²²⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 31.

²²⁷ Vgl. BVI (2009g).

Ein anderer Zugang könnten auch flexible Kündigungszeiten sein, die dem Fonds die Möglichkeit geben innerhalb eines bestimmten Zeitraumes, z.B. von einem oder zwei Jahren, die Rücknahme der Anteile durchzuführen.

Aber auch diese Möglichkeiten birgen gewisse Gefahren in sich. Das Fondsmanagement gewinnt zwar Zeit, um Immobilien besser am Markt platzieren zu können, jedoch verliert es durch diesen Schritt vielleicht das vorhandene Vertrauen der verbliebenen Anleger. Es ist des Weiteren auch fraglich, ob die gewonnene Zeit wirklich im Sinne der Steigerung von Verkaufspreisen genutzt werden kann, da anderen Marktteilnehmern die Situation des Fonds bewusst ist und womöglich die Zweijahresfrist abgewartet wird, um dann die mit dem Zeitdruck einhergehenden Wertkorrekturen zu nutzen.

Reicht die angesetzte Frist nicht aus, um die liquiden Mittel des Fonds zu erhöhen, kann nach dieser Frist der Bekehrungswert der einzelnen Objekte auf bis zu 100% angehoben werden.²²⁸ Liegenschaften können dann sogar weit unter ihrem Verkehrswert verkauft werden. Durch den damit einher gehenden Vertrauensverlust der Anleger und einer gewissen Abwärtsspirale muss im Extremfall die Auflösung des Fonds in Betracht gezogen werden. Diese genannten Regelungen der Fristverlängerung oder Fremdkapitalmaximierung sollten zwar nur die Ausnahme darstellen und lediglich eine gewisse Handlungsfähigkeit während einer nötigen Schließung sicherstellen, jedoch mussten sie in Deutschland im Jahr 2005 bereits in der Praxis angewendet werden.²²⁹

Zudem kam es Ende des Jahres 2008 bei 11 von 46 offenen Immobilienfonds in Deutschland zu einer Aussetzung der Anteilsscheinrücknahme.²³⁰ Ausgelöst durch die sich 2008 abzeichnende Wirtschaftskrise, mussten sich offene Immobilienfonds geballten Rücknahmewünschen, insbesondere von institutionellen Investoren, die ihrerseits selbst Mittelabflüsse decken mussten, stellen.²³¹ Das Jahr 2009 stand somit für viele der Fonds in Deutschland im Zeichen der Umstrukturierung von Finanzierungen und von versuchten Immobilienverkäufen:

²²⁸ Vgl. Bals, W. (2007), S. 459.

²²⁹ Vgl. ebenda.

²³⁰ Vgl. BVI (2009f).

²³¹ Vgl. ebenda.

„21. Januar 2009 – Die Kapitalanlagegesellschaft TMW Pramerica Property Investment GmbH verlängert die Aussetzung der Rücknahme von Anteilen des TMW Immobilien Weltfonds zunächst um bis zu neun Monate, [...]“²³²

„22. Januar 2009 – AXA Investment Managers Deutschland GmbH wird nach Ablauf der ersten Phase von drei Monaten die Aussetzung der Anteilsscheinrücknahme des AXA Immoselect zum Schutz der investierten Anleger weiterhin beibehalten. [...] Der Zeitrahmen beträgt dafür weitere neun Monate.“²³³

„22. Januar 2009 – Der Offene Immobilienfonds SEB ImmoInvest verlängert die Aussetzung der Rücknahme von Anteilsscheinen.“²³⁴ (siehe Abbildung 57)

„24. April 2009 – Die UBS Real Estate KAG hatte Ende Oktober 2008 die Rücknahme der Anteilscheine für ihre beiden deutschen Immobilienfonds UBS (D) Euroinvest Immobilien und UBS (D) 3 Kontinente Immobilien für sechs Monate ausgesetzt. [...] die Aussetzung der Rücknahme der Anteilscheine wird zunächst für einen Zeitraum von längstens weiteren sechs Monaten verlängert.“²³⁵

„17. November 2009 - DEGI International und DEGI Europa [...] haben mit sofortiger Wirkung die Rücknahme und Ausgabe der Anteilscheine [...] ausgesetzt. [...] Von Juni 2009 bis September 2009 musste der Fonds Nettomittelrückflüsse in Höhe von insgesamt 250 Millionen Euro hinnehmen.“²³⁶

²³² Vgl. Pramerica Real Estate Investors (Deutschland) GmbH (2009).

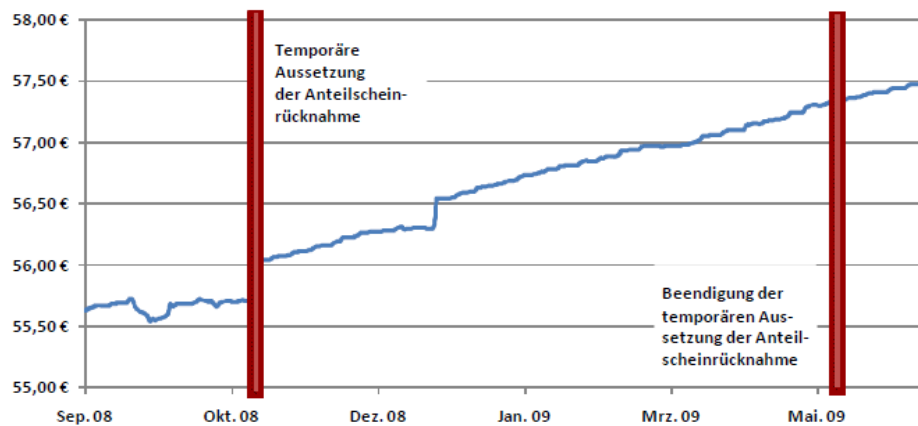
²³³ Vgl. AXA Investment Managers Deutschland (2009).

²³⁴ Vgl. SEB Asset Management AG (2009).

²³⁵ Vgl. UBS (2009).

²³⁶ Vgl. Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH (2009).

Abbildung 57: Wertentwicklung der SEB ImmoInvest während der temporären Aussetzung der Anteilsrücknahme, in EUR



Quelle: Johanning, L. (2009), S. 17.

Herauszuheben ist jedoch, dass, laut einer Studie der WHU-Otto Beisheim School of Management, die Performance von offenen Immobilienfonds, die die Rücknahme der Anteile aussetzen, sowohl 12 Monate vor der Aussetzung, als auch während und nach der Aussetzung der Anteilsrücknahme großteils positiv gewesen ist.²³⁷ Insofern ist festzustellen, dass der Wert des Immobilienvermögens durchaus bestehen bleibt und nur die Liquiditätstransformation in dieser Zeit eingeschränkt ist.

Aufgrund von Immobilienverkäufen kann es natürlich auch zu Änderungen in der Portfolioausrichtung des Fonds kommen. Deshalb fällt die Aussetzung der Rücknahme der Anteile oft auf die Aussetzung der Ausgabe von Anteilen, da eine eventuelle Änderung der Strategie und Ausrichtung für neue Anleger erst wieder transparent dargelegt werden muss.

Ein weiterer Aspekt zur Vermeidung von Liquiditätsengpässen ist auf Seiten der Anteilseigner Klumpenrisiken zu vermeiden. Der offene Immobilienfonds sollte daher zusätzlich auch eine breite Streuung der Anleger verfolgen. Zu große Einzelinvestoren würden die Gefahr der Handlungsunfähigkeit bei Rückgabe der Anteile nur noch verschärfen.²³⁸ Bei institutionellen Investoren empfiehlt sich daher auch die Ausgestaltung eines Spezialfonds, der individuell auf den Investor zugeschnitten ist

²³⁷ Vgl. Johanning, L. (2009), S. 19.

²³⁸ Vgl. Johanning, L. (2009), S. 19.

(siehe dazu Kapitel 3.1.2.7.). In dieser Weise wird der typische Privatkleinanleger weiterhin geschützt und der institutionelle Investor von dieser Investitionsmöglichkeit nicht ausgegrenzt.²³⁹ Kombiniert man die breite Streuung mit bestimmten Kündigungsfristen, kann beispielsweise für jene Anteilseigner, die Anteile über EUR 1 Mio. zurückgeben möchten, eine Kündigungsfrist von 12 Monaten festgesetzt werden.²⁴⁰

Transaktionskostengerechtigkeit

Grundsätzlich sollte jedoch ein offener Immobilienfonds auch seitens des Anlegers als langfristiges Investment gesehen werden. Im Hinblick auf die Preisdimension der Liquidität werden im Besonderen auch anteilige Transaktionskosten vom Anteilseigner getragen.

Diese Kosten betreffen den Ausgabeaufschlag beim Kauf, der beispielsweise zwischen 5% und 5,5% liegen kann und den Abschlag im Zuge der Rückgabe der Anteile. Das Ziel dieser Kosten ist es, eine gewisse Transaktionskostengerechtigkeit unter den Anlegern zu schaffen, wo jeder Anleger die Kosten trägt, die er verursacht (siehe Abbildung 58) und gleichzeitig dazu motiviert wird, die Anteile durch die Amortisation der „Eintrittsgebühr“ über mehrere Jahre zu halten. Unabhängig von diesen Kosten wird der Verwaltungsaufwand der Kapitalanlagegesellschaft mit einer jährlichen Gebühr vergütet, gleichgültig ob die Performance des Fondsvermögens positiv oder negativ verlaufen ist.²⁴¹

Zusammenfassend stellen sowohl die anfänglichen als auch die laufenden Kosten eine Art Unterstützung zur langfristigen Anlagestrategie dar und steuern einen wesentlichen Beitrag zur Reduktion der Volatilität des Mittelaufkommens bei.²⁴²

²³⁹ Vgl. BVI (2009f).

²⁴⁰ Vgl. Rosenhain, T. (2006).

²⁴¹ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 29.

²⁴² Vgl. Bals, W. (2007), S. 459.

Abbildung 58: Transaktionskostengerechtigkeit des offenen Immobilienfonds

Anteiliges Fondsvermögen
./. anteilige Schulden des Fonds
= anteiliger Inventarwert
./. verursachte anteilige (explizite) Transaktionskosten durch den Immobilienverkauf (Rückfluss ins Fondsvermögen)
./. Kosten aus der Transaktion des Anteilsscheins (Deckung der Vertriebs- und Verwaltungskosten)
= Rücknahmepreis des Anteils

Quelle: Sebastian, S. (2007).

3.1.2.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

Um den Schutz der Privatanleger zu gewährleisten, setzt der Gesetzgeber zusätzlich Anlagengrenzen an, die zur Vermeidung von weiteren Klumpenrisiken beachtet werden müssen. Der Grundsatz der Risikostreuung gilt in allen Bereichen des offenen Immobilienfonds und unterstreicht somit auch das Ziel eines breit diversifizierten Immobilienportfolios.²⁴³ Neben der Einbeziehung verschiedener Standorte gelten darüber hinaus weitere Anlagengrenzen für das Grundstückssondervermögen:

- kein Einzelobjekt darf mehr als 15% des Fondsvermögens überschreiten,²⁴⁴
- Projektentwicklungen dürfen 20% des Fondsvermögens nicht übertreffen,²⁴⁵
- der Anteil an Liegenschaften in jenen Ländern mit Fremdwährung, die nicht durch Devisengeschäfte abgesichert ist, darf maximal 30% betragen,²⁴⁶
- jegliche Beteiligung an Immobiliengesellschaften ist mit 20% maximiert, mit der Ausnahme, dass bei Kapitalmehrheit die Beteiligungen bis zu 49% des Fondsvermögens möglich sind,²⁴⁷
- der Gesamtwert der Objekte, die einzeln mehr als 10% des Fondsvermögens darstellen, nicht über die Hälfte des Grundstückssondervermögens reichen darf.²⁴⁸

²⁴³ Vgl. Billand, F. (2005), S. 43.

²⁴⁴ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 32.

²⁴⁵ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 770.

²⁴⁶ Vgl. Billand, F. (2005), S. 44.

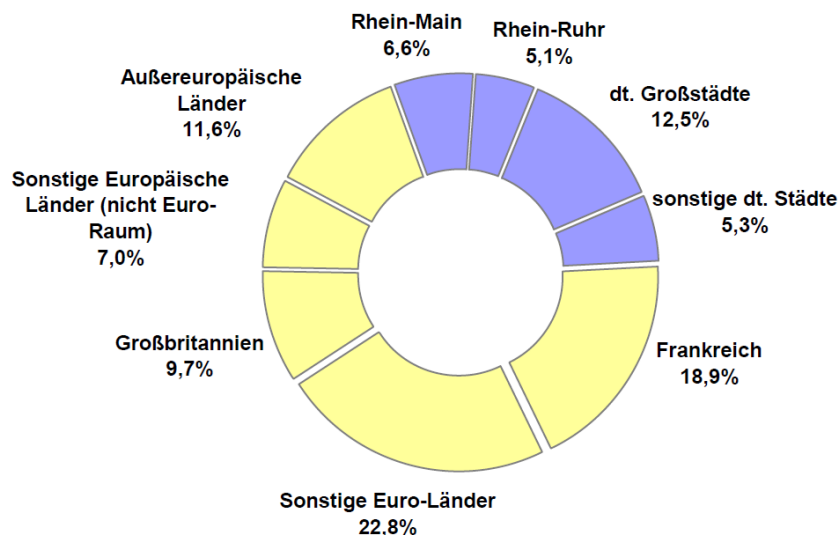
²⁴⁷ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 32.

Während der ersten vier Jahre nach Fondsgründung gelten diese Bestimmungen jedoch noch nicht, da der Fonds die Regeln in diesem Zeitraum nicht einhalten könnte, vor allem im Bezug auf die Begrenzung der Investitionen in Grundstücke im Bebauungszustand.²⁴⁹

Aktuelle Portfoliostruktur deutscher offener Immobilienfonds

Hinsichtlich einer regionalen Streuung sind deutsche offene Immobilienfonds per Ende September 2009 weniger als ein Drittel in Deutschland investiert, zu fast 60% im europäischen Ausland und zum geringsten Teil im außereuropäischen Ausland.

Abbildung 59: Geografische Verteilung offener Immobilienfonds in Deutschland per 30. September 2009



Quelle: BVI (2009c).

Der hohe Anteil an Immobilieninvestitionen im Ausland wurde durch hohe Mittelzuflüsse herbeigeführt, die am deutschen Markt mit den geforderten Renditeansprüchen des Fondsmanagements nicht platzierbar waren.²⁵⁰

Im Bezug auf das Alter der Immobilien deutscher offener Immobilienfonds werden zu 34,3% Objekte, deren Errichtung nicht länger als fünf Jahre zurückliegt, umfasst. Weitere

²⁴⁸ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 21.

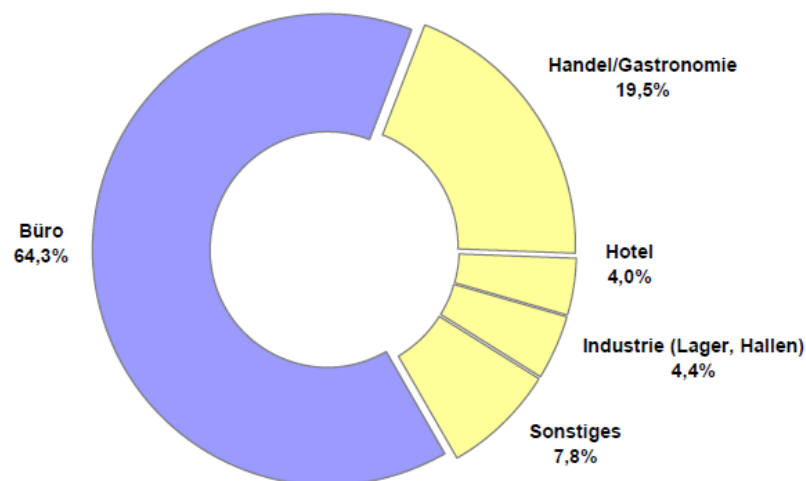
²⁴⁹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 770.

²⁵⁰ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 25.

29,5% des Immobilienbestandes sind nicht älter als zehn Jahre. Dies deutet auf einen niedrigen Erhaltungsaufwand aufgrund relativ junger Fondsobjekte hin.²⁵¹

Der Schwerpunkt in der sektorellen Verteilung liegt bereits seit Einführung der offenen Immobilienfonds in Deutschland im Bereich der Büroimmobilien.²⁵² Die Möglichkeit zur langfristigen Vermietung an bonitätsstarke Mieter lässt diese Objektart für offene Immobilienfonds dominieren.²⁵³ Die folgende Abbildung 60 bestätigt per Ende September 2009 den überwiegenden Anteil der Büroimmobilien am gesamten Fondsvermögen, gefolgt von Einzelhandelsimmobilien, hier insbesondere Shopping Center, Logistik- und Hotelimmobilien.

Abbildung 60: Nutzungsarten der Liegenschaften in offenen Immobilienfonds in Deutschland per 30. September 2009



Quelle: BVI (2009c).

Die Gesamtnutzfläche aller Immobilien von deutschen offenen Immobilienfonds beträgt 25,6 Mio. Quadratmeter mit einem Gesamtwert von rund EUR 89,1 Mrd. per Ende September 2009.²⁵⁴

²⁵¹ Vgl. BVI (2009c).

²⁵² Vgl. Huesmann, M. (2005). S. 25

²⁵³ Vgl. Billand, F. (2005), S. 47.

²⁵⁴ Vgl. BVI (2009c).

3.1.2.4. Ausschüttung

Hinsichtlich der Ausschüttung kann zwischen zwei Anteilsklassen von offenen Immobilienfonds unterschieden werden – ausschüttende und thesaurierende Fonds. Ausschüttende Fonds geben die erwirtschaftenden Erträge an die Anteilseigner jedes Jahr weiter. Diese Ausschüttung kann der Investor anschließend nach seinem Wunsch verwenden. Bedingt durch den Abzug der Erträge, verläuft der Kurs eines Anteilsscheines am Ausschüttungstag meist eingeknickt.²⁵⁵ Im Gegensatz zum ausschüttenden Fonds wird die Möglichkeit einer alternativen Verwendung der Erträge dem Anleger bei einem thesaurierenden Fonds nicht gegeben. Die erzielten Mieteinnahmen und Erträge verbleiben im Fondsvermögen und erhöhen die Liquidität für nachfolgende Investitionen, aber auch den Wert jedes einzelnen Anteilsscheines.²⁵⁶ Für den Investor ergibt sich bei Thesaurierung der Erträge ein Zinseszinsseffekt, der beim ausschüttenden Fonds entfällt.

3.1.2.5. Besteuerung

Insgesamt gibt es drei zu unterscheidende Besteuerungsebenen beim offenen Immobilienfonds: die Ebene des Fondsvermögens, die der Kapitalanlagegesellschaft und die der Anteilseigner.²⁵⁷ Im Zuge einer steuerlichen Transparenz beim offenen Immobilienfonds erfolgt die Besteuerung auf der Ebene des Anlegers. Die Kapitalanlagegesellschaft ist in Deutschland im Sinne eines Zweckvermögens körperschafts- und gewerbesteuerbefreit. Somit werden die Erträge, die im Fondsvermögen generiert werden, auf den Anteilseigner herunter gebrochen und dann versteuert.²⁵⁸ Die Doppelbesteuerung der Erträge wird hiermit vermieden. Etwaige andere Steuern, wie Grundsteuer bzw. Grunderwerbssteuer, werden hingegen schon auf Ebene des Fondsvermögens gegen gerechnet.²⁵⁹ Steuerfreie Ausschüttungen resultieren aus Verkäufen von Fondsobjekten, die über eine Spekulationsfrist von 10 Jahren hinaus im Portfolio gehalten wurden.²⁶⁰ Des Weiteren können steuerfreie Anteile aus Gebäudeabschreibungen oder auch aus steuerfreien Einnahmen aus ausländischen Immobilien und deren Veräußerungsgewinnen erwachsen. Der verbleibende

²⁵⁵ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 33.

²⁵⁶ Vgl. ebenda.

²⁵⁷ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 27.

²⁵⁸ Vgl. Billand, F. (2005), S. 44.

²⁵⁹ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 28.

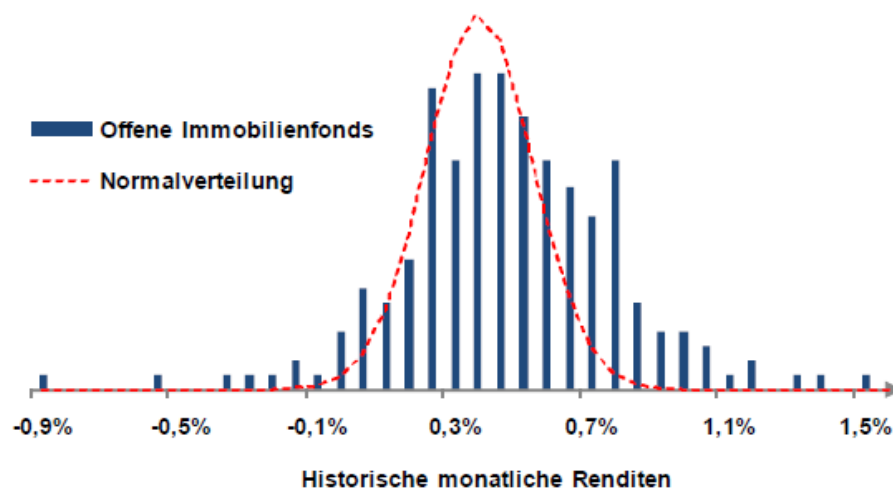
²⁶⁰ Vgl. Billand, F. (2005), S. 44.

steuerpflichtige Anteil wird in Deutschland zu Einkünften aus Kapitalvermögen gezählt.²⁶¹

3.1.2.6. Risiko-Rendite-Profil

Die Wertentwicklung von offenen Immobilienfonds setzt sich aus drei Komponenten zusammen: der jährlichen Ausschüttung bei ausschüttenden Fonds, der Wertentwicklung der Bestandsimmobilien und der Wertentwicklung der geldnahen Veranlagung zum Zweck der Liquiditätsreserve.²⁶² Die Renditen von offenen Immobilienfonds werden durch die Immobilienbewertungen des Sachverständigenausschusses als „geglättet“ angesehen und sind daher nicht normalverteilt (siehe Abbildung 61).²⁶³

Abbildung 61: Renditeverteilung offener Immobilienfonds



Quelle: Johanning, L. (2009), S. 7.

Unter Berücksichtigung der Eintrittsgebühren und der laufenden Kosten des Fonds liegt die Rendite von offenen Immobilienfonds in Deutschland knapp über der Verzinsung von Sparguthaben oder niedrig verzinsten Anleihen (Abbildung 62).²⁶⁴

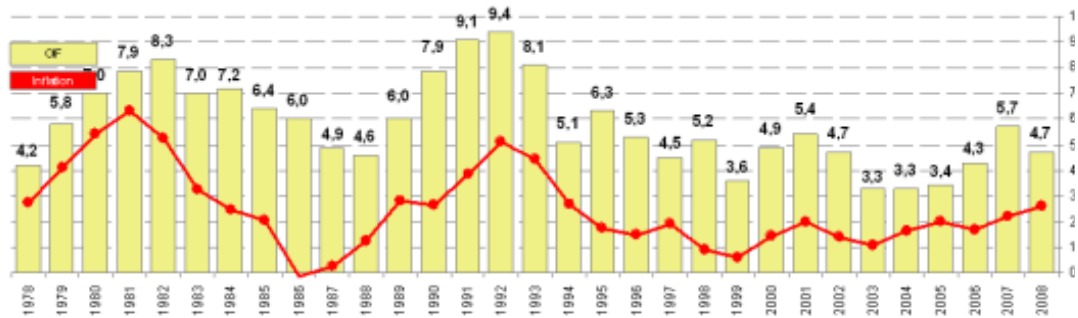
²⁶¹ Vgl. BVI (2009a).

²⁶² Vgl. Pilz, G. (2007), S. 33.

²⁶³ Vgl. Johanning, L. (2009), S. 2.

²⁶⁴ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 34.

Abbildung 62: Rendite offener Immobilienfonds im Vergleich zur Veränderung des Verbraucherpreisindex jeweils zum Jahresende, in Prozent



Quelle: BVI (2009d).

Zur Berechnung der endgültigen Performance für den Investor muss letztendlich auch der jeweilige persönliche Steuersatz berücksichtigt werden und variiert daher unter den Investoren.²⁶⁵ Offene Immobilienfonds leisten jedoch nicht nur einen Beitrag zur Steigerung der Gesamtrendite des Portfolios, sondern tragen vor allem auch einen wichtigen Beitrag zur Glättung der Performanceentwicklung bei.²⁶⁶

Offene Immobilienfonds eignen sich im Portfolio von privaten und institutionellen Investoren sehr gut als Beimischung aufgrund der nur leicht negativen bzw. gering positiven Korrelation mit Aktien und Anleihen im Sinne einer Optimierung der Diversifikation über verschiedene Anlageklassen hinweg.²⁶⁷ Die Korrelation mit dem Geldmarkt ist allerdings durch den hohen Anteil an Geldmarktveranlagungen im Rahmen der Liquiditätssteuerung signifikant positiv.^{268, 269} Johanning (2009) untersuchte den optimalen Ansatz von offenen Immobilienfonds als Beimischung im Portfolio privater Anleger. Er unterschied die Privatanleger in zwei Klassen: Privatinvestoren mit „geringerem Risikoappetit“ (Aktien 10% bis 20%; Anleihen 45% bis 65%; Alternative Investments 0% bis 5%; Geldmarkt 20% bis 40%) und mit „höherem Risikoappetit“ (Aktien 15% bis 35%; Anleihen 35% bis 55%; Alternative Investments 10% bis 20%;

²⁶⁵ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 27.

²⁶⁶ Vgl. Benk, K.; Haß, L. H.; Johanning, L.; Schweizer, D.; Rudolph, B. (2008), S. 18.

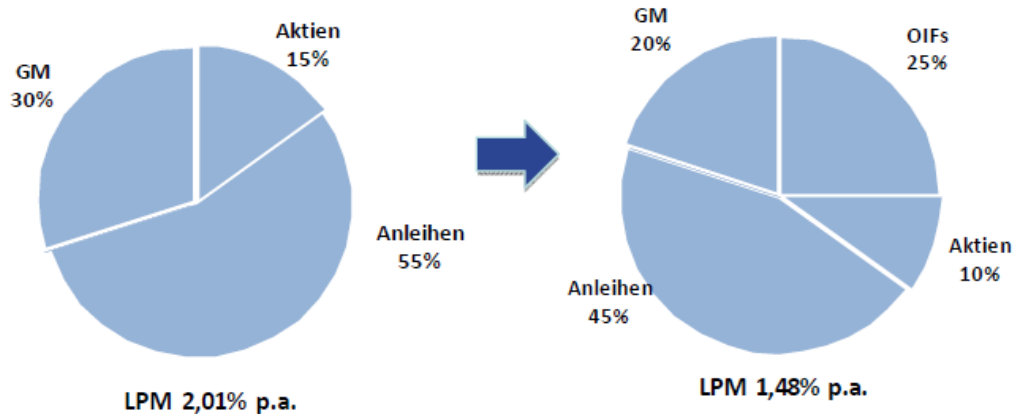
²⁶⁷ Vgl. Bals, W. (2007), S. 459.

²⁶⁸ Vgl. Rehling, C.; Sebastian, S. (2008), S. 329.

²⁶⁹ Vgl. Benk, K.; Haß, L. H.; Johanning, L.; Schweizer, D.; Rudolph, B. (2008), S. 16.

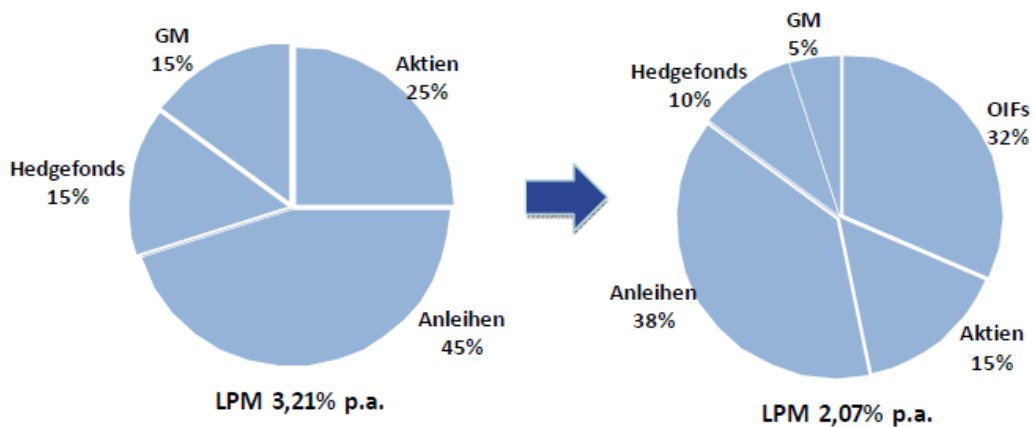
Geldmarkt 5% bis 25%).²⁷⁰ Der Privatinvestor mit geringerer Risikoneigung erreichte durch die Beimischung von offenen Immobilienfonds in Höhe von 25% seines Portfolios eine Senkung des Risikos von 2,01% p.a. auf 1,48% p.a. bei gleicher Performance (siehe Abbildung 63).²⁷¹

Abbildung 63: Privatinvestor mit geringer Risikoneigung



Quelle: Johanning, L. (2009), S. 24.

Abbildung 64: Privatinvestor mit höherer Risikoneigung



Quelle: Johanning, L. (2009), S. 25.

Der Privatinvestor mit höherer Risikoneigung erlangte durch die Beimischung von offenen Immobilienfonds in Höhe von 32% seines Portfolios eine Senkung des Risikos von 3,21% p.a. auf 2,07% p.a. bei gleicher Performance (Abbildung 64).²⁷²

²⁷⁰ Vgl. Johanning, L. (2009), S. 11.

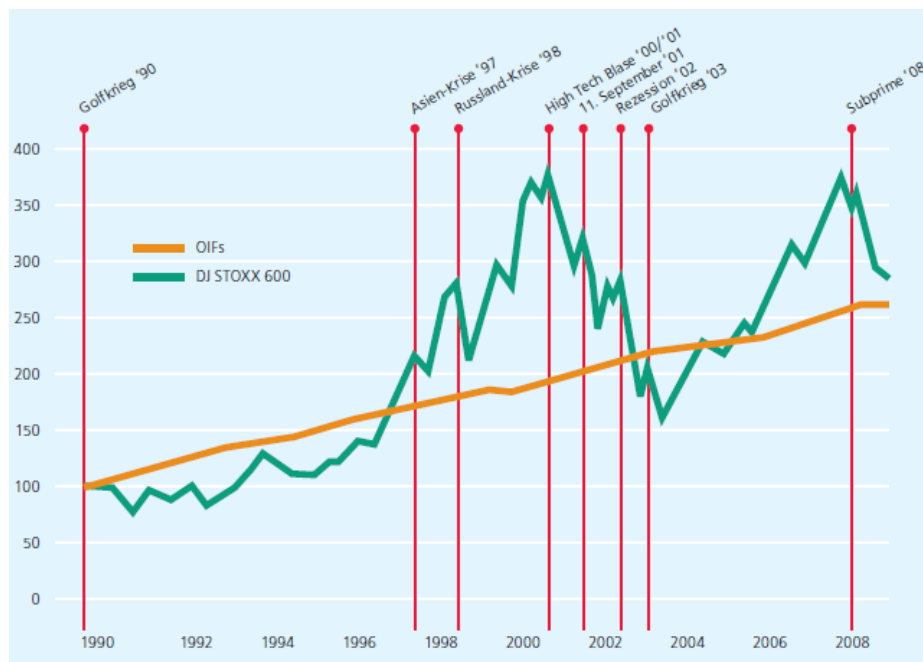
²⁷¹ Vgl. ebenda, S. 12.

²⁷² Vgl. Johanning, L. (2009), S. 13.

Die folgende Abbildung 65 verdeutlicht überdies einen stabilisierenden Effekt von offenen Immobilienfonds in Zeiten von Kapitalmarktkrisen.

Abbildung 65: Wertentwicklung offener Immobilienfonds und des europäischen Aktienmarktes unter Berücksichtigung von Aktienmarktkrisen

(Durchschnittliche indexierte Wertentwicklung der offenen Immobilienfonds und des DJ STOXX 600. 1990=100)

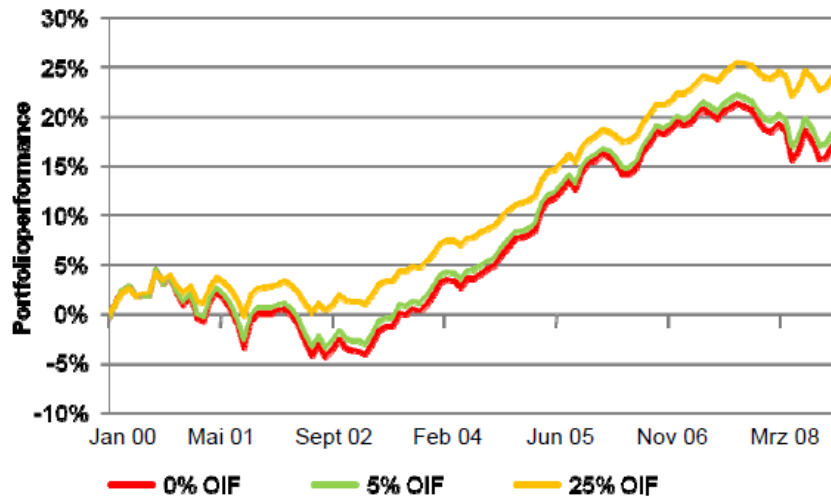


Quelle: Benk, K.; Haß, L. H.; Johanning, L.; Schweizer, D.; Rudolph, B. (2008), S. 17.

Die Abbildungen 63 und 64 verdeutlichen das Risikoreduktionspotenzial von offenen Immobilienfonds im Portfolio privater Anleger. Doch die Beimischung offener Immobilienfonds erhöht auch die Gesamtrendite eines Portfolios, gezeigt anhand eines Benchmarkportfolios mit der Ausgangsverteilung einer Investition zu einem Drittel in Aktien, einem Drittel in Anleihen und einem Drittel in den Geldmarkt. Durch die sukzessive Erhöhung des Anteiles von offenen Immobilienfonds (0%, 5% und 25%) und gleichmäßiger Reduktion der anderen Anlageklassen wird die Erhöhung der Gesamtrendite des Portfolios ersichtlich (siehe Abbildung 66).²⁷³

²⁷³ Vgl. Johanning, L. (2009), S. 22.

Abbildung 66: Benchmarkportfolio im Zeitraum Jänner 2000 bis Februar 2009 unter Berücksichtigung der Beimischung von offenen Immobilienfonds (OIF)



Quelle: Johanning, L. (2009), S. 22.

3.1.2.7. EXKURS: Der offene Immobilienfonds als Spezialfonds

Offene Immobilienfonds können neben der Form als Publikumsfonds, der für jede Zielgruppe und alle Investoren zugänglich ist, auch als Immobilien-Spezialfonds agieren. Diese bilden eine individuelle Produktplattform seit den 1980er Jahren und sind ausschließlich für juristische Personen bzw. institutionelle Investoren in Deutschland zugänglich.²⁷⁴ Bis zum Jahr 2003 durfte ein Spezialfonds von maximal 10 Investoren gezeichnet werden. Aufgrund hoher Mindestvolumina wurde aus Rücksicht auf kleinere institutionelle Investoren die genehmigte Anzahl der Investoren eines einzelnen Spezialfonds auf 30 erhöht.²⁷⁵ Ein Spezialfonds kann genau auf die Interessen des Investors zugeschnitten werden. Im Gegensatz zum Publikumsfonds hat der Investor ein Mitspracherecht in Bezug auf die Anlagepolitik des Managements. Zudem ist der Investor beim Spezialfonds analog zum Publikumsfonds auch durch den gesetzlichen Schutz für Anleger abgesichert. Bezüglich der Anlage- und Investitionsgrenzen einzelner Objekte findet das Management beim Spezialfonds weit liberalere Rahmenbedingungen als der Immobilien-Publikumsfonds vor.²⁷⁶

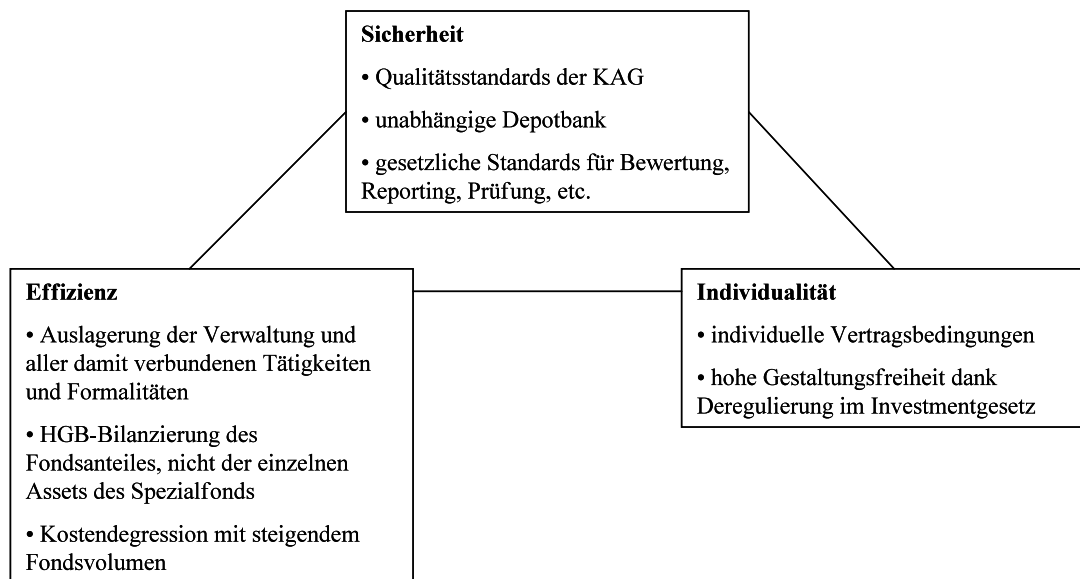
²⁷⁴ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 26.

²⁷⁵ Vgl. Nack, U. (2007), S. 152.

²⁷⁶ Vgl. BVI (2009e), S. 4.

Anhand Abbildung 67 ist zu sehen, dass es einige Gründe hinsichtlich der Effizienz, der Sicherheit und Individualität für institutionelle Investoren gibt, sich für einen Spezialfonds zu entscheiden. Die Kosten eines Spezialfonds sind zudem in der Regel auch niedriger als jene eines Publikumsfonds.²⁷⁷

Abbildung 67: „Spezialfonds-Dreieck“ – Vorteile für institutionelle Investoren



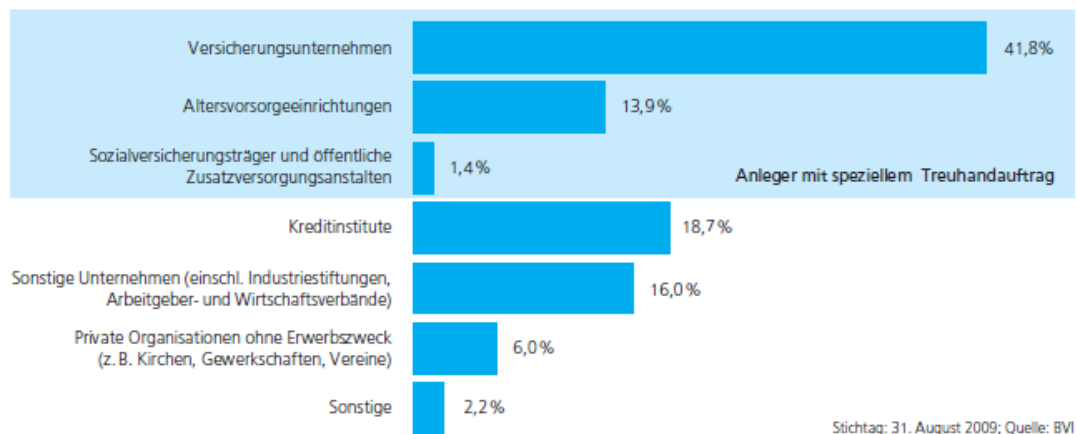
Quelle: BVI (2009e), S. 3.

In Deutschland überwiegen Versicherungsunternehmen als größte Zielgruppe von Spezialfonds, gefolgt von Kreditinstituten und Pensionskassen (siehe Abbildung 68). Derzeit verwalten Kapitalanlagegesellschaften in Deutschland 124 offene Immobilienspezialfonds mit einem Fondsvermögen von insgesamt EUR 25 Mrd. per 31. August 2009.²⁷⁸

²⁷⁷ Vgl. Nack, U. (2007), S. 152.

²⁷⁸ Vgl. ebenda, S. 1.

Abbildung 68: Aufteilung des Spezialfondsvermögens auf Anlegergruppen.



Quelle: BVI (2009e), S. 4.

Erträge aus dem Immobilienspezialfonds können mitunter einer anderen Besteuerung unterliegen als Erträge aus dem Immobilien-Publikumsfonds. Dies ist abhängig vom jeweiligen Investor, z.B. Versicherungen, Privatstiftungen, usw.²⁷⁹

3.1.3. Offene Immobilienfonds in Österreich

In Österreich wurde der offene Immobilienfonds im Jahr 2003 eingeführt. Vom deutschen offenen Immobilienfonds unterscheidet sich der österreichische Immobilienfonds nur sehr gering. Zunächst werden daher die Unterschiede des österreichischen offenen Immobilienfonds in den wesentlichen Merkmalen, wie der rechtliche Rahmen, die Losgrößen- und Liquiditätstransformation, die Risikotransformation, die Besteuerung und das Risiko-Rendite-Profil herausgearbeitet. Anschließend werden im nächsten Kapitel die generellen Unterschiede des offenen Immobilienfonds zu REITs dargestellt.

3.1.3.1. Rechtlicher Rahmen

Gesetzlich geregelt wird der offene Immobilienfonds in Österreich im Rahmen des Immobilien-Investmentfondsgesetzes (ImmoInvFG). Das ImmoInvFG dient vor allem dem Anlegerschutz und regelt unter anderem die erforderliche Struktur des Prospektes des offenen Immobilienfonds, das Schema und die verpflichtenden Inhalte der

²⁷⁹ Vgl. BMF (2009), S. 40.

periodischen Berichte und die Angaben eines vereinfachten Prospektes im Anhang.²⁸⁰ Bezüglich der Rücknahme und Auszahlung von Anteilen ähnelt das österreichische ImmoInvFG der deutschen Gesetzgebung für offene Immobilienfonds sehr. Es gelten dieselben Fristenregelungen.²⁸¹

Den Dachverband für alle österreichischen Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften bildet die Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften (VÖIG). Gegründet 1988, vertritt die VÖIG das gesamte verwaltete Fondsvermögen aller österreichischen Kapitalanlagegesellschaften und Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften. Überdies hat die VÖIG für die Immobilien-Investmentbranche branchenspezifische Qualitätsstandards formuliert, die unter Einhaltung des ImmoInvFG die Qualitäts-, Sorgfalts-, Treue- und Informationspflichten von Immobilien-Kapitalanlagegesellschaften ergänzen und unterstreichen sollen.²⁸² Das Volumen der offenen Immobilienfonds in Österreich betrug per Ende Juli 2009 knapp EUR 1,7 Mrd., was einem Anteil von rund 1,27% aller Investmentfondskategorien in Österreich bedeutet (siehe Abbildung 69).²⁸³

Abbildung 69: Fondsvolumen nach Fondskategorie und Zielgruppe
per Ende Juli 2009, in Mio. EUR

	Publikumsfonds	Spezialfonds	Insgesamt
	in Mio. EUR	in Mio. EUR	in Mio. EUR
Aktienfonds	11.366	3.994	15.360
Renten- und Geldmarktfonds	47.790	19.824	67.614
Mischfonds	20.054	25.809	45.863
Immobilienfonds	1.641	47	1.688
Sonstige Fonds (inklusive Hedgefonds)	1.650	683	2.333
SUMME	82.501	50.357	132.858

Quelle: Probst, C.; Sedlacek, G. (2009), S. 40.

²⁸⁰ Vgl. VÖIG (2008b), S. 21.

²⁸¹ Vgl. VÖIG (2008a), S. 12.

²⁸² Vgl. VÖIG (2009c), S. 2.

²⁸³ Vgl. Probst, C.; Sedlacek, G. (2009), S. 40.

Im Gegensatz zum deutschen offenen Immobilienfonds darf beim österreichischen offenen Immobilienfonds der Sachverständigenausschuss aus nur zwei statt drei Sachverständigen bestehen. Jede Immobilie muss zumindest einmal jährlich bewertet werden.²⁸⁴

3.1.3.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

Im Unterschied zum deutschen Modell muss der österreichische offene Immobilienfonds eine Liquidität von mind. 10% halten. Bei Spezialfonds kann diese Mindestliquidität auf 5% minimiert werden. Die obere Liquiditätsgrenze ist gleich der deutschen Variante mit 49% gegeben.²⁸⁵

Die geforderte Liquidität kann seit 2006 auch ausgelagert werden und muss nicht mehr im Fondsvolumen abgebildet sein. Diese Auslagerung kann durch ein Kreditinstitut oder ein Versicherungsunternehmen im EU-/EWR-Raum stattfinden, das die Verpflichtung eingeht, bei Bedarf dementsprechende Anteile des Fonds zu erwerben.²⁸⁶

Die bedeutendste Investorengruppe österreichischer Investmentfonds bildet der inländische Privatanleger. Private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck halten rund zwei Drittel aller Immobilienfondsanteile am österreichischen Markt, was einem Volumen von ca. EUR 1,1 Mrd. per Ende Juli 2009 entspricht (siehe Abbildung 70).²⁸⁷

Abbildung 70: Veranlagtes Kapital in offenen Immobilienfonds nach Anlegergruppen per Ende Juli 2009, in Mio. EUR

	Haushalts- sektor	Nicht finanzielle Unternehmen	Versicherungen und Pensionskassen	Kreditinstitute (inklusive OeNB)	Ausländische Investoren	Sonstige Anleger (exklusive Inländische Fonds)
	<i>in Mio. EUR</i>	<i>in Mio. EUR</i>	<i>in Mio. EUR</i>	<i>in Mio. EUR</i>	<i>in Mio. EUR</i>	<i>in Mio. EUR</i>
Immobilienfonds	1.141	37	74	75	284	48

Quelle: Probst, C.; Sedlacek, G. (2009), S. 42.

²⁸⁴ Vgl. TPA Horwath (2010), S. 36.

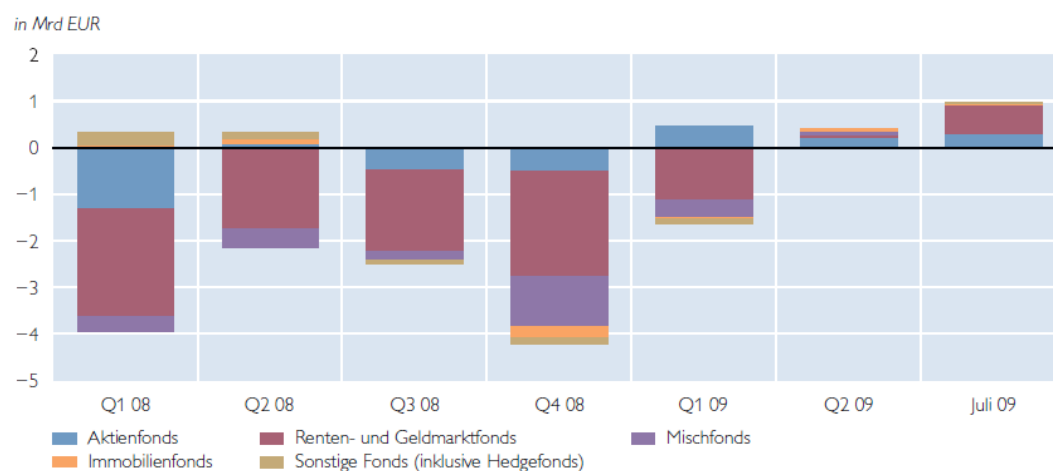
²⁸⁵ Vgl. ebenda.

²⁸⁶ Vgl. ebenda, S. 37.

²⁸⁷ Vgl. Probst, C.; Sedlacek, G. (2009), S. 42.

Während der kürzlich aufgetretenen Kapitalmarktstörungen infolge der Wirtschaftskrise erwiesen sich offene Immobilienfonds in Österreich im Bezug auf Kapitalabflüsse im Gegensatz zu anderen Fondstypen als sehr stabil (siehe Abbildung 71).

Abbildung 71: Aufteilung der Kapitalab- und -zuflüsse der einzelnen Fondstypen von Jänner 2008 bis Juli 2009 in Österreich, in Mrd. EUR



Quelle: Probst, C.; Sedlacek, G. (2009), S. 41.

Doch auch in Österreich waren offene Immobilienfonds bereits von zu großen Anteilsrückgabewünschen betroffen und mussten vorübergehend den Handel von Anteilen aussetzen. Beispielsweise musste der offene Immobilienfonds „Real Invest Europe“ der BA-CA Real Invest am 2. März 2009 die Aussetzung der Rückgabe von Anteilen für zunächst 12 Monate fortsetzen.²⁸⁸ Oder auch der Constantia Real Estate offene Immobilienfonds der CPB Immobilien KAG musste im Oktober 2008 die Rücknahme von Anteilen für 12 Monate aussetzen und im Jahr darauf im Juli 2009 sogar die Ausgabe von Fondsanteilen stoppen, da eine Neubewertung des Portfolios diesen Schritt notwendig machte.²⁸⁹

²⁸⁸ Vgl. BA-CA Real Invest (2010a).

²⁸⁹ Vgl. APA (2010).

Laut dem Geschäftsführer der Erste Immobilien KAG, Peter Karl, wird im Rahmen des Liquiditätsmanagements des Erste Immobilienfonds versucht den Anteil der institutionellen Investoren sehr gering zu halten. Ein wachsender Anteil an institutionellen Investoren würde dann in einem höheren Liquiditätsanteil münden, um auf diese Weise private Kleinanleger zu schützen. Karl spricht sich auch für eine bereits diskutierte Gesetzesnovelle in Österreich aus, die gewisse Fristen für die Rücknahme von Anteilen gesetzlich in den Fondsbestimmungen verankern soll.²⁹⁰ Zusätzlich könnte er sich vorstellen, dass neben den Anteilsklassen des ausschüttenden und thesaurierenden Fonds auch eine weitere eigene Anteilsklasse für institutionelle Investoren sinnvoll wäre. Diese Anteilsklasse könnte für Privatanleger gesperrt sein und somit aber die Gleichbehandlung der Anleger sicherstellen.²⁹¹

3.1.3.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

Der österreichische offene Immobilienfonds darf max. 20% des Fondsvolumens in Immobilien außerhalb des EU-/EWR-Raumes veranlagen.²⁹²

Seit 2008 bieten fünf Kapitalanlagegesellschaften die Möglichkeit zur Investition in offene Immobilienfonds in Österreich.

Abbildung 72: Fondsvolumen österreichischer Immobilienfonds nach einzelner Kapitalanlagegesellschaft seit Beginn im Jahr 2004-2008, in Mio. EUR

	2004	2005	2006	2007	2008
KAG	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Bank Austria Creditanstalt Real Invest Imm.-Kapitalanl. GmbH	190,96	466,05	555,56	734,84	836,95
CPB Immobilien Kapitalanlage GmbH	22,17	42,63	85,09	143,02	118,10
Erste Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H.					21,93
Immo Kapitalanlage AG	60,97	252,20	297,11	310,68	289,72
Raiffeisen Immobilien Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H.	181,74	320,92	591,30	638,13	447,19
Gesamt volumen aller KAGs	455,85	1.081,79	1.529,06	1.826,67	1.713,88
davon Nettozu- und -abflüsse	438,47	622,76	420,67	269,16	-130,54

Quelle: VÖIG (2009a).

²⁹⁰ Vgl. Karl, P. (2010).

²⁹¹ Vgl. ebenda.

²⁹² Vgl. TPA Horwath (2010), S. 36.

Als Beispiel aus Abbildung 72 herausgenommen kann in den offenen Immobilienfonds der Erste Immobilien Kapitalanlagegesellschaft bereits ab EUR 30 mittels sogenannten „Capitalplan“ investiert werden. Der Erste Immobilienfonds hält seinen Investitionsfokus auf Wohnimmobilien, gefolgt von Büro- und Gewerbeflächen. Regional ist der Immobilienfonds in Österreich und Deutschland diversifiziert. Die Kosten der Investition in den offenen Immobilienfonds teilen sich in einen Ausgabeaufschlag in Höhe von 3,5% des Anlagevolumens und einer Verwaltungsgebühr von maximal 1,4% p.a. Bezüglich der Performance werden 4% p.a. bis 5% p.a. als Ziel angegeben. Als Empfehlung wird auf der Homepage der Erste Immobilien KAG auf einen Anlagehorizont von vier Jahren hingewiesen, mit dem Zusatz, dass sich dieser je nach Marktentwicklung verändern kann.²⁹³

3.1.3.4. Besteuerung

Der erwirtschaftete Gewinn des offenen Immobilienfonds kann auch in Österreich uneingeschränkt verwendet werden, d.h. es gibt die Möglichkeit der Vollausschüttung, der Vollthesaurierung oder auch jegliche Zwischenlösung.²⁹⁴

Der offene Immobilienfonds ist in Österreich für Anleger steuerlich transparent. Hinsichtlich der Besteuerung der Erträge aus offenen Immobilienfonds sind sowohl auf laufende Erträge aus Mieteinnahmen des Fonds, sowie auf Aufwertungsgewinne grundsätzlich ein 25%-KESt-Abzug für den Anleger anwendbar und die Erträge sind damit für den Investor endbesteuert.²⁹⁵ Der Investor hätte auch die Möglichkeit zur Antragsveranlagung.²⁹⁶ Steuerpflichtig sind aber nicht nur jene Bewirtschaftungsgewinne aus Vermietung und Verpachtung, sondern auch der jährlich erzielte Wertzuwachs, egal ob dieser tatsächlich realisiert wurde oder nur aufgrund der Bewertung von Sachverständigen festgesetzt wurde.²⁹⁷ Als Bemessungsgrundlage der Aufwertungsgewinne wird jedoch die jährliche Wertsteigerung nur zu 80% erfasst. Zudem sind Substanzgewinne im Zuge der Liquiditätssteuerung des Fonds zur Gänze steuerbefreit zu behandeln.²⁹⁸

²⁹³ Vgl. Erste Immobilien KAG (2009).

²⁹⁴ Vgl. TPA Horwath (2010), S. 37.

²⁹⁵ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 17.

²⁹⁶ Vgl. TPA Horwath (2010), S. 37.

²⁹⁷ Vgl. ebenda.

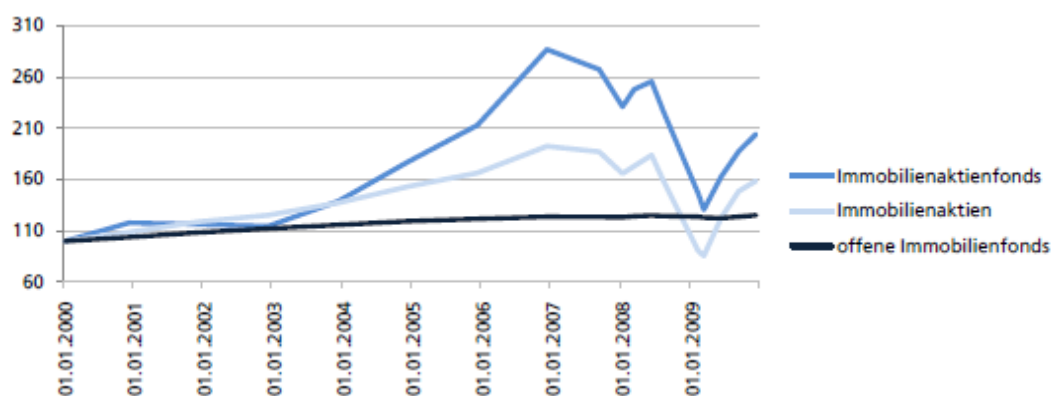
²⁹⁸ Vgl. VOIG (2009b).

Die für Immobilieninvestitionen übliche Spekulationsfrist von 10 Jahren in Österreich ist auf offene Immobilienfonds nicht anwendbar. Hier wird auf eine einjährige Spekulationsfrist abgestellt, die allgemein für Wertpapiere vorgesehen ist.²⁹⁹

3.1.3.5. Risiko-Rendite-Profil

In Österreich wird der offene Immobilienfonds natürlich in erster Linie mit österreichischen Immobilienaktien und Immobilienaktienfonds verglichen, da REITs in Österreich noch nicht eingeführt wurden. Anhand Abbildung 73 ist deutlich zu sehen, dass offene Immobilienfonds im Vergleich zu Immobilienaktien oder Immobilienaktienfonds schwankungsärmer sind. Dem Risiko entsprechend ist jedoch auch die Chance auf eine Performance von Immobilienaktien oder Immobilienaktienfonds nicht so hoch.

Abbildung 73: Entwicklung der Immobilien nach Kategorien von Jänner 2000 bis Jänner 2009



Quelle: Finance & Ethics Research (2009), S. 5.

3.1.4. Unterschiede offener Immobilienfonds zu REITs

Anhand der genannten Eigenschaften von offenen Immobilienfonds zeigt sich deutlich, dass offene Immobilienfonds und REITs zwei klar getrennte, eigenständige Anlageprodukte darstellen. Beide sprechen durchaus auch verschiedene Anlegergruppen an.

²⁹⁹ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 17.

Börsennotierte REITs weisen höhere Kursschwankungen auf und können in Folge nicht als defensives Grundinvestment im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds genommen werden.³⁰⁰ Die Gefahr Kapital- und Liquiditätsströme nicht kontrollieren zu können, besteht bei REITs im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds nicht. Da sie börsennotiert sind, verfügen sie automatisch über eine Basiskapitalsumme, die nur durch Kapitalerhöhungen oder zu einem geringen Teil durch Gewinne erhöht werden kann. Im Gegensatz zum offenen Immobilienfonds hat ein Ansturm von Investoren lediglich Auswirkungen auf den Börsenkurs des REITs und nicht auf seine Liquidität. Im Umkehrschluss hat der REIT den Vorteil, dass eine Flucht von Anteilseignern „nur“ den Börsenkurs sinken lässt und nicht die Liquidität des REITs. Dadurch ist ein REIT bei hohen Anlegerabflüssen nicht gezwungen bestehende Objekte zu verkaufen.³⁰¹

REIT-Anhänger bringen in diesem Zusammenhang gerne den Fall der niederländischen Rodamco-Group ins Spiel. Der vormals offene Immobilienfonds, der damals als einer der größten Immobilienfonds der Welt galt, geriet Anfang der 1990er Jahre in Schwierigkeiten und wurde daraufhin in einen REIT umgewandelt. Nun profitieren dessen Anleger davon, dass sie keinem launischen Wechselbad starker Kapitalab- und -zuflüsse ausgesetzt sind.³⁰² Die Struktur des offenen Immobilienfonds beinhaltet somit immer das latente Risiko einer Zahlungsunfähigkeit bei gleichzeitig vermehrten Rückgabewünschen von Anteilseignern.³⁰³ Dies sollte sich jedoch durch vorausschauende Liquiditätssteuerung der einzelnen Fonds in Grenzen halten. In der Praxis ist die tatsächliche Liquiditätsreserve meist höher als die gesetzlichen Vorschriften besagen.³⁰⁴

Im Gegensatz zu Quartals- bzw. Halbjahresberichten bei börsennotierten REITs muss der offene Immobilienfonds nur einmal im Jahr seine Anleger mittels Rechenschaftsbericht informieren.³⁰⁵ Das bedeutet eine bessere Informationstransformation für den Investor bei der Anlage in REITs.

³⁰⁰ Vgl. WeltOnline (2004).

³⁰¹ Vgl. ebenda.

³⁰² Vgl. Steffen, S. (2007), S. 19.

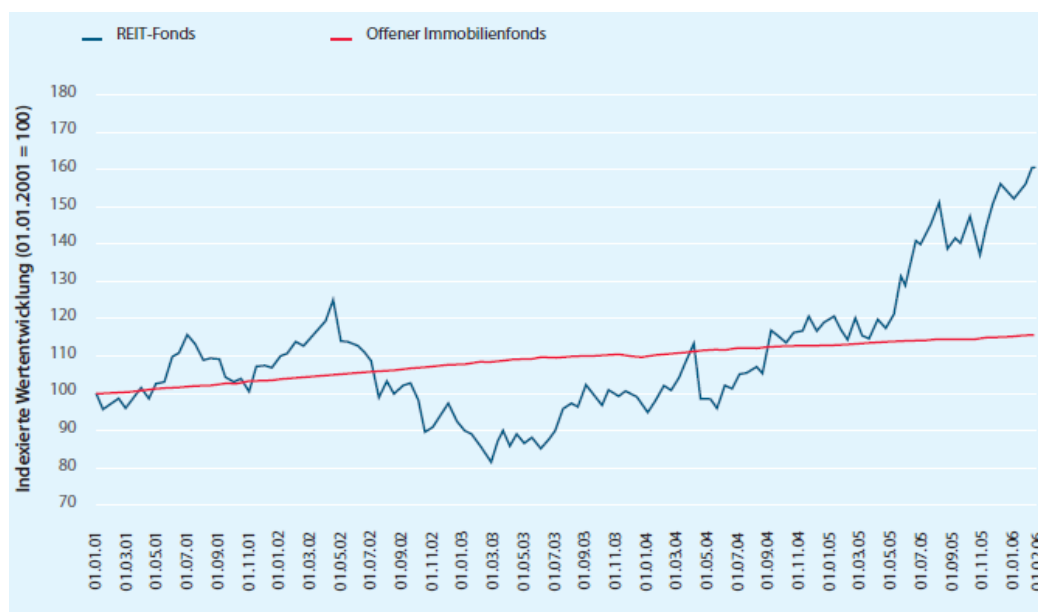
³⁰³ Vgl. Bals, W. (2007), S. 461.

³⁰⁴ Vgl. Rosenhain, T. (2006).

³⁰⁵ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 29.

Wie man in Abbildung 74 erkennen kann, decken offene Immobilienfonds das stabilere, schwankungsärmere Risikosegment ab und erzielen daher niedrigere Durchschnittsrenditen. REITs hingegen weisen höhere Schwankungen auf, sind den psychologischen Einflussfaktoren des Angebotes und der Nachfrage der Börse ausgesetzt, bieten dem Investor langfristig jedoch attraktivere Durchschnittsrenditen.³⁰⁶

Abbildung 74: Indexierte Wertentwicklung eines offenen Immobilien-Publikumsfonds und eines REIT-Fonds von Jänner 2001 bis Februar 2006



Quelle: BVI (2009g), S. 82.

Neben den bisher genannten unterschiedlichen Produktmerkmalen von offenen Immobilienfonds und REITs ist auch noch die Differenzierung der Anlagestrategien zu erwähnen. REITs verfolgen eine klare Spezialisierung des Portfolios, das entweder regional oder sektoral seinen Schwerpunkt findet, währenddessen offene Immobilienfonds schon gesetzlich zu einem breit gestreuten, meist international diversifizierten Portfolio gedrängt sind.³⁰⁷ Somit erbringt der REIT mehr immobilienbezogene Dienstleistungen im Gegensatz zur portfoliobezogenen Dienstleistung des offenen Immobilienfonds.

³⁰⁶ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 350.

³⁰⁷ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 349.

Während offene Immobilienfonds somit risiko- und schwankungsärmer sind, können REITs in punkto Liquidität und Abbildung einer Immobilienperformance punkten. Anhand der weiteren Unterschiede im Spezialisierungsgrad, in der Berechnungsmethodik der Anteile und in der unterschiedlichen Länge der Anlagehorizonte ergibt sich, dass beide Investmentprodukte völlig andere Anlageziele und Anlegerprofile befriedigen.³⁰⁸ Sowohl am gezeigten Beispiel von Deutschland als auch am Beispiel von Frankreich, wo es REITs bereits seit 2003 gibt und offene Immobilienfonds erst 2006 eingeführt wurden, offenbart sich, dass beide Produktarten ihren eigenen Platz am Immobilienkapitalmarkt gefunden haben und beide eine Berechtigung des Bestehens haben.³⁰⁹

³⁰⁸ Vgl. Rosenhain, T. (2006).

³⁰⁹ Vgl. ebenda.

3.2. Geschlossene Immobilienfonds

3.2.1. Historie des geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland

Immobilien als Anlageklasse gehören im Rahmen einer Konstruktion eines geschlossenen Fonds zu den Spitzenreitern in Deutschland. Sowohl anhand des Fondsvolumens, als auch der Höhe des Eigenkapitals des geschlossenen Fonds, sind Immobilien neben Schiffsbeteiligungen die beliebteste Anlageklasse eines geschlossenen Fonds.³¹⁰

In Deutschland erfolgte 1959 die Gründung des ersten geschlossenen Immobilienfonds. Bestärkt wurde die Einführung durch eine forcierte Nachfrage nach Immobilieninvestitionen und einer gleichzeitigen Nachfrage nach Liquidität seitens der Immobilienbranche. Geschlossene Immobilienfonds dienen primär als Kapitalsammelstelle für jene Immobilienprojekte, deren Investitionsvolumen die Finanzkraft eines einzelnen Investors übersteigt oder wo aus dem Blickwinkel der Risikostreuung kein einzelner Anleger gefunden werden kann.³¹¹

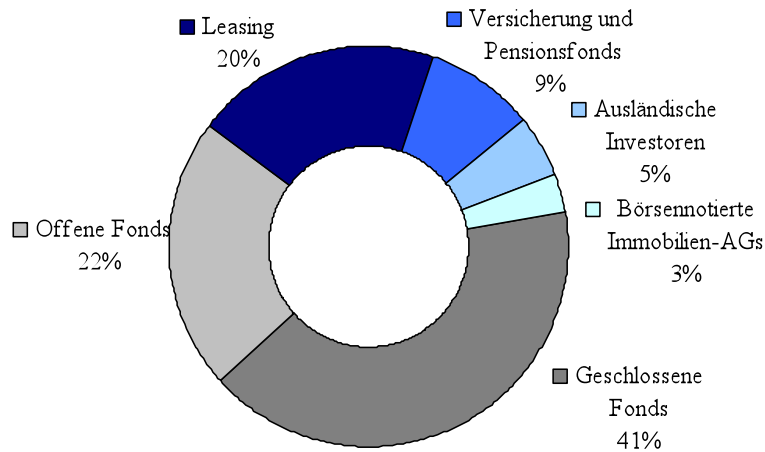
Geschlossene Immobilienfonds können neben einer weiteren Anlagemöglichkeit für den Investor auch gleichzeitig als eine Variante einer strukturierten Finanzierung angesehen werden.³¹² Mittlerweile stellt der geschlossene Immobilienfonds, wie in Abbildung 75 ersichtlich ist, generell einen bedeutenden Investor am deutschen Immobilienmarkt dar.

³¹⁰ Vgl. VGF (2009), S. 2.

³¹¹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 747.

³¹² Vgl. Opitz, G. (2002), S.91.

Abbildung 75: Immobilienanlagen institutioneller Investoren



Quelle: Siebel, R. (2005), S.2.

Abbildung 76: Entwicklung des Fondsvolumens geschlossener Fonds 2007-2008, in Mio. EUR

	Platziertes Fondsvolumen 2008	Platziertes Fondsvolumen 2007	Veränderung zum Vorjahr	
Energiefonds	552,35	354,60	55,77%	↗
Flugzeugfonds	1.459,30	520,70	180,26%	↗
Immobilienfonds Inland	1.627,67	2.206,70	-26,24%	↘
Immobilienfonds Ausland	3.475,67	5.434,50	-36,04%	↘
Leasingfonds	184,16	129,00	42,76%	↗
Lebensversicherungsfonds	614,60	1.377,60	-55,39%	↘
Private Equity Fonds	776,45	1.839,50	-57,79%	↘
Schiffsbeteiligungen	5.703,30	7.328,80	-22,18%	↘
Spezialitätenfonds	1.004,91	1.121,30	-10,38%	↘
Gesamtmarkt	15.398,41	20.312,70	-24,19%	↘

Quelle: VGF (2009), S. 7.

Von dem 2007 gemessenen Fondsvolumen von insgesamt ca. EUR 7,6 Mio. konnten insgesamt EUR 4,1 Mio. (ca. 54%) an Eigenkapital platziert werden, gefolgt von einem Gesamtvolumen über EUR 5 Mio. und einem Eigenkapitalvolumen von EUR 3,1 Mio.

(ca. 62%) im Jahr 2008.³¹³ Der Anteil des Eigenkapitals für geschlossene Immobilienfonds ist sowohl 2007 als auch 2008 zu ca. 70% in Auslandsimmobilienfonds, d.h. in Immobilienfonds mit einer Investition in ausländische Immobilien, geflossen.³¹⁴

Das Bestandsvolumen aller geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland betrug 2008 ca. EUR 52,92 Mrd., wovon ca. EUR 24,18 Mrd. auf Eigenkapital entfielen.³¹⁵ Folglich betrug die Eigenmittelquote durchschnittlich ca. 46% am Gesamtvolumen eines geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland.

3.2.2. Wesentliche Merkmale geschlossener Immobilienfonds

Analog zum vorangegangenen Kapitel über offene Immobilienfonds wird auch hier anhand der Kriterien der Rechtsform, der Fungibilität und Anlegerstellung, der Risikotransformation und Anlagepolitik, der Ausschüttungsmodalität, der Besteuerung für Investoren und dem eigenen Risiko-Rendite-Profil die Typologie eines geschlossenen Immobilienfonds skizziert.

3.2.2.1. Rechtlicher Rahmen

Die Definition eines geschlossenen Immobilienfonds formuliert den Zusammenschluss vieler Einzelanleger in einer Gesellschaft, die eine Beteiligungs- oder Fondsgesellschaft sein kann, zur gemeinsamen Finanzierung von großteils gewerblichen Großimmobilien. In der Regel wird eine bestimmte Mindestanlagesumme (z.B. EUR 10.000.- bis zu EUR 250.000.-) vorgegeben.³¹⁶ Der Fonds ist im doppelten Sinn „geschlossen“, nämlich hinsichtlich des Anlegerkreises und des Investitionsvorhabens.³¹⁷ Das gesamte Fondsvolumen wird vorab festgelegt und ergibt eine bestimmte Begrenzung der möglichen Anzahl an Investoren. Nach Zeichnung des Kapitals und der Aufbringung sonstiger finanzieller Mittel laut Investitionsplan, wird der Fonds geschlossen. Sonstige finanzielle Mittel betreffen in diesem Zusammenhang Fremdkapital, das zusätzlich zum Eigenkapital aufgenommen werden kann. Die Fremdkapitalquote liegt je nach

³¹³ Vgl. VGF (2009), S. 8.

³¹⁴ Vgl. ebenda, S. 2.

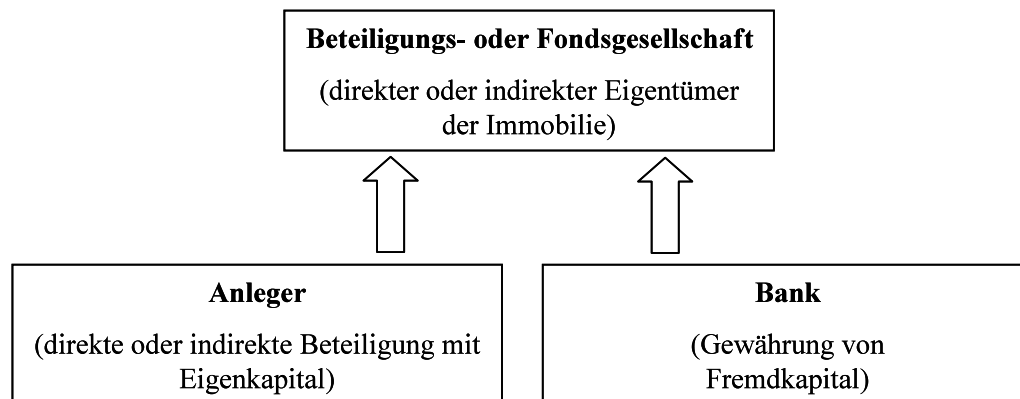
³¹⁵ Vgl. ebenda, S. 31.

³¹⁶ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

³¹⁷ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 748.

Investitionsprojekt zwischen 40% und 70% des Gesamtvolumens des geschlossenen Immobilienfonds.³¹⁸

Abbildung 77: Grundstruktur eines geschlossenen Immobilienfonds



Quelle: Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 100.

Der Anteilseigner wird wirtschaftlich und steuerlich einem direkten Immobilieneigentümer gleichgestellt. Darüber hinaus übernimmt die Gesellschaft sämtliche Verwaltungsarbeiten für den Investor.³¹⁹ Die Chancen so wie die Risiken des Investments liegen allein beim Investor. Diese dargelegte Grundstruktur eines geschlossenen Immobilienfonds wird anhand Abbildung 77 schematisch dargestellt.

Deutsche geschlossene Immobilienfonds werden in der Regel als unternehmerische Beteiligung in Form einer Personengesellschaft (Gesellschaft bürgerlichen Rechts) oder meist einer GmbH & Co. KG gegründet.³²⁰ Der Investor haftet dabei als Kommanditist mit seiner Eigenkapitaleinlage und ist unmittelbarer Gesellschafter der Fondsgesellschaft.³²¹ Die Komplementärin wird seitens des Fondsinitiators gestellt und leistet meist unter der Rechtsform einer GmbH keine oder eine geringe Einlage als Vollhaftende. Der Investor haftet zwar mit seiner Einlage, ist jedoch nicht zu einer Nachschusspflicht bei Verlusten verpflichtet.³²² Möchte der Anleger jedoch nicht direkt

³¹⁸ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 43.

³¹⁹ Vgl. Sebastian, S. (2008), S. 12.

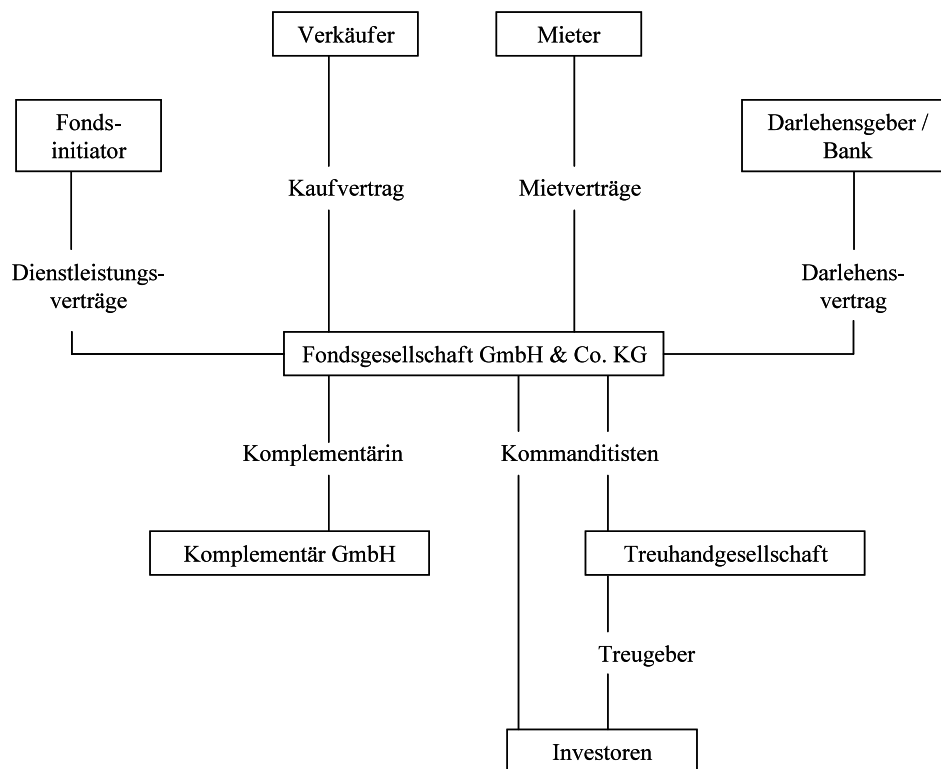
³²⁰ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

³²¹ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 113.

³²² Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

an der Gesellschaft beteiligt sein, gibt es die Möglichkeit der Zwischenschaltung einer Treuhandgesellschaft. Der Investor ist folglich nur indirekter Gesellschafter und lediglich der Treuhänder scheint im Außenverhältnis als Gesellschafter des geschlossenen Immobilienfonds auf.³²³

Abbildung 78: Darstellung der Rechtsformen und -regelungen eines geschlossenen Immobilienfonds am Beispiel der GmbH & Co. KG



Quelle: Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 115.

Abbildung 78 zeigt neben den Beteiligungsregelungen auch die wesentlichen Verträge der Konstruktion, wie z.B. gesellschaftsrechtliche Verträge, Objektverträge oder Finanzierungsverträge.³²⁴

Zu Beginn der Realisierung ist vor allem der Dienstleistungsvertrag zwischen dem Fondsinitiator und der Fondsgesellschaft von großer Bedeutung. Dieser Vertrag regelt die Fondskonzeption, die Beschaffung des Eigen- und Fremdkapitals zur Durchführung des

³²³ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 113.

³²⁴ Vgl. ebenda, S. 114.

Investitionsvorhabens, er regelt die Herausgabe eines Prospektes, die Garantie der Platzierung des Fonds am Kapitalmarkt und die laufende Verwaltung der Gesellschaft.³²⁵

Verglichen mit dem offenen Immobilienfonds verfügt der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland über keine gesetzlichen Regelungen betreffend einen umfassenden Anlegerschutz. Zwar können Falschinformationen im Emissionsprospekt im Sinne von Kapitalanlagebetrug oder strafbarer Werbung geltend gemacht werden, jedoch herrscht keine Überwachung der allgemeinen Geschäftstätigkeit oder der getätigten Investitionen der geschlossenen Immobilienfonds durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Zusätzlich ist auch keine Depotbank involviert, die eine Kontrollfunktion ähnlich dem offenen Immobilienfonds ausüben könnte.³²⁶ In diesem Zusammenhang werden geschlossene Immobilienfonds daher eher dem „grauen Kapitalmarkt“ zugeordnet.³²⁷

Aufgrund der Unübersichtlichkeit des sogenannten grauen Kapitalmarktes haben in den letzten Jahren vor allem Banken die Rolle des Fondsinitiators übernommen, um die Tendenz zu einer stärkeren Regulierung und Kontrolle zu fördern.³²⁸

3.2.2.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

Eine der wichtigsten Fragen bei der Investition in illiquide Immobilien stellt die Möglichkeit auf die Veräußerung der Anteile für den Investor dar. Möchte ein Investor eines geschlossenen Immobilienfonds seine Anteile veräußern, stehen ihm grundsätzlich folgende Möglichkeiten zur Auswahl:

- der Anleger überträgt seine Gesellschaftsanteile an einen neu eintretenden Gesellschafter oder einen bereits bestehenden,
- der Gesellschaftsanteil des scheidenden Investors wächst den verbleibenden Investoren anteilig an,
- die Gesellschafter beschließen das gesamte Immobilienvermögen zu verkaufen und die Gesellschaft anschließend zu liquidieren.³²⁹

³²⁵ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 115.

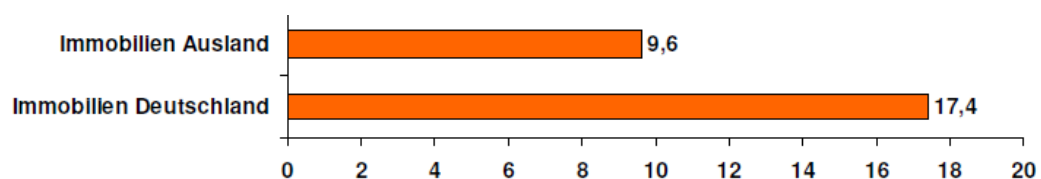
³²⁶ Vgl. Steffen, S. (2008), S. 21.

³²⁷ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 43.

³²⁸ Vgl. ebenda, S. 46.

Der geschlossene Immobilienfonds hat von Beginn an eine definierte Laufzeit. Während dieser Laufzeit ist eine vorzeitige Kündigungsmöglichkeit des Anlegers erst gegen Ende vorgesehen, meist nach ca. 10-20 Jahren. Die Gesellschaftsliquidation und somit das Ende der Laufzeit ist größtenteils nach 15-25 Jahren zu erwarten. Der Durchschnitt der Fondslaufzeit bei geschlossenen Immobilienfonds wurde 2007/2008 ermittelt und wird von Abbildung 79 nachfolgend dargestellt.

Abbildung 79: Durchschnitt der Fondslaufzeit in Jahren 2007/2008



Quelle: WM-AG (2009c), S. 42.

Während der Durchschnitt für geschlossene Immobilienfonds am unteren Ende bei knapp 10 Jahren liegt, ist die durchschnittliche Laufzeit für geschlossene Immobilienfonds mit rein deutschem Portfolio weitaus höher bei ca. 17 Jahren. Aus beiden Laufzeiten ist aber ersichtlich, dass die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds einen langfristigen Charakter hat.

Dieser langfristige Horizont wird noch dadurch verstärkt, da die Anteile innerhalb der Laufzeit nur über einen Zweitmarkt verkauft werden können. Geschlossene Immobilienfonds verfügen jedoch über keinen geregelten Sekundärmarkt. Daher ist auch für den Fall, dass der Anteilsrückgabewunsch erfüllt werden kann, meist mit einem enormen Kursabschlag zu rechnen.³³⁰ Die Versuche einen funktionierenden Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds zu etablieren, stehen bisher immer wieder vor der Herausforderung der mangelnden Transparenz und Vergleichbarkeit der Fonds. Die daraus resultierenden Informationsasymmetrien erschweren eine neutrale und faire Bewertung der Anteile. Aus diesem Grund finden bei geschlossenen Immobilienfonds auch nur selten bis nie Bewertungen des Fondsvermögens statt.³³¹

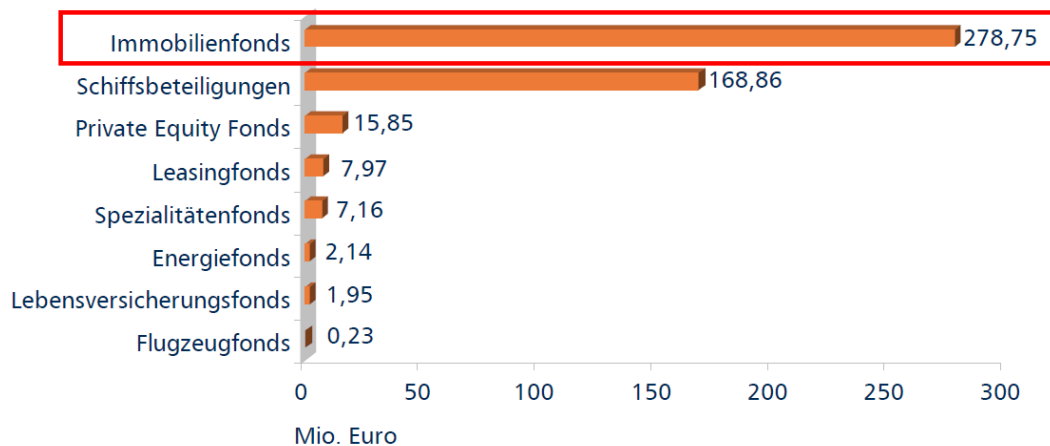
³²⁹ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 764.

³³⁰ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 45.

³³¹ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

Überdies gibt es bei manchen Gesellschaften auch jene Vereinbarung, dass das Fondsmanagement ausdrücklich zustimmen muss, wenn der Investor die Anteile verkaufen möchte. Der Hintergrund zu dieser Sonderbestimmung ist es, dass bei zu großen Abschlüssen im Preis ein Verkauf untersagt wird, um die restlichen Investoren vor dem Fall ihrer Anteilswerte geschützt werden.³³² Dennoch machen geschlossene Immobilienfonds mit einem Immobilienbestand von ca. EUR 52,92 Mrd. im Jahr 2008 den höchsten Sekundärmarktumsatz aller geschlossenen Fonds mit EUR 278,75 Mio. (siehe Abbildung 80).³³³

Abbildung 80: Zweitmarktumsätze geschlossener Fonds 2008, in Mio. EUR



Quelle: VGF (2009), S. 36.

³³² Vgl. Pilz, G. (2007), S. 45.

³³³ Vgl. VGF (2009), S. 36.

3.2.2.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

Grundsätzlich ist die Risikostreuung und somit Risikotransformation für einen Anleger beim geschlossenen Immobilienfonds sehr gering. In der Regel wird ein geschlossener Immobilienfonds für einzelne Objekte aufgelegt, sogenannte One-Property Funds. In der Vergangenheit sind jedoch immer mehr Fondsinitiatoren dazu übergegangen Mehr-Objekt-Fonds (Multi-Property Funds) anzubieten, da der Erfolg nicht von einem einzigen Objekt wesentlich abhängen soll.³³⁴ Eine Anlagestrategie eines geschlossenen Fonds kommt nur zu Beginn und somit vor Schließung des Fonds zum Tragen. Mit der Auswahl des Immobilienprojektes oder mehrerer Immobilienobjekte wird die Anlagestrategie festgelegt. Der Spezialisierungsgrad eines geschlossenen Immobilienfonds ist dementsprechend sehr hoch.³³⁵ Der Anleger sollte daher selbst ein gewisses Immobilien-Know-how mitbringen, um die richtige Investitionsentscheidung treffen zu können. Mit Schließung des Fonds erfolgt die Anlage der Gelder in jene Objekte, die im Emissionsprospekt beschrieben sind. Während der Laufzeit finden in der Regel keine Umschichtungen der Immobilienbestandsobjekte statt.³³⁶

Abhängig von der Art des Fonds resultiert auch die passende Anlagestrategie. So verfolgen steuer- oder ausschüttungsorientierte, inländische oder ausländische Fonds durchaus verschiedene Investitionsziele. Unter inländischen Fonds sind all jene geschlossenen Immobilienfonds gemeint, die ihre Anlagestrategie auf lokale Immobilien konzentrieren. Ausländische Fonds hingegen verfolgen das Ziel dem Investor die Chance zu bieten, dass er über die Grenzen hinweg eine Risikodiversifikation aufbauen kann, wenn auch nur begrenzt mit einzelnen Objekten.³³⁷ Der Schwerpunkt dieser Fonds liegt für in Deutschland aufgelegte geschlossene Immobilienfonds eindeutig in den USA, mit Luxemburg auf dem zweiten Platz (siehe Abbildung 81).

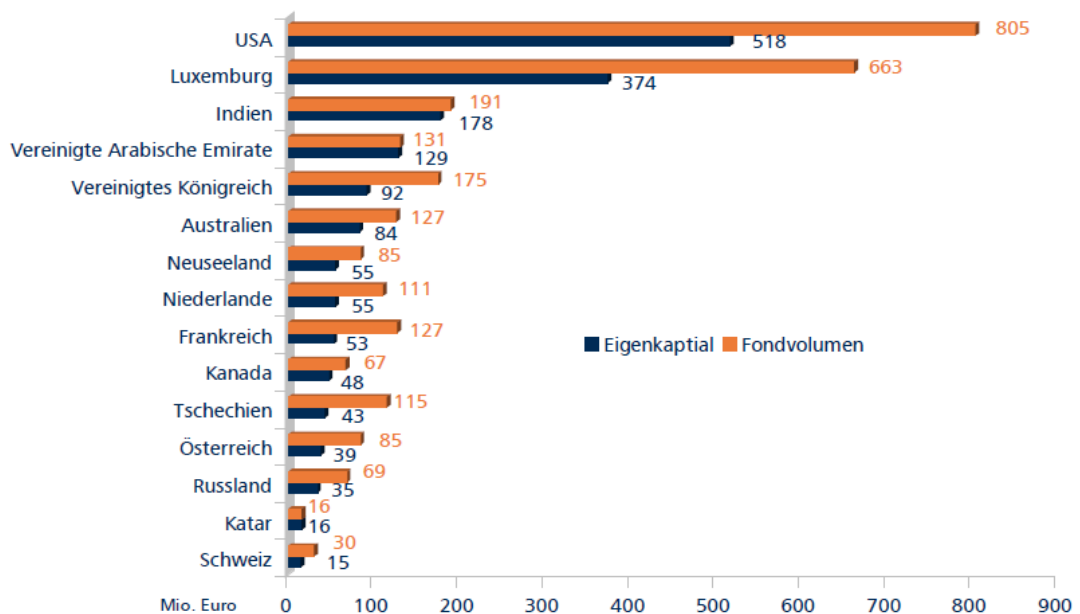
³³⁴ Vgl. Opitz, G. (2002), S. 108.

³³⁵ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

³³⁶ Vgl. Steffen, S. (2008), S. 21.

³³⁷ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 103.

Abbildung 81: Investitionsmärkte 2008 der Top 15 Immobilienfonds Ausland, in Mio. EUR



Quelle: VGF (2009), S. 38.

Der Großteil aller inländischen, als auch ausländisch investierenden geschlossenen Immobilienfonds investiert überwiegend in Büroimmobilien, gefolgt von Einkaufszentren.³³⁸ Bei deutschen Büroimmobilien beträgt das Investitionsvolumen eines geschlossenen Publikums-Immobilienfonds im Durchschnitt rund EUR 20 Mio. bis EUR 25 Mio.³³⁹

Wie bereits im Kapitel 3.1.3.7. für offene Immobilienfonds dargestellt, ist die Ausgestaltung eines Spezialfonds für institutionelle Investoren auch bei geschlossenen Immobilienfonds möglich. Im Rahmen des Spezialfonds wird auf die individuellen Bedürfnisse und Anlageziele der Investoren eingegangen und die Investition darauf zugeschnitten.³⁴⁰

Generell spielt der geschlossene Immobilienfonds in den Portfolios institutioneller Investoren mit ca. 2% der gesamten Immobilienanlagen eine noch sehr untergeordnete

³³⁸ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 107.

³³⁹ Vgl. ebenda, S. 111.

³⁴⁰ Vgl. ebenda, S. 121.

Rolle.³⁴¹ Grund dafür ist eine gesetzliche Rahmenbedingung, die für die Investition in geschlossene Immobilienfonds nicht förderlich ist. Geschlossene Immobilienfonds werden in Deutschland bei institutionellen Investoren zum Sicherungsvermögen gezählt. Der erlaubte Anteil an geschlossenen Immobilienfonds und Immobilienaktien am gesamten Sicherungsvermögen beträgt maximal 30%. Doch es gibt eine weitere Bedingung, die besagt, dass der Anteil von nicht gelisteten Beteiligungen, und damit von geschlossenen Immobilienfonds, mit maximal 10% des gesamten Sicherungsvermögens begrenzt wird.³⁴²

Darüber hinaus gibt es zusätzlich eine begrenzte Beteiligungsquote von institutionellen Investoren am Fondskapital. Ein Investor darf laut dieser Regelung nur bis zu 10% als einzelner Investor an einem geschlossenen Fonds beteiligt sein. Überschreitet er diese Quote, kann der gesamte Anteil dem Sicherungsvermögen nicht mehr hinzugerechnet werden.³⁴³ Die Investition muss dann im „freien Vermögen“ ohne Anlagegrenzen gehalten werden, das jedoch in der Praxis nur für sehr große Versicherungsgesellschaften von Relevanz ist.³⁴⁴ Diese Beschränkungen stellen summiert ein erhebliches Hindernis für die Investition von institutionellen Investoren in geschlossene Immobilienfonds dar.

Der geschlossene Immobilienfonds kommt unter allen indirekten Immobilieninvestitionen einer Direktanlage in dem Sinne am nächsten, dass sich der Investor für die eine oder die wenigen Immobilien konkret entscheidet. Sowie bei der Direktanlage ist auch hier der Erfolg von diesem oder diesen speziellen Immobilien abhängig. Der Vorteil gegenüber der direkten Investition in ein Objekt besteht in der deutlich geringeren Anfangsinvestition. Der Nachteil besteht für den Investor in weiterer Folge dann darin, dass er sich den Zeitpunkt der Veräußerung und somit die Haltedauer der Investition nicht immer selbst aussuchen kann, wie er das im Falle des Direktinvestments könnte.³⁴⁵

³⁴¹ Vgl. Nack, U. (2007), S. 152.

³⁴² Vgl. ebenda, S. 154.

³⁴³ Vgl. ebenda.

³⁴⁴ Vgl. ebenda.

³⁴⁵ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 348.

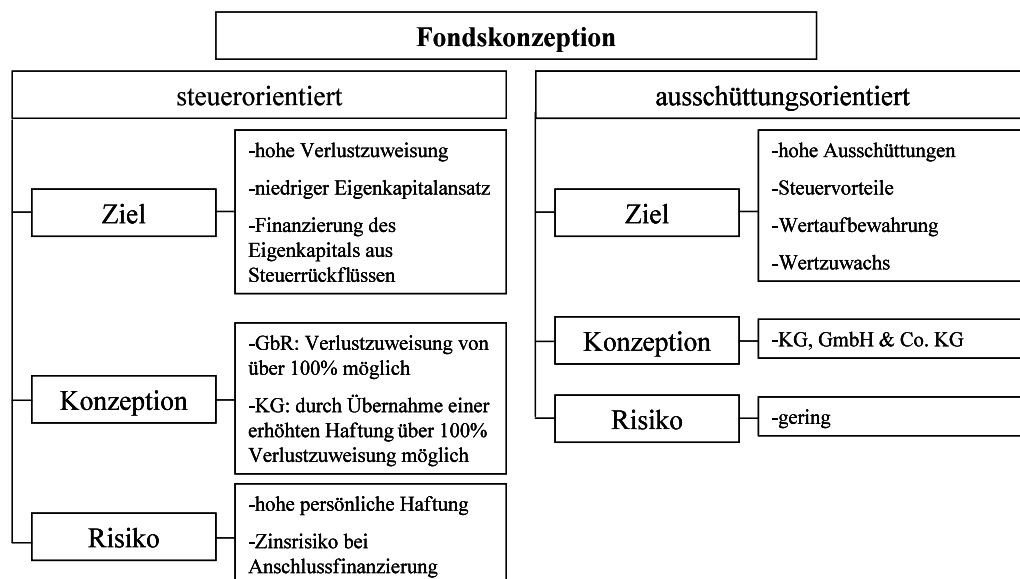
3.2.2.4. Ausschüttung

Die Ausschüttung eines geschlossenen Immobilienfonds hat im Vergleich zu einem REIT keine bestimmte Höhe der Erträge zu betragen, sondern richtet sich nach den laufenden Einnahmen und Ausgaben der Vermietung und Verpachtung des Immobilienbestandes. Von den laufenden Mieteinnahmen behält sich die Fondsgesellschaft lediglich einen Teil für Zins- und Tilgungszahlungen des Fremdkapitals, sowie Kosten für die regelmäßige Instandhaltung zurück. Da der geschlossene Immobilienfonds einer Direktanlage in Immobilien am nächsten kommt, wird dem Investor auch hier der Restbetrag der Erträge nach Abzug der Kosten ausgeschüttet. Nachfolgend werden im nächsten Unterkapitel verschiedene Möglichkeiten der steuerbegünstigten Auszahlung skizziert.

3.2.2.5. Besteuerung

Geschlossene Immobilienfonds können sich nach der regionalen Verteilung oder nach verschiedenen nutzungsbestimmten Immobilienobjekten unterscheiden. Die häufigste Form der Unterscheidung von geschlossenen Immobilienfonds ist aber jene in steuerorientierte und ausschüttungsorientierte Fonds (siehe Abbildung 82).

Abbildung 82: Steuerorientierte und ausschüttungsorientierte geschlossene Immobilienfonds



Quelle: Gondring, H.-P. (2004), S. 761.

Durch die Möglichkeit der Anrechnung und Verwertung von negativen Einkünften gegen die Steuerpflicht von positiven Einkünften, ist das Ziel der steuerorientierten Fonds die Maximierung der anfänglichen negativen Ergebnisse für den Anteilseigner. Die steuerlichen Verluste stehen somit im Vordergrund der Investition. Damit die Anerkennung dieser Verluste auch möglich ist, muss als Grundvoraussetzung jedoch die Absicht bestehen, ein positives Gesamtergebnis zu erzielen.³⁴⁶ Der steuerorientierte Anleger, sowie auch die Fondsgesellschaft, müssen in der Zeit der Gründung und bis zum Zeitpunkt der Veräußerung von Anteilen oder der Liquidation des Fonds den Zweck des nachhaltigen Überschusses verfolgen. Für dieses Vorhaben eines Totalgewinnes ist ein Betrachtungszeitraum von maximal 30 Jahren vorgesehen.³⁴⁷ Erwähnenswert ist, dass es dennoch schon Fälle von geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland gab, die aufgrund der fehlenden Gewinnerzielungsabsicht die angerechneten Steuervorteile nachträglich wieder zurückzahlen mussten.³⁴⁸ Wollen Investoren eine Immobilie frühzeitig verkaufen, müssen die steuerlichen Fragen der bis dahin „genutzten“ Anteile geklärt werden, was den Verkauf manchmal problematisch gestaltet.³⁴⁹ Es könnte durchaus sein, dass die Aberkennung der Anfangsverluste aus dem Verkauf resultiert, wenn dem verkaufenden Anleger nachgewiesen werden kann, dass er keine Gewinnabsicht verfolgt hat und schon vor Zeichnung einen Verkauf geplant hat. Dieser Tatbestand würde unter steuerliche Liebhaberei fallen.³⁵⁰

Dessen ungeachtet, bedeutet die letztendliche Erzielung eines Totalüberschusses für den Investor allenfalls eine Art Steuerstundung und keine effektive Steuerersparnis.³⁵¹

Um diese negativen Einkünfte und die erwartete Rendite im Sinne der steuermotivierten Investoren zu erlangen, setzt das Fondsmanagement zu Beginn vor allem auf erhöhte Fremdkapitalaufnahme, z.B. auch in ausländischer Währung.³⁵² Durch das erhöhte Zinsaufkommen und dem erhöhten Disagio können die Werbungskosten gesteigert werden und steuerlich durch die Erhöhung der Verlustzuweisung geltend gemacht

³⁴⁶ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 117.

³⁴⁷ Vgl. ebenda.

³⁴⁸ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 44.

³⁴⁹ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 121.

³⁵⁰ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 765.

³⁵¹ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 102.

³⁵² Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 347.

werden.³⁵³ Weitere Gestaltungsspielräume können sich durch eine degressive Variante der Abschreibung ergeben, sowie Sonderwerbungskosten in Verbindung mit der Refinanzierung des Fonds.³⁵⁴

Ausschüttungsorientierte Fonds stellen im Gegensatz zu steuerorientierten Fonds nachhaltige positive Erträge in den Vordergrund. Das Ziel ist es, dass laufende Einnahmen durch Vermietung und Verpachtung an den Investor weitergegeben werden. Natürlich wird auch bei diesen Liquiditätsüberschüssen eine steuerlich optimierte Ausschüttung verfolgt.

Die Einkunftsart aus geschlossenen Immobilienfonds ist in Deutschland im Segment der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung geregelt. Eventuelle Veräußerungsgewinne sind, wie bei allen Konstruktionen von laufenden Einkünften aus Vermietung und Verpachtung, nach Ablauf der Spekulationsfrist von 10 Jahren als steuerfrei zu behandeln.³⁵⁵ Im Falle einer Personengesellschaft der Fondsgesellschaft besteht hinsichtlich der Besteuerung absolute Transparenz bis hin zum Anleger und ist somit auch in diesem Kriterium einer Direktanlage in Immobilien gleichgestellt.³⁵⁶

Durch die teilweise möglichen Steuervorteile sind ausländische Fonds oft erheblich interessanter. Da eine Immobilie nach dem Belegenheitsprinzip im jeweiligen Land steuerlich behandelt wird, kann der Investor von eventuellen Freibeträgen oder niedrigen Steuersätzen profitieren. Diese Vorteile betreffen die steuerliche Behandlung der Immobilie selbst und die der Mieterträge, die in Verbindung mit bestehenden Doppelbesteuerungsabkommen dem Anleger einen Zugang zu steuerlich begünstigten Einnahmen eröffnen.³⁵⁷

Aus den bereits genannten Gründen der Steuerorientiertheit und der Mindestanlage im Rahmen einer Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds ergibt sich ein eher anspruchsvolles, meist steuermotiviertes Investorenpublikum. Meist sind es vermögende

³⁵³ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 760.

³⁵⁴ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 102.

³⁵⁵ Vgl. ebenda, S. 116.

³⁵⁶ Vgl. Opitz, G. (2002), S. 95.

³⁵⁷ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 103.

Privatkunden, die keinen finanziellen Druck durch den langfristigen Anlagehorizont zu erwarten haben. Bei ausschüttungsorientierten Fonds trifft man durchaus vermehrt auf Investoren mittleren Einkommens, da diese einerseits das Risiko der hohen Verschuldung des Fonds nicht eingehen möchten und andererseits der steuerliche Aspekt der Investition durch das mittlere Einkommen eine untergeordnete Rolle spielt, da sich Verlustzuweisungen in einer niedrigen Einkommensprogression nicht so spürbar auswirken als bei Anlegern mit der höchsten Stufe der Besteuerung.³⁵⁸

3.2.2.6. Rendite-Risiko-Profil

Die Risikoposition eines geschlossenen Immobilienfonds ist durch seinen hohen Spezialisierungsgrad und somit seiner fehlenden Risikostreuung dementsprechend höher als bei vergleichbaren anderen breit gestreuten Immobilienanlageprodukten.³⁵⁹

Die Risiken eines geschlossenen Immobilienfonds umfassen, angelehnt an allgemeine Risiken im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen, folgende Bereiche:

- Objektrisiken (Risiken im Zusammenhang mit der Immobilie),
- Mietrisiken (Bonitätsrisiko des Mieters, Anschlussvermietungsrisiko),
- Wertentwicklungsrisiko (Wirtschafts- und Konjunkturrisiken),
- Finanzierungsrisiken (Risiko der Platzierungsgarantie),
- konzeptionelle Risiken (rechtliche und steuerliche Konzeption),
- gesellschaftsrechtliche Risiken (Risiken der Gesellschafterbeschlüsse),
- Prospektrisiken (fehlerhafte Angaben),
- Risiken in der Prognoserechnung (Unsicherheit der Erträge und Aufwendungen).³⁶⁰

Einige dieser Risiken sind bei breiter Diversifikation des Portfolios oft vernachlässigbar. Besteht ein Portfolio jedoch beispielsweise aus nur einer einzigen Immobilie, ist auf jede Risikoart speziell einzugehen.

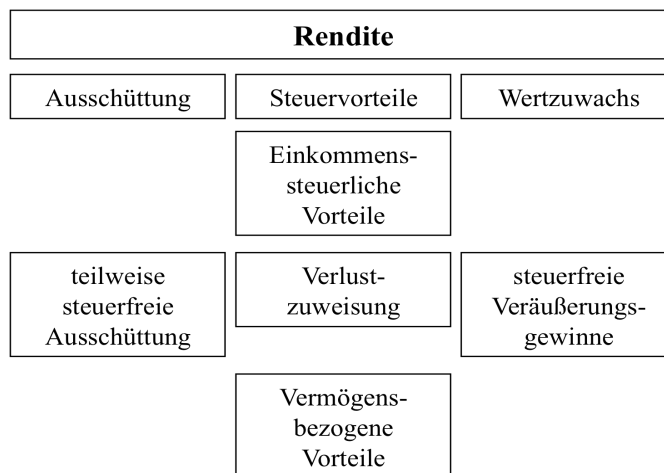
³⁵⁸ Vgl. Gondring, H. (2004), S. 762.

³⁵⁹ Vgl. Fink, A. (2006), S. 119.

³⁶⁰ Vgl. Ernst, D.; Freitag, U. (2005), S. 119 ff.

Die zu erwartende Rendite eines geschlossenen Immobilienfonds variiert in den meisten Angaben zwischen 5% p.a. und 7% p.a. Die Bestandteile, woraus sich diese Rendite zusammensetzt, zeigt nachfolgend Abbildung 83.

Abbildung 83: Bestandteile der Rendite eines geschlossenen Immobilienfonds

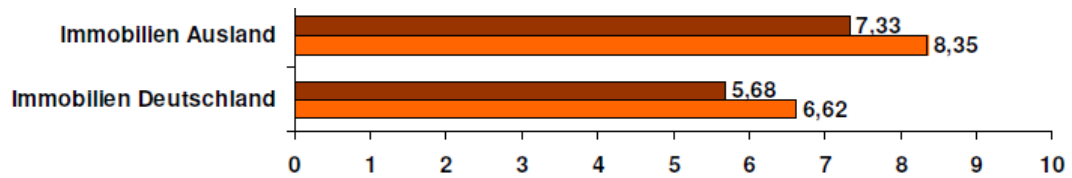


Quelle: Gondring, H.-P. (2004), S. 766.

Eine Studie von Fondsmidia (2009) untersuchte 345 international geschlossene Immobilienfonds mit einem Gesamtfondsvolumen von ca. EUR 15,2 Mrd. Es handelt sich dabei um Fonds, die im Zeitraum 1969 bis 2005 vertrieben wurden. Verkäufe jener geschlossenen Immobilienfonds wurden dabei bis zum Jahr 2008 berücksichtigt. Das Ergebnis der Untersuchung zeigte eine Durchschnittsperformance von ca. 7% p.a. Betrachtet man dabei nur die Emissionen ab dem Jahr 2000 erreicht man eine Durchschnittsrendite von ca. 9% p.a. Nahezu 93% aller geschlossenen Immobilienfonds der Analyse konnten im Beobachtungszeitraum eine positive Entwicklung vorweisen.³⁶¹ Eine Untersuchung im Jahr 2007 und 2008 über deutsche geschlossene Fonds ergab ähnliche Ergebnisse (siehe Abbildung 84).

³⁶¹ Vgl. WM-AG (2009c).

Abbildung 84: Durchschnitt der Rendite deutscher geschlossener Immobilienfonds nach (in rot) / vor (in orange) Steuern in Prozent



Quelle: WM-AG (2009c), S.43.

3.2.3. Geschlossene Immobilienfonds in Österreich

Die Einführung von geschlossenen Immobilienfonds in Österreich startete im Jahr 1999. Damals war der Anbieter BA-CA Real Invest Vorreiter in diesem Segment neben MPC Capital. Letztere befindet sich mittlerweile unter den Marktführern der Anbieter von geschlossenen Immobilienfonds in Österreich.³⁶²

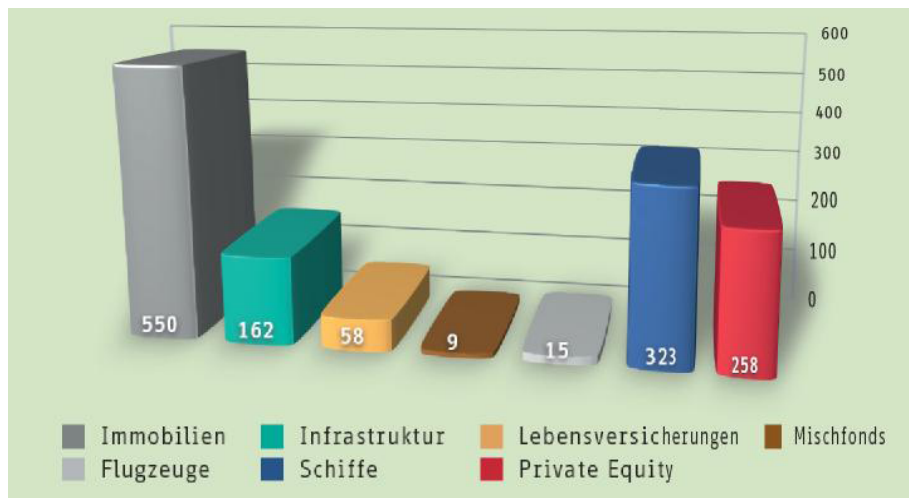
Die Anbieterzahl von geschlossenen Immobilienfonds verhält sich in Österreich noch sehr überschaubar. 2006 verkaufte die BA-CA Real Invest all ihre bestehenden geschlossenen Immobilienfonds. Bisher wurde auch kein neuer Immobilienfonds wieder angeboten. Es soll seitens BA-CA Real Invest jedoch wieder einen neuen geschlossen Immobilienfonds geben. Dieser soll die Ausrichtung auf bis zu drei Büroimmobilien in Osteuropa haben und private Anleger in Österreich als Zielgruppe ansprechen.³⁶³

Die nachfolgende Abbildung 85 zeigt das Platzierungsergebnis der geschlossenen Immobilienfonds in Österreich im Verhältnis zu anderen geschlossenen Fonds mit verschiedenen zugrunde liegenden Anlageklassen seit Entwicklung dieses Produktes im Jahr 1999.

³⁶² Vgl. GeföX (2008).

³⁶³ Vgl. Wirtschaftsblatt (2010).

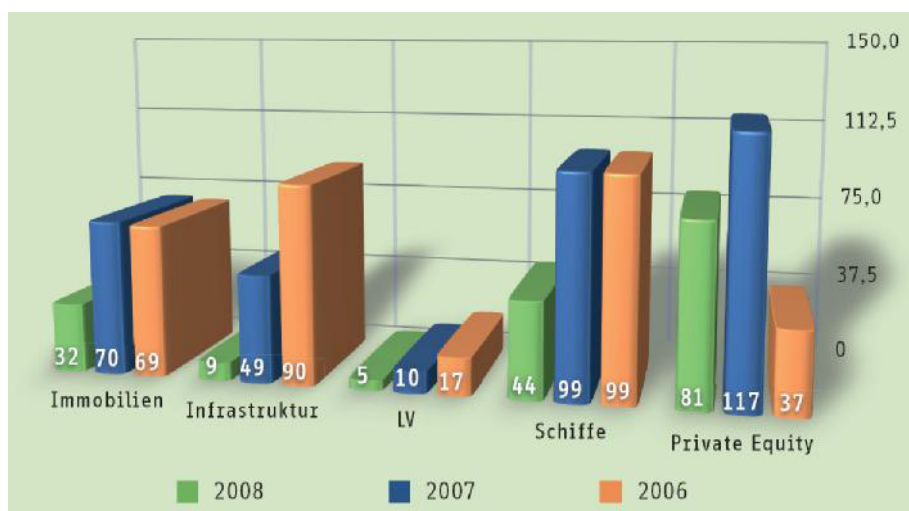
Abbildung 85: Platzierungsergebnisse geschlossener Fonds seit 1999, in Mio. EUR



Quelle: WM-AG (2009a), S. 12.

In Relation zu dem Gesamtergebnis zeigt Abbildung 86 die jeweiligen Eigenkapitalanteile der Investments in den Jahren 2006 bis 2008.

Abbildung 86: Eigenkapitalplatzierung geschlossener Fonds in den Jahren 2006-2008, in Mio. EUR



Quelle: WM-AG (2009a), S. 12.

3.2.3.1. Rechtlicher Rahmen

Der rechtliche Rahmen gestaltet sich in Österreich analog zum deutschen geschlossenen Immobilienfonds (siehe Kapitel 3.2.2.1.). Da beim geschlossenen Immobilienfonds das Fondsvolumen begrenzt ist, fällt der Fonds nicht unter die Bestimmungen des österreichischen Investmentfonds-Gesetzes.³⁶⁴

3.2.3.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

In Österreich hat sich seit 2008 die WM-AG für die Entwicklung eines Zweitmarktes für geschlossene Immobilienfonds etabliert. Die WM-AG bietet Anlegern eine Möglichkeit ihre Anteile jederzeit zurückgeben zu können und verkauft diese dann hauptsächlich an institutionelle Investoren weiter.³⁶⁵ Bereits bewertete Fonds kann die WM-AG innerhalb von 2-3 Tagen abwickeln. Für neu zu bewertende geschlossene Immobilienfonds räumt sich das Unternehmen laut eigener Angabe eine Berechnungsfrist von 14 Tagen ein.³⁶⁶

Der erst kürzlich angebotene erste geschlossene Immobilienfonds der Erste Bank musste nach einer Zeichnungsfrist von acht Wochen im vierten Quartal 2009 feststellen, dass das erforderliche Eigenkapital von 75% mangels Interesse nicht erreicht werden konnte. Das Platzierungsvolumen betrug EUR 7,5 Mio. und startete mit einem Mindestvolumen von EUR 50.000.- für vermögende Privatkunden und Stiftungen. Mit dem Investment hätte der Kauf eines Prager Büroobjektes realisiert werden sollen. Ziel war es, zu den EUR 7,5 Mio. Eigenkapital weitere 7,5 Mio. Fremdkapital aufzunehmen.³⁶⁷ Das Private Placement soll laut Erste Bank Group zu einem geeigneteren Zeitpunkt wieder aufgenommen werden.³⁶⁸

3.2.3.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

In Österreich werden verstärkt jene geschlossenen Immobilienfonds angeboten, die in ausländische Immobilien investieren. So dominieren Investments in deutsche und holländische Immobilien den Markt. Eine Auflistung der geschlossenen Immobilienfonds des Anbieters MPC Capital soll beispielhaft einen Überblick über das vorhandene Angebot geben, insbesondere im Hinblick auf die Ausgestaltung der Fonds bezüglich

³⁶⁴ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 17.

³⁶⁵ Vgl. Wirtschaftsblatt (2010).

³⁶⁶ Vgl. WM-AG (2009b), S. 55.

³⁶⁷ Vgl. IR Beteiligungsverwaltungsgesellschaft (2009), S. 38.

³⁶⁸ Vgl. Wirtschaftsblatt (2010).

Anzahl der im Bestand befindlichen Immobilien, Anteil des Eigenkapitals und gesamtes Fondsvolumen (siehe Abbildung 87).

Abbildung 87: Übersicht der von MPC Capital in Österreich angebotenen geschlossenen Immobilienfonds, die zum 30. Juni 2009 voll platziert waren

Fonds	Anzahl Objekte / Mietfläche (m²)	Jahr der Platzierung	Investitions- volumen (Mio. EUR)	Emissions- volumen (Mio. EUR)
Holland Fonds				
Holland 69	2 / 14.727	2007/8	42,20	16,90
Holland 68	3 / 31.795	2006/7	74,00	30,90
Holland 67	3 / 10.978	2006	37,50	15,19
Holland 66	2 / 9.539	2006	25,30	10,43
Holland 60	2 / 24.563	2005	72,70	28,70
Holland 59	7 / 28.554	2005	90,40	39,90
Holland 57	3 / 17.720	2005	52,20	23,95
Holland 56	4 / 14.428	2005	38,30	18,41
Holland 54	4 / 39.747	2004/5	70,60	31,23
Holland 53	3 / 34.108	2004/5	80,00	35,16
Holland 51	3 / 21.802	2004	41,80	18,55
Holland 50	2 / 84.753	2004	216,20	94,34
Holland 47	2 / 33.057	2003	101,00	46,97
Holland 44	4 / 39.828	2003	102,80	51,01
Holland 43	3 / 19.952	2002/3	49,70	24,35
Holland 42	4 / 14.801	2002	29,40	12,02
Holland 40	3 / 37.379	2002	91,15	38,28
Holland 32	3 / 8.201	2001/2	13,76	6,65
Deutschland Fonds				
Deutschland Fonds	6 / 57.654	2002/3	119,60	48,06
Deutschland Fonds 2	1 / 10.655	2006	31,50	12,37

Quelle: MPC (2009).

3.2.3.4. Besteuerung

Wie bereits erwähnt, ist der geschlossene Immobilienfonds einer Direktanlage am nächsten – so auch bei der Besteuerung der Erträge, egal ob laufende Erträge oder Veräußerungsgewinne. Der geschlossene Immobilienfonds bietet ebenfalls eine transparente Ertragsbesteuerung.

Die Besteuerung hängt jedoch noch von der Ausgestaltung der Gesellschaftsform ab. Ist der geschlossene Immobilienfonds als Kapitalgesellschaft konzipiert, so sind die Erträge

den Einkünften aus Kapitalvermögen zuzurechnen und unterliegen einer Spekulationsfrist für Veräußerungsgewinne von lediglich einem Jahr.³⁶⁹

Ist die Gesellschaftsform jedoch eine Personengesellschaft, so wird direkt auf die zugrunde liegende Immobilie durchgeblickt und die laufenden Erträge sind zu Einkünften aus Vermietung und Verpachtung hinzu zu zählen und unterliegen dem individuellen progressiven Steuersatz des Investors. Analog zur Direktanlage verhält sich dann auch die Besteuerung eines Gewinnes aus dem Verkauf der Immobilie. Hat der Investor die Immobilie über die 10-Jahres-Spekulationsfrist hinaus gehalten, sind seine Gewinne steuerbefreit zu behandeln.

3.2.3.5. Risiko-Rendite-Profil

Das Risiko-Rendite-Profil österreichischer geschlossener Immobilienfonds verhält sich genauso wie deutsche geschlossene Immobilienfonds (siehe Kapitel 3.2.2.6.). Die vorhin erwähnten geschlossenen Immobilienfonds der Real Invest haben laut eigenen Angaben per Ende 2009 Renditen zwischen 6,83% p.a. und 14,22% p.a. eingebracht.³⁷⁰

3.2.4. Unterschiede geschlossener Immobilienfonds zu REITs

Aus den angegebenen Ausprägungen des geschlossenen Immobilienfonds wird deutlich erkennbar, dass es sich bei einem REIT und einem geschlossenen Immobilienfonds um zwei komplementäre Produkte handelt, die sich sinnvoll ergänzen können.

Im Hinblick auf die wesentlichen Produktmerkmale, wie die jeweilige Größe, die Ausprägung der Liquidität des jeweiligen Anteilmarktes, die Anlagestrategien, das Spektrum der Tätigkeiten des Fondsmanagements, die Ausschüttungshöhe, der Offenlegungspflichten und somit der Transparenz, ist eine grundlegende Differenzierung möglich.³⁷¹

Während der geschlossene Immobilienfonds seinen Investoren einen langfristigen Anlagehorizont eingehen lässt, bietet der REIT dem Anleger ein sehr liquides Investmentprodukt. Diese Fungibilität der Anteile lässt den geschlossenen

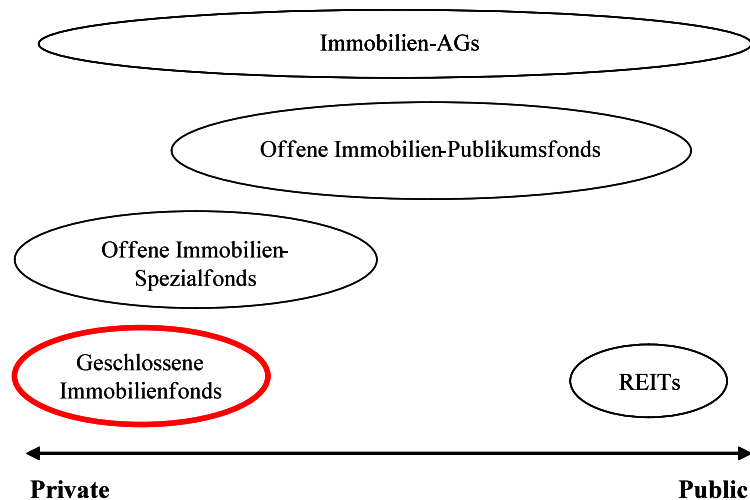
³⁶⁹ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 17.

³⁷⁰ Vgl. BA-CA Real Invest (2010b).

³⁷¹ Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 352.

Immobilienfonds und den REIT auf der gegensätzlichen Seite der öffentlichen Handelbarkeit stehen. Abbildung 88 verdeutlicht dies in der Einordnung der einzelnen indirekten Immobilienanlageprodukte in den „privaten“ bzw. „öffentlichen“ Bereich.

Abbildung 88: Public vs. Private bei Immobilien-Anlageprodukten



Quelle: Sotelo, R. (2008), S. 70.

Der Investor entscheidet sich, wie eingangs erwähnt, durch die Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds für eine Kapitalanlage in ein oder wenige Immobilienobjekt/e über die gesamte Laufzeit. Im Zuge einer Investition in einen REIT wählt der Investor eine bestimmte Anlagestrategie in einem bestimmten Sektor oder einer bestimmten Region aus, die durch Umschichtungen von Immobilienobjekten auch während der Haltedauer optimiert werden kann.³⁷² Im Falle von Mehr-Objekt-Fonds nähert sich der geschlossene Immobilienfonds eher an die Konzeption des offenen Immobilienfonds an, der eine Vielzahl an diversifizierten Objekten hält.³⁷³

Eine Umwandlung geschlossener Immobilienfonds in REITs kann für den Investor sehr attraktiv sein. Es erhöhen sich somit die Transparenz und Fungibilität seiner Anteile. Möglich wäre auch der Zusammenschluss ähnlich investierter geschlossener Immobilienfonds zu einem gemeinsamen REIT, der entweder nach Anforderungen der

³⁷² Vgl. Knoflach, B. (2008), S. 352.

³⁷³ Vgl. Opitz, G. (2002), S. 108.

Gesellschafter nicht börsengehandelt weitergeführt wird oder in nächster Folge an die Börse gebracht wird.³⁷⁴ Umgekehrt ähnelt ein REIT, der nicht börsennotiert ist und bei dem ein Handel der Anteile praktisch nicht stattfindet, im weitesten Sinn einem geschlossen Immobilienfonds bzw. einem Immobilien-Spezialfonds.³⁷⁵

³⁷⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 95.

³⁷⁵ Vgl. Fink, A. (2006), S. 120.

3.3. Immobilienaktien

3.3.1. Historie der Immobilienaktien in Deutschland

Vor Einführung des Euro wurden deutsche Immobilienaktien auf europäischer Ebene noch gemieden, da sich durch unterschiedliche Kapitalmarktzinsen und Währungsschwankungen die Vergleichbarkeit der Titel wenig gehaltvoll gestaltete. Zusätzlich standen in der Phase der Jahre 1999 bis 2003 deutsche Immobilienaktien in zweierlei Hinsicht im Schatten der Investoren. Einerseits wurden Immobilienaktien im Vergleich zu den neuen Aktien der Technologie- und Kommunikationsbranche weniger attraktiv eingestuft und andererseits wiesen deutsche Immobilienaktien noch dazu eine höhere Korrelation zum Aktiensegment auf als vergleichsweise auf europäischer Ebene. Damit wurden deutsche Immobilienaktien vor allem in dieser Phase mit hohen Abschlägen im Vergleich zu ihrem inneren Wert gestraft.³⁷⁶ Die Einführung von REITs in Frankreich und die Diskussion um die Einführung eines deutschen REITs beflügelten ab dem Jahr 2004 das Segment der Immobilienaktien in Deutschland.³⁷⁷

Historisch sind die ersten Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland aus großen Industrieunternehmen heraus gewachsen.³⁷⁸ Vor allem für Nicht-Immobilien-Unternehmen, deren primärer Geschäftszweck ein anderer als das Immobiliengeschäft darstellt, hat sich durch Immobilienaktiengesellschaften eine sinnvolle Möglichkeit zur Abspaltung der eigenen Bestandsimmobilien ergeben. Durch die verschiedene Herkunft und Entstehung der Immobilienaktiengesellschaften versuchte man von Beginn an die Unternehmen nach ihrem Tätigkeitsfeld einzuordnen. Diese Kategorisierung sah grob drei Bereiche vor:

- Bestandsentwickler,
- Bestandshalter und

³⁷⁶ Vgl. Leibold, S. (2007), S. 82.

³⁷⁷ Vgl. ebenda, S. 83.

³⁷⁸ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 30.

- Mischformen der Projektentwicklung und laufenden Bewirtschaftung von Immobilien.³⁷⁹

Immobilienaktiengesellschaften lassen sich jedoch auch aus ihrem historischen Ursprung heraus in verschiedene Kategorien einteilen:

- geborene Immobilienaktiengesellschaften,
- faktische Immobilienaktiengesellschaften,
- Entrepreneur- Immobilienaktiengesellschaften und
- Immobilienaktiengesellschaften, die durch Finanzdienstleister gegründet wurden.³⁸⁰

Geborene Immobilienaktiengesellschaften sind seit Beginn ihrer Geschäftstätigkeit reine Immobilienunternehmen. Die zweite Gruppe der faktischen Immobilienaktiengesellschaften sind jene Unternehmen, die ursprünglich einen anderen Fokus in ihrer Geschäftstätigkeit hatten und sich dann auf die Verwaltung der eigenen Immobilien reduziert und neupositioniert haben. Die dritte Art der Immobilienaktiengesellschaften sind Entrepreneur-Immobilienaktiengesellschaften, die ihre Börsennotierung durch den Erwerb des Börsenmantels begründen und oft schon davor über einen hohen Bekanntheitsgrad verfügten. Sie sind meist auf die Gründung eines Finanzdienstleisters zurückzuführen, z.B. all jene Unternehmen, die ursprünglich aus dem Bereich von Banken, Versicherungen, etc. erwachsen sind.³⁸¹ Ende 2006 verteilte sich die Anzahl der verschiedenen Immobilienaktiengesellschaften nach ihrer oben genannten Aufzählung: geborene Immobilienaktiengesellschaften waren vorherrschend, gefolgt von faktischen Immobilienaktiengesellschaften und mit größerem Abstand danach Entrepreneur- und einigen wenigen Finanzdienstleister-Immobilienaktiengesellschaften.³⁸²

Anhand des Verhältnisses zwischen dem weltweiten Immobilienvermögen und des börsennotierten Immobilienvermögens erkennt man, dass einige Länder, darunter auch

³⁷⁹ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 31.

³⁸⁰ Vgl. Leibold, S. (2007), S. 75.

³⁸¹ Vgl. ebenda, S. 76.

³⁸² Vgl. ebenda, S. 77.

Deutschland, noch großes Potenzial für Immobilienaktien haben.³⁸³ Im Vergleich zu Deutschland ist beispielsweise der asiatische börsennotierte Immobilienmarkt entwickelter (siehe Abbildung 89).

Abbildung 89: Größe von Volkswirtschaften und absolutem Immobilienvermögen, in Mrd. USD

Land	Total GDP 2007 (\$ Mrd.)	Immobilien- vermögen 2007 (\$ Mrd.)	Börsennotiert in % des Immobilien- vermögens Mai 2009	Aktienmarkt- kapitalisierung gesamt Mai 2009 (\$ Mrd.)	Immobilien- aktien in % des Aktienmarktes Mai 2009
USA	13.079	5.885	6,0%	10.899	3,3%
Japan	4.438	1.997	8,0%	3.234	4,9%
UK	2.497	1.404	3,9%	2.360	2,3%
Deutschland	3.034	1.355	1,1%	1.045	1,4%
Frankreich	2.352	1.058	5,4%	1.528	3,7%
Hong Kong / China	2.912	631	25,8%	4.372	3,7%

Quelle: BVI (2009b), S. 23.

3.3.2. Wesentliche Merkmale von Immobilienaktien

Die Eigenschaften von Immobilienaktien entsprechen den Eigenschaften aller anderen Aktien des Kapitalmarktes auch. Diese Anlageform ähnelt am wenigsten einer Direktanlage in Immobilien, sei es auf den rechtlichen Rahmen bezogen, die Losgrößen- und Liquiditätstransformation, die Risikofaktoren, das Betätigungsfeld, die Besteuerungen, sowie Ausschüttungen, als auch das Risiko-Rendite-Profil.

3.3.2.1. Rechtlicher Rahmen

Eine Immobilienaktiengesellschaft stellt eine Kapitalgesellschaft dar, welche sich auf Immobilienanlagen spezialisiert. Sie unterliegt keinen Sonderregelungen, insbesondere keinen Anlegerrestriktionen oder keiner steuerlichen Sonderbehandlung, und ist einer gewöhnlichen Aktiengesellschaft gleichgestellt. Immobilienaktiengesellschaften unterliegen demnach auch dem Aktiengesetz.³⁸⁴ Die im weitesten Sinne einzige Regelung betrifft lediglich den Inhalt der maßgeblichen Geschäftstätigkeit. Der Geschäftszweck einer Immobilienaktie ist auf Immobilieninvestitionen konzentriert, beinhaltet jedoch

³⁸³ Vgl. Schneck, O. (2007), S. 19.

³⁸⁴ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 31.

genauso z.B. Projektentwicklungen oder den Handel mit Immobilien.³⁸⁵ Eine Immobilienaktiengesellschaft verfügt über weit höhere Freiheitsgrade in der Gestaltung ihres Geschäftsmodells als andere bereits genannte Immobilienanlageprodukte.³⁸⁶

3.3.2.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

Durch den Erwerb von Anteilsscheinen an Immobilienaktiengesellschaften ist der Investor Gesellschafter einer üblichen Aktiengesellschaft mit allen Rechten und Pflichten.³⁸⁷ Immobilienaktien stellen folglich durch ihre Liquidität am Aktienmarkt eine äußerst fungible Art dar in Immobilien zu investieren. Sie zeichnen sich durch besonders geringe Transaktionskosten aus. Sie können ihre Zielgruppe breit gestalten, da die kleine Stückelung der Anteile auch privaten Anlegern die Möglichkeit zur Investition öffnet. Aktienorientierte Kleinanleger können somit schon in einer Losgröße von nur einer Aktie in die Immobilienaktiengesellschaft investieren.³⁸⁸ Die Ausgabe von Anteilsscheinen ist im Gegensatz zu geschlossenen Immobilienfonds unbegrenzt möglich.³⁸⁹ Im Zuge ihrer Börsennotierung verfügen Immobilienaktien über eine hohe Informations- und Kommunikationstransparenz, wie beispielsweise in der Bewertung des Immobilienvermögens der Aktiengesellschaft.³⁹⁰

Die Bewertung des Vermögens einer Immobilienaktiengesellschaft erfolgt durch die Methode des Net Asset Value (NAV). Dieser berechnet sich aus dem Marktwert der Bestandsimmobilien abzüglich der Verbindlichkeiten des Unternehmens.³⁹¹ Dieser international anerkannte Vergleichswert von Immobilienaktien soll das wirtschaftliche Eigenkapital widerspiegeln und eine bessere Vergleichbarkeit ermöglichen. Dabei kann sich der Börsenpreis pro Anteil vom NAV je Aktie unterscheiden, da dieser vom Angebot und der Nachfrage am Kapitalmarkt abhängig ist. Dies kann einerseits durch die Berücksichtigung des Marktes der Portfoliodiversifikation der Immobilienaktie begründet

³⁸⁵ Vgl. Becker, M. (2008), S. 82.

³⁸⁶ Vgl. Kottmann, B.; Webeler, R.; Wichmann, R. (2007), S. 490.

³⁸⁷ Vgl. Sebastian, S. (2007), S. 43.

³⁸⁸ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 63.

³⁸⁹ Vgl. Sebastian, S. (2007), S. 44.

³⁹⁰ Vgl. Rebitzer, D. (2005), S. 25.

³⁹¹ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 32.

sein oder durch Einrechnung von diversen Kosten auf Gesellschafterebene, der zeitlichen Differenz der Wertgutachten der Bestandsimmobilien und der Feststellung des NAV.³⁹²

Abbildung 90: Berechnung des Net Asset Value einer Immobilienaktie

Verkehrswert der Immobilien
+ Wert sonstiger Vermögensgegenstände
-- Fremdkapital
-- Overheadkosten (kapitalisiert)
= Net Asset Value (NAV)

Quelle: Rebitzer, D. (2005), S. 26.

3.3.2.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

Der größte Risikofaktor einer Immobilienaktiengesellschaft ist eindeutig das Aktienrisiko, das eine Immobilienaktie impliziert. Die Diversifikation ist meist mittel bis hoch, jedoch in einem weitestgehend undefinierten Betätigungsfeld.³⁹³ Zwar ist die Anlage in Immobilien gesetzlich vorgeschrieben, jedoch muss diese Anlagepolitik innerhalb von 75% der Erträge stattfinden und ist auch nicht weiter eng definiert.³⁹⁴ Auf der einen Seite konkurrieren Immobilienaktiengesellschaften in Bezug auf Chancen des Immobilienmarktes mit anderen Immobilienunternehmen und Immobilienanlageprodukten, gleichzeitig steht eine Immobilienaktie auch immer im Vergleich zu anderen Aktientiteln ihrer vergleichbaren Gruppe und konkurriert um Aufmerksamkeit an der Börse.³⁹⁵

Darüber hinaus können auch Immobilienaktiengesellschaften analog zu anderen Immobilienanlageprodukten nach ihrer Fokussierung auf bestimmte Nutzungsarten differenziert werden.

³⁹² Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 33.

³⁹³ Vgl. Rebitzer, D. (2005), S. 28.

³⁹⁴ Vgl. Sebastian, S. (2009), S. 44.

³⁹⁵ Vgl. Kottmann, B.; Webeler, R.; Wichmann, R. (2007), S. 490.

3.3.2.4. Ausschüttung

Im Allgemeinen besteht die Rendite für einen Investor aus zwei Teilen - der Dividende und dem Veräußerungsgewinn. Die Dividende wird über die Haltedauer hinweg laufend bei Ausschüttung der Immobilienaktiengesellschaft generiert und der Veräußerungsgewinn oder auch -verlust am Ende der Haltedauer.³⁹⁶

3.3.2.5. Besteuerung

Die Einkunftsart der Erträge aus Immobilienaktiengesellschaften ist unter den Einkünften aus Kapitalvermögen des Investors einzuordnen. In Deutschland unterliegen die Dividendenausschüttungen dem Halbeinkünfteverfahren und Kursgewinne nach Veräußerung der Anteile sind nach einem Jahr steuerbefreit zu behandeln.³⁹⁷

3.3.2.6. Rendite-Risiko-Profil

Laut einer Studie von Rehring, Steffen (2008) weisen Immobilienaktiengesellschaften ähnliche Eigenschaften wie der allgemeine Aktienmarkt auf. Der Handel an einer Börse importiert das Börsenrisiko in die Entwicklung von Immobilienaktien. Die Korrelation zum allgemeinen Aktienmarkt erweist sich als mäßig positiv im Gegensatz zu praktisch keiner Korrelation dem Anleihenmarkt gegenüber.³⁹⁸ Zwar verhalten sich Immobilienaktien mit einer niedrigeren Volatilität und niedrigeren Rendite anders als das Aktiensegment, doch ist beides höher vergleicht man es mit Anleihen oder der Volatilität und Performance eines offenen Immobilienfonds.

³⁹⁶ Vgl. Becker, M. (2008), S. 84.

³⁹⁷ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 65.

³⁹⁸ Vgl. Rehring, C.; Sebastian, S. (2008), S. 332.

Abbildung 91: Performance ausgewählter Immobilienaktien in Österreich, Frankreich, Deutschland und Großbritannien von August 2008 bis August 2009



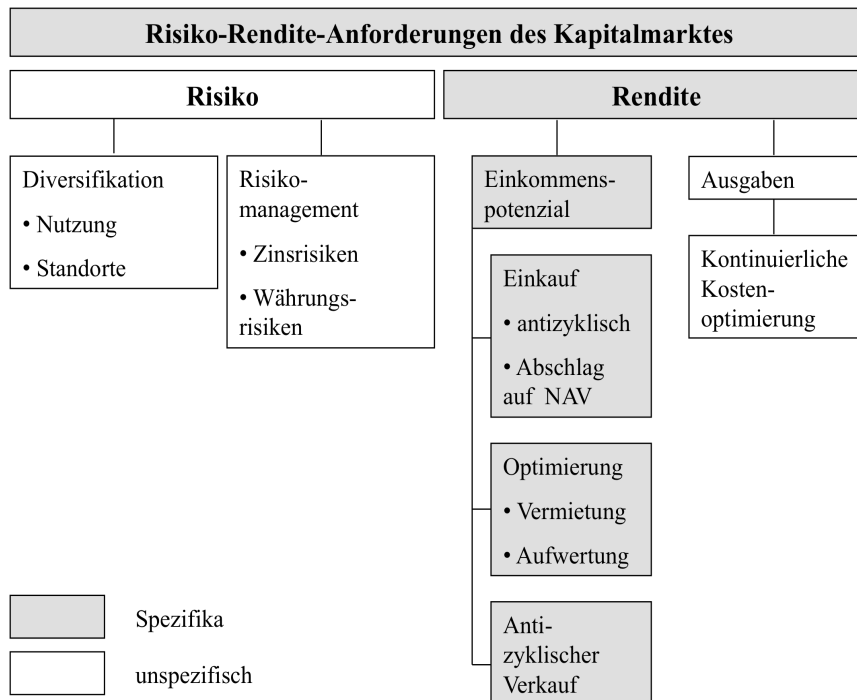
Quelle: Erste Group (2009), S. 2.

Der Stellenwert einer Immobilienaktie in einem diversifizierten Anlegerportfolio entspricht eher einem weiteren speziellen Aktiensegment als einer Beimischung einer eigenen Anlageklasse.³⁹⁹ Diese Kategorisierung lässt Immobilienaktien im Portfolio von institutionellen Investoren zum Aktienanteil zählen und nicht zum Immobilienvermögen.⁴⁰⁰ Damit zusammenhängend ist die gewünschte Marktkapitalisierung und Liquidität von deutschen Immobilienaktien noch nicht in dem Maß vorhanden wie bei Einführung erwartet wurde.

³⁹⁹ Vgl. Rehrling, C.; Sebastian, S. (2008), S. 337.

⁴⁰⁰ Vgl. Nack, U. (2007), S. 152.

Abbildung 92: Rendite-Risiko-Raster einer börsennotierten Immobilienaktiengesellschaft



Quelle: Kottmann, B.; Webeler, R.; Wichmann, R. (2007), S. 490.

Der Stellenwert einer Anlageart wird durch einen eigenen Index gehoben. Der bekannteste veröffentlichte Immobilien-Aktienindex in Deutschland ist jener des Bankhauses Ellwanger & Geiger, der E&G DIMAX.⁴⁰¹ Dieser Index fasst seit 1988 alle jene deutschen Immobilienaktiengesellschaften zusammen, die mindestens zu 75% ihre Geschäftstätigkeit im Immobiliengeschäft begründen.⁴⁰² Diese Tätigkeit muss sich nicht auf das Immobilienbestandsgeschäft beschränken, sondern vereint auch Projektentwickler und andere Immobiliendienstleister in einem gemeinsamen Abbild. Die enthaltenen Titel werden nach ihrer Marktkapitalisierung im Index gewichtet.⁴⁰³ Ziel dieses Index ist die Steigerung der Transparenz und Vergleichbarkeit, aber auch die dadurch klare Abgrenzung des Segments der Immobilienaktien.⁴⁰⁴ Anfang Jänner 2010 betrug die Marktkapitalisierung des E&G DIMAX ca. EUR 8,6 Mrd. und subsummierte 73

⁴⁰¹ Vgl. Rehling, C.; Sebastian, S. (2008), S. 329.

⁴⁰² Vgl. Rebitzer, D. (2005), S. 26.

⁴⁰³ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 103.

⁴⁰⁴ Vgl. Leibold, S. (2007), S. 71.

Immobilienaktientitel unter einem Index.⁴⁰⁵ Allein im Jahr 2009 erwirtschafteten die Titel des E&G DIMAX eine Durchschnittsrendite von 24,09% p.a. (siehe Abbildung 93 und Anhang 2).

Abbildung 93: Entwicklung des E&G DIMAX im Vergleich zum DAX von 1999-2009



Quelle: Ellwanger & Geiger (2010b).

Auf europäischer Ebene ist die bereits erwähnte European Public Real Estate Association (EPRA) federführend in der Abbildung der Wertentwicklung großer Immobilienaktiengesellschaften. Daneben publiziert auch Global Property Research (GPR) Indizes für den Immobilienaktienmarkt. Die Indizes auf europäischer Ebene fordern speziellere Voraussetzungen für die Aufnahme in den Index, was Grund dafür ist, dass lediglich einzelne deutsche Immobilienaktiengesellschaften dort inkludiert sind.⁴⁰⁶

⁴⁰⁵ Vgl. Ellwanger & Geiger (2010a).

⁴⁰⁶ Vgl. Rehling, C.; Sebastian, S. (2008), S. 329.

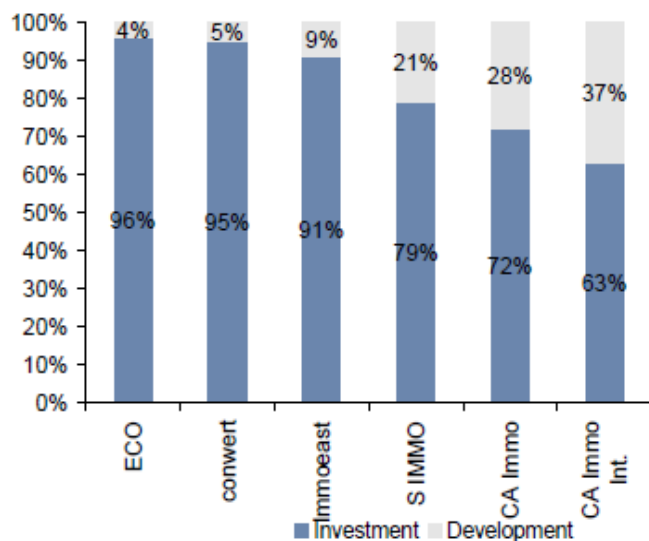
3.3.3. Immobilienaktien in Österreich

In Österreich haben Immobilienaktien eine längere Geschichte und bedeutendere Stellung am Kapitalmarkt als in Deutschland.

3.3.3.1. Rechtlicher Rahmen

In Anlehnung an die beschriebene Unterteilung in unterschiedliche Tätigkeitsfelder der Immobilienaktiengesellschaften im Kapitel 3.3.1. lassen sich österreichische Immobilienaktien vorwiegend als Bestandshalter beschreiben. Je nach Unternehmen nimmt der Geschäftszweig der Projektentwicklung einen höheren (z.B. CA Immo International) oder geringeren (z.B. ECO) Stellenwert ein. Abbildung 94 zeigt diese Mischung der Tätigkeitsfelder ausgewählter österreichischer Immobilienaktien.

Abbildung 94: Verteilung österreichischer Immobilienaktien nach Tätigkeitsfeld



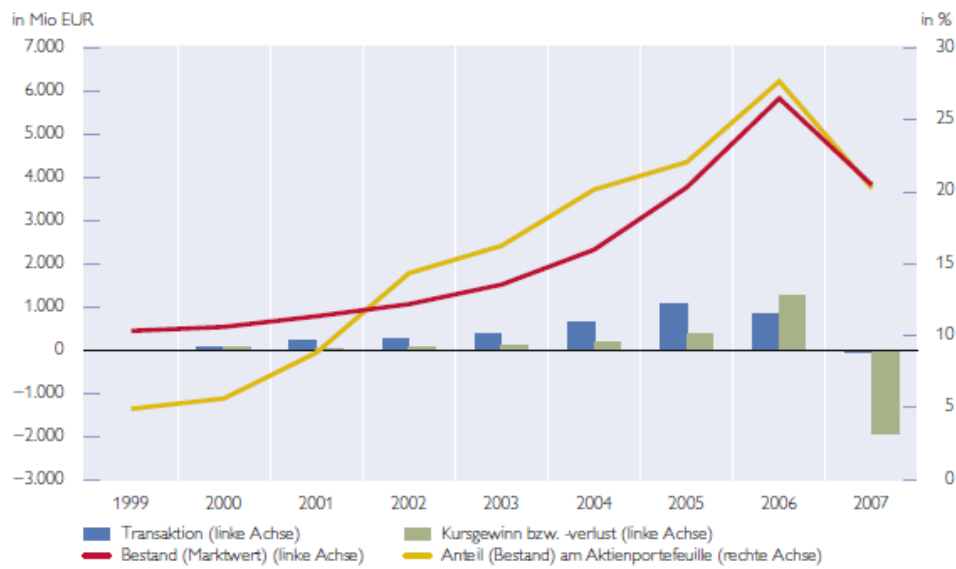
Quelle: Erste Group (2009), S. 10.

3.3.3.2. Losgrößen- und Liquiditätstransformation

In Österreich konnten sich Immobilienaktien als Anlageprodukt für private Anleger in den letzten Jahren gut behaupten. Der Anteil von Immobilienaktien im Besitz von österreichischen Privatinvestoren stieg von 1999 bis zum Frühjahr 2007 von ca. EUR 400

Mio. auf ca. EUR 6 Mrd. an.⁴⁰⁷ Dieser Anstieg wurde zu einem Großteil durch Nettozukäufe realisiert. Mit Ende März 2007 erreichten Immobilienaktien 30% Anteil am Gesamtaktienportfolio privater Anleger in Österreich.⁴⁰⁸

Abbildung 95: Entwicklung von Immobilienaktien im Besitz von Privatanlegern in Österreich



Quelle: Sedlacek, G. (2008), S. 51.

Mit diesem Bestand am Aktienportfolio ist eine eindeutige Konzentration in Immobilienaktien zu beobachten.⁴⁰⁹ Die Entwicklung der Immobilienaktien in jüngster Vergangenheit verringerte jedoch aufgrund der stark fallenden Aktienkurse den Vermögensbestand von Privatinvestoren in Österreich erheblich. Diese Verluste wurden unter anderem nicht nur von der allgemeinen wirtschaftlichen Situation ausgelöst, sondern durchaus auch aufgrund von einigen österreichischen Immobilienaktiengesellschaften, die durch selbst gemachte, intransparente und negative Vorkommnisse die immobilienwirtschaftliche Medienlandschaft beherrschten (Stichworte: MEL, Immofinanz, Immoeast). Die Aufarbeitung dieses Image- und Vertrauensverlustes des Anlageproduktes Immobilienaktie in Österreich würde an dieser Stelle zu weit führen und den Rahmen dieser Untersuchung sprengen.

⁴⁰⁷ Vgl. Sedlacek, G. (2008), S. 48.

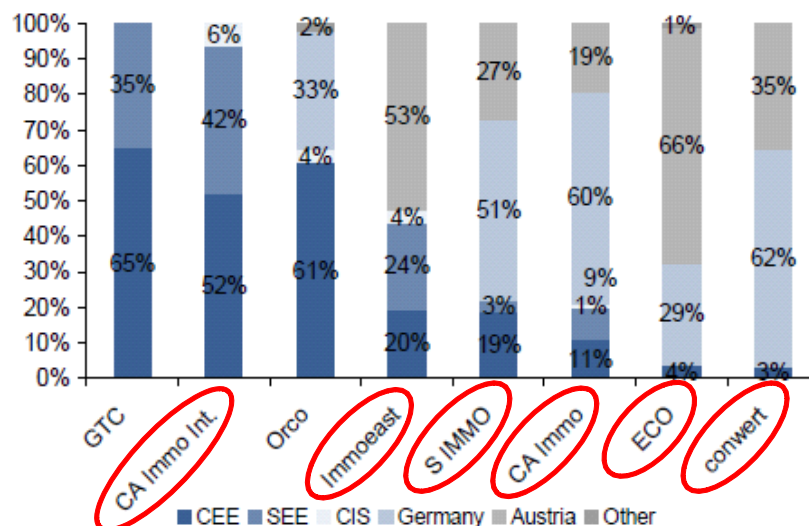
⁴⁰⁸ Vgl. ebenda.

⁴⁰⁹ Vgl. ebenda, S. 51.

3.3.3.3. Risikotransformation und Anlagestrategie

Österreichische Immobilienaktien wurden in jüngster Vergangenheit zusätzlich durch die wirtschaftliche Instabilität jener Länder abgestraft, in denen sie investiert sind. Zwar ist der Großteil der österreichischen Immobilienaktien in Österreich und Deutschland investiert, jedoch folgt darauf hin schon der Anteil der Bestandsimmobilien in Süd- und Südosteuropa. Wie Abbildung 96 zeigt, hat vor allem die Immobilienaktie CA Immo International einen beträchtlichen Teil ihres Bestandes in dieser Region.

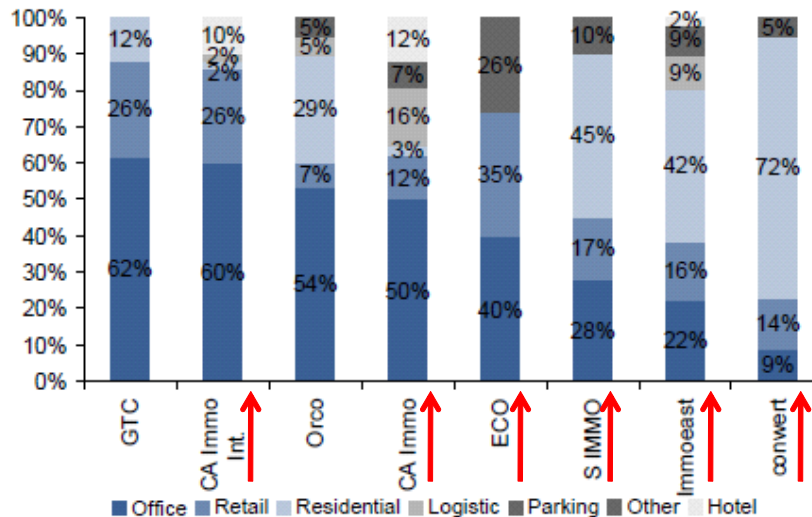
Abbildung 96: Portfolio ausgewählter österreichischer Immobilienaktien nach Region



Quelle: Erste Group (2009), S. 9.

Im Hinblick auf die Diversifikation nach Nutzungsarten verhalten sich österreichische Immobilienaktien ähnlich anderen Immobilienanlageprodukten, indem sie den Großteil ihres Vermögens in Büroimmobilien investiert haben. Die folgende Abbildung 97 weist auf die unterschiedlichen Konzentrationen der Gesellschaften hin, die von Büroimmobilien (z.B. CA Immo International) bis hin zu Gesellschaften mit hohem Bestand an Wohnungsimmobilien (z.B. Conwert) reichen.

Abbildung 97: Portfolio ausgewählter österreichischer Immobilienaktien nach Sektor



Quelle: Erste Group (2009), S. 10.

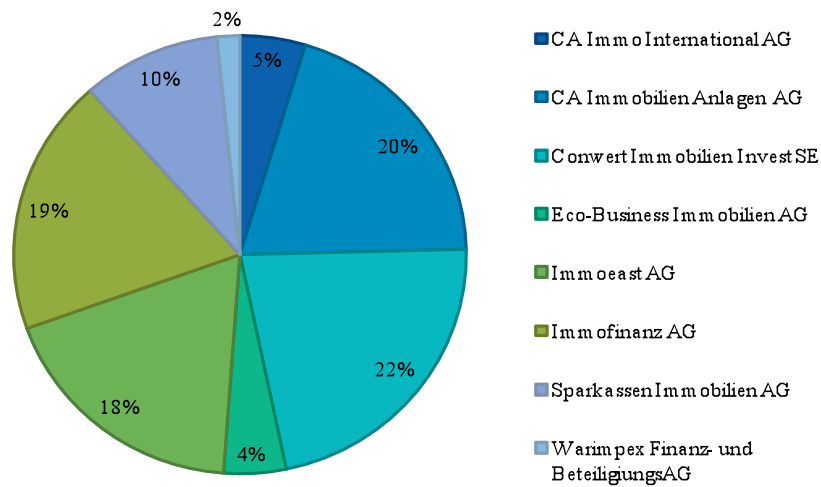
3.3.3.4. Besteuerung

Die Besteuerung der Erträge aus Immobilienaktiengesellschaften verhält sich in Österreich analog zur Besteuerung von Erträgen aus Aktieninvestments. Laufende Einkünfte, wie Dividenden, sind mit der 25%-igen KEST für den Investor endbesteuert. Für Gewinne, die aus dem Verkauf der Aktien gezogen werden, gilt eine Steuerfreiheit unter der Bedingung einer vorangegangenen mindestens einjährigen Haltedauer der Aktien (Spekulationsfrist).

3.3.3.5. Risiko-Rendite-Profil

Der österreichische Immobilienaktienindex IATX wurde 1996 als marktnahe und transparente Benchmark für österreichische Immobilienaktien durch die Wiener Börse gegründet. Er umfasst all jene Unternehmen, deren Unternehmensgegenstand auf immobilienbezogene Tätigkeiten ausgelegt ist. Berücksichtigt werden nur Immobilienaktien, die im Segment des „prime market“ notieren und somit eine gewisse Marktkapitalisierung und einen bestimmten Streubesitz aufweisen können (siehe Abbildung 98).

Abbildung 98: Indexzusammensetzung des IATX per 20. Jänner 2010



Quelle: Wiener Börse (2010a).

Ähnlich dem deutschen DIMAX ist auch der IATX ein kapitalisierungsgewichteter Preisindex.⁴¹⁰ Per Ende Jänner 2010 beträgt die Marktkapitalisierung des IATX ca. EUR 2,6 Mrd. mit insgesamt acht Immobilienaktien.

Abbildung 99: Entwicklung des IATX im Vergleich zum ATX in den Jahren 2005-2010.

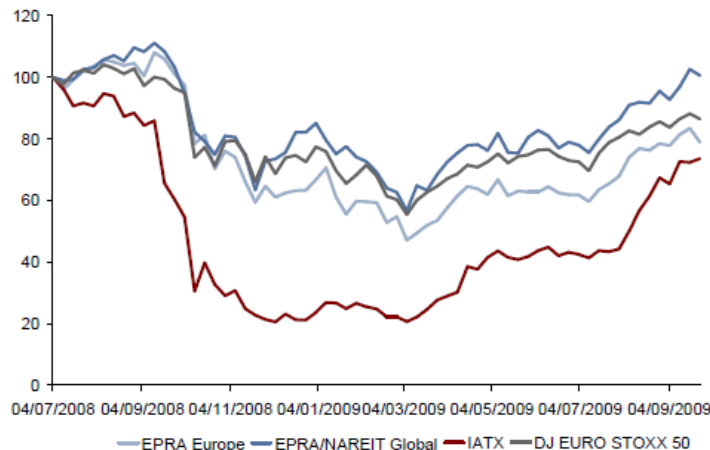


Quelle: Wiener Börse (2010b).

⁴¹⁰ Vgl. Wiener Börse (2007), S. 4.

Während europäische und internationale Immobilienaktien zwischen August 2008 und März 2009 um ca. 50% ihres Wertes gefallen sind, mussten österreichische Immobilienaktien des IATX einen Verlust von bis zu 80% hinnehmen.

Abbildung 100: Immobilienaktien von Juli 2008 bis September 2009 im Vergleich zum DJ Euro Stoxx 50



Quelle: Erste Group (2009), S. 2.

Seit März 2009 gab es hauptsächlich zwei Phasen der Erholung, eine Anfang März bis Mitte April 2009 und die nächste von Mitte Juli bis Mitte September 2009. In diesem Zeitraum konnten sich europäische und internationale Immobilienaktien um ca. 70% von ihren Tiefständen im März 2009 steigern. Darüber hinaus konnten sich österreichische Immobilienaktien seitdem um bereits 250% erholen (Abbildung 100).

3.3.4. Unterschiede zu REITs

Immobilienaktien und REITs unterscheiden sich in vielen Punkten grundlegend. Beginnend mit dem Kriterium der Risikowahrnehmung des Anlegers weisen Immobilienaktiengesellschaften ein weit höheres Risiko aus, hervorgerufen durch die vermehrte Tätigkeit im Bereich der Projektentwicklungen und des Immobilienhandels. Die gesetzlichen Rahmenbedingungen eines REITs machen im Unterschied die Handlungen und Intentionen des Managements transparenter, da durch die Anlage- und Ertragsvorschriften, die Ausschüttungsverpflichtung und den begrenzten

Finanzierungsspielraum die Unternehmensstrategie leichter vom Investor identifiziert werden kann.⁴¹¹

Zwar erfolgt die Preisbildung von REITs und Immobilienaktien in Form von Angebot und Nachfrage an der Börse in gleicher Weise, jedoch genügt dies nicht zur Einschätzung der jeweiligen Eigenschaften.⁴¹² Um eine direkte Vergleichbarkeit zwischen einem REIT und einer Immobilienaktie herstellen zu können, muss gewährleistet sein, dass nur jene Immobilienaktien zum Vergleich herangezogen werden, die jene Rahmenbedingungen erfüllen, die ein REIT gesetzlich einhalten muss.⁴¹³

Überdies sind auch nur jene Unternehmen zu verwenden, die einen vergleichbar spezialisierten Fokus auf bestimmte Regionen oder Nutzungsarten besitzen. Im Vergleich zur Immobilienaktie ist die Kommunikation des Managements zum Anleger über die Strategien des REITs weitreichend durch das Portfolio an sich gedeckt. Investoren einer Immobilienaktie müssen diese Kommunikation intensiver fordern, da die Handlungsspielräume einer Immobilienaktiengesellschaft nicht durch regulatorische Bedingungen eingegrenzt werden können. Die Geschäftsfeldstrategie muss dem Anleger klar und deutlich transportiert werden.⁴¹⁴ Durch diese erhöhte Informationsasymmetrie nimmt der Anleger den REIT-Status als geringeres Risiko wahr als jener der Immobilienaktiengesellschaft. Die erwartete Risikoprämie auf das eingesetzte Kapital ist daher im Vergleich zur Immobilienaktiengesellschaft bei einem REIT auch niedriger.⁴¹⁵

Hinsichtlich der Kapitalstruktur und der Eigenkapitalkosten ergeben sich auch in diesem Punkt unterschiedliche Auswirkungen auf beide Immobilienanlageprodukte. Eigenkapitalkosten steigen bei zunehmendem Verschuldungsgrad des Unternehmens an, da das Insolvenzrisiko durch steigende Verschuldung wächst. Gleichzeitig jedoch sinken die Eigenkapitalkosten durch die steuerliche Anrechnung der Fremdkapitalzinsen (Tax Shield).⁴¹⁶ Somit hängt die optimale Kapitalstruktur maßgeblich von der Abzugsfähigkeit von Fremdkapitalzinsen ab. Betrachtet man die Situation isoliert auf der

⁴¹¹ Vgl. Becker, M. (2008), S. 89.

⁴¹² Vgl. Rehring, C.; Sebastian, S. (2008), S. 329.

⁴¹³ Vgl. Becker, M. (2008), S. 82.

⁴¹⁴ Vgl. ebenda, S. 83.

⁴¹⁵ Vgl. ebenda, S. 89.

⁴¹⁶ Vgl. Becker, M. (2008), S. 87.

Besteuerungsebene der Unternehmen, geht jeglicher Vorteil der Anrechnung von Fremdkapitalzinsen bei REITs verloren. Jedoch sind diese von der Ausschüttungsbemessungsgrundlage abzugsfähig. Obwohl sich durch höhere Eigenkapitalkosten ein Vorteil der Immobilienaktien gegenüber REITs ergibt, ist für den steuerbefreiten Investor die Performance bei ansonsten gleichwertigen Immobilienaktien und REITs bei Immobilienaktien stets geringer, sofern die Steuerbelastung bei Immobilienaktien nicht vollständig vermieden werden kann.⁴¹⁷

Ein damit zusammenhängendes, sehr markantes Unterscheidungskriterium ist der steuertransparente Status des REITs gegenüber der Besteuerung von Erträgen der Immobilienaktiengesellschaft.⁴¹⁸

Schließlich ist auch die Ausschüttungspolitik beider Anlageprodukte zu differenzieren. Während Immobilienaktien die Möglichkeit besitzen ihre Dividendenpolitik der aktuellen Marktlage anzupassen, müssen REITs hingegen stets 90% ihres Jahresüberschusses ausschütten. Dadurch ergibt sich für den REIT einerseits eine bestimmte Begrenzung der Glättung von Dividenden nach unten hin, jedoch auch eine Begrenzung durch einen maximal möglichen Ausschüttungsbetrag. Eine Immobilienaktie hat jedoch nur eine obere Grenze ihrer Dividendensteigerung, da zukünftige Dividendenerhöhungen nur insoweit vorsichtig durchgeführt werden, dass sie stets dem erwartungsgemäß schlechtesten, zukünftigen Unternehmensüberschuss entsprechen. Daraus lässt sich schließen, dass der REIT-Status vor allem für Unternehmen mit einer stabilen Ertragslage zu empfehlen ist, da der Handlungsspielraum in Bezug auf Ausschüttungen verringert ist. Diese Verringerung des Glättungsspielraumes des REITs wird jedoch aus Anlegersicht, unter der Berücksichtigung, dass sich damit schlechtere Ergebnisse weniger kaschieren lassen, als positiv bewertet.⁴¹⁹

Aufgrund ihrer ausgeprägten regulatorischen Vorschriften leiten sich erhebliche Differenzierungsmerkmale zwischen REITs und Immobilienaktiengesellschaften ab. Obwohl eine Immobilienaktiengesellschaft mehr Handlungsspielraum besitzt, ist nicht

⁴¹⁷ Vgl. ebenda, S. 88.

⁴¹⁸ Vgl. ebenda, S. 90.

⁴¹⁹ Vgl. ebenda, S. 86.

automatisch von einer Dominanz gegenüber REITs auszugehen.⁴²⁰ Vielmehr werden REITs verstärkt als eine eigene Anlageklasse wahrgenommen, wo hingegen Immobilienaktien im Ergebnis nur ein weiteres Aktiensegment darstellen. Insbesondere im Hinblick auf die Steuertransparenz gewinnt der REIT im selben Zug hohe Aufmerksamkeit seitens institutioneller Investoren.

⁴²⁰ Vgl. Becker, M. (2008), S. 90.

3.4. Gegenüberstellung der Anlageformen

Abbildung 101: Gegenüberstellung der Anlageformen

	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Immobilienaktien	REITs
Rechtlicher Rahmen	Kapitalanlagegesellschaft mit Immobilien-Sondervermögen	Personen- oder Kapitalgesellschaft	Börsennotierte Aktiengesellschaft	REIT-Aktiengesellschaft oder Immobilienaktiengesellschaft mit Vor-REIT Status; Kann börsennotiert sein
Gesetzliche Rahmenbedingungen	Investmentgesetz (InvG)	Kaum gesetzliche Regelungen	Aktiengesetz (AktG)	REIT-Gesetz (REITG)
Publizitätspflicht	Halbjahres- und Jahresberichte	idR Jahresbericht	Quartals-, Halbjahres- und Jahresberichte	Quartals-, Halbjahres- und Jahresberichte
Direkte Einflussmöglichkeit auf Verwaltung	Keine	Gesellschafterversammlung	Hauptversammlung	Hauptversammlung
Losgrößentransformation	Ab kleinen Beträgen von ca. EUR 30 bis EUR 50 möglich	Hohe Mindesteinlagen zwischen EUR 10.000 und EUR 250.000	Ab kleinen Beträge möglich, ab 1 Aktie möglich	Ab kleinen Beträgen möglich, ab 1 Aktie möglich
Kapital	Keine Beschränkung des Fondsvolumens, variable Anzahl an Anteilseigner	Nach Vollplatzierung geschlossen, kein geregelter Zweitmarkt vorhanden	Täglicher Börsenhandel, Kapitalerhöhungen jederzeit möglich	Täglicher Börsenhandel, Kapitalerhöhungen jederzeit möglich
Liquiditätstransformation	Jederzeitige Anteilrücknahme-verpflichtung; Verzögerung durch Kündigungsfristen bis zu 12 Monaten möglich; Liquiditätsrisiko	Meist keine Möglichkeit zur Kündigung; Individuelle Transaktionen	Börsentäglicher Verkauf der Anteile möglich	Börsentäglicher Verkauf der Anteile möglich
Bewertung	Sachverständigenausschuss und Depotbank legen Wert eines Anteiles fest; meist Abschläge bei Rücknahmepreis	idR keine Bewertungen innerhalb der Laufzeit	Ermittlung des NAV; Tätigkeit steht im Vordergrund; Preis einer Aktie wird von Angebot und Nachfrage bestimmt	Ermittlung des NAV; Bestand steht im Vordergrund; Preis einer Aktie wird von Angebot und Nachfrage bestimmt
Transparenz der Wertentwicklung	Hoch	Gering	Gering	Hoch
Risikotransformation	Hohe Diversifikation, Gesetzlich vorgegebene Risikostreuung	Geringe bis keine Diversifikation	Mittlere bis hohe Diversifikation	Hohe Diversifikation
Anlagestrategie	Meist Gewerbeimmobilien breit gestreut	Überwiegende Investition in Wohn- und Büroimmobilien	Breitestes Betätigungsfeld, meist hohe Altbestände aus Entstehung heraus	Meist Spezialisierung auf Nutzungsart, manchmal auf Region
Ausschüttung	Ausschüttende und thesaurierende Fonds	Laufende Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	Dividenden, deren Höhe jedes Jahr neu bestimmt wird	Gesetzlich geregelte Ausschüttungspflicht nahezu aller Erträge
Besteuerung	Steuerliche Transparenz, Besteuerung auf Anlegerebene; Einkünfte aus Kapitalvermögen	Steuerliche Transparenz, Besteuerung auf Anlegerebene; Möglichkeit der Verlustzuweisungen; Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Steuerliche Transparenz, Besteuerung auf Anlegerebene; Einkünfte aus Kapitalvermögen
Risikograd	Gering	Mittel	Hoch	Mittel
Risiko-Rendite-Profil	Langfristig, kontinuierlicher Wertzuwachs mit geringem Risiko des Wertverlustes	Hohe laufende Ausschüttungen, Nutzung von Steuervorteilen	Dividenden, hohe Volatilität durch Aktienrisiko	Hohe laufende Ausschüttungen, Wertzuwachs, Aktienrisiko
Empfohlene Anlagedauer	Mittel- bis langfristig	Langfristig	Kurz-, mittel- und langfristig	Kurz-, mittel- und langfristig

Quellen: Sebastian, S. (2009), S. 41 ff.; Huesmann, M. (2005), S. 63 ff.; Roland Berger (2006), S. 11; Schulte, K.-W.; Holzmann, C. (2008), S. 687 ff.; Rebitzer, D. (2005), S. 28 ff.; Sotelo, R. (2008), S. 81 ff.

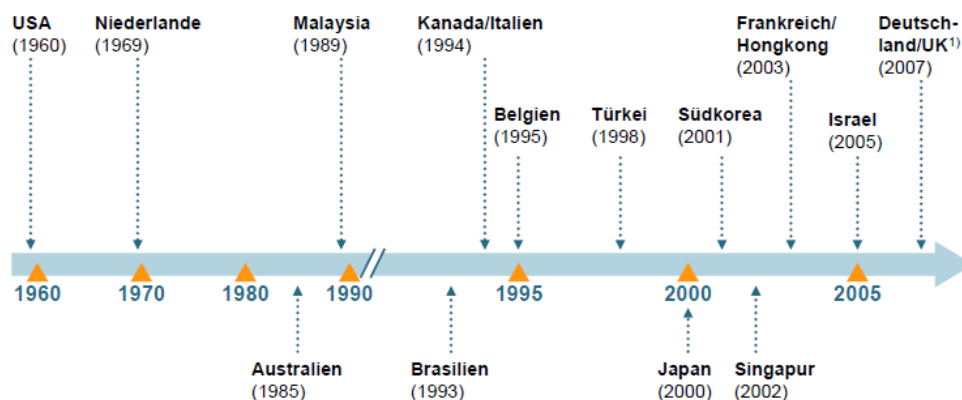
4. Vergleich internationaler REITs

4.1. Internationale REIT-Strukturen

Die in den USA erstmalig eingeführte REIT-Struktur im Jahr 1960 brachte die Entwicklung weiterer REIT-Strukturen weltweit ins Rollen. Dabei kann man beobachten, dass jene REIT-Einführungen, die dem US-REIT als Erste nachfolgten, einen höheren Grad der gemeinsamen Übereinstimmung als spätere REITs haben. So weist beispielsweise das erste REIT-Regime nach dem US-REIT in den Niederlanden eine ausgeprägte Ähnlichkeit zum US-REIT auf (siehe Abbildung 102).⁴²¹ Strukturen, die weit mehr als 40 Jahre danach eingeführt wurden, verarbeiteten in ihren Regelungen bereits die langjährigen Erfahrungen anderer Staaten und stellen kein reines Abbild des US-REITs dar.

Die sich wandelnden und wachsenden Anforderungen des Investorenmarktes erhöhen zunehmend auch den Konkurrenzdruck zwischen den lang etablierten und den neuen, durchaus flexibleren REIT-Strukturen. Um erhebliche Mittelabflüsse in Richtung der modernen Regularien zu verhindern, sind auch Länder wie die USA oder die Niederlande immer wieder dazu angehalten ihre Vorgaben und Regeln zu überprüfen und gegebenenfalls an den Markt anzupassen.⁴²²

Abbildung 102: REIT-Einführungen weltweit



Quelle: Roland Berger (2006), S. 15.

⁴²¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 45.

⁴²² Vgl. ebenda, S. 46.

Alle REIT-Strukturen weltweit haben jedoch vor allem eines gemeinsam – die kontroverielle Diskussion im Vorfeld. Sowohl parteipolitische Motive, als auch verschiedene Ziele der Interessensverbände haben die einzelnen Regeln erheblich beeinflusst.⁴²³ Das Zusammenspiel politischer Kräfte und lobbyistischer Mächte hat die Entwicklung und die Ausprägung der REITs in den verschiedenen Staaten bestimmt.

Andere Merkmale eines REITs betreffend sind international die verschiedensten Ausprägungen des REITs zu finden. Während z.B. der US-REIT eine Kapitalgesellschaft für den REIT vorsieht, sind REITs in Australien als Trust strukturiert oder in Singapur als Investmentfonds.⁴²⁴ Dies zeigt anhand eines einzigen Beispiels, dass es keine bestimmte Schablone für die jeweiligen Märkte gibt, die angewendet wurde und wird. Vielmehr nehmen Staaten auf deren Investoren- und Immobilienmarkt Rücksicht, um ein attraktives Produkt für den Kapitalmarkt zu gestalten. Nachfolgend werden etablierte REIT-Systeme in Amerika, Australien und Asien vorgestellt. Die Basis aller Systeme bildet jedoch immer der etablierte REIT in den USA. Doch auch im asiatisch-pazifischen Raum ist der REIT mittlerweile ein bedeutendes Investmentvehikel, das aus der Produktpalette des Kapitalmarktes nicht mehr wegzudenken ist.⁴²⁵

Europa hatte zwar mit den Niederlanden das weltweit zweite REIT-Regime eingeführt, doch Nachfolger ließen lange auf sich warten. Bis zum Jahr 2006 war der REIT in nur vier europäischen Ländern zugelassen – in den Niederlanden, in Belgien, Griechenland und Frankreich. Daneben hatten auch Italien, Spanien und Luxemburg REIT-ähnliche Strukturen eingeführt.⁴²⁶ Im Folgenden werden die Regelungen ausgewählter Länder näher dargestellt. Beginnend mit der ältesten europäischen REIT-Struktur in den Niederlanden wird weiters auf das etablierte System in Frankreich und auf die beiden jüngsten REIT-Regime in Großbritannien und Deutschland eingegangen. Das Potenzial für erfolgreiche REITs haben europäische Immobilienmärkte jedenfalls. Abbildung 103 verdeutlicht die Möglichkeiten anhand des Vergleichs des Immobilienvermögens und des Anteils der davon für den Kapitalmarkt zugänglichen Immobilien.

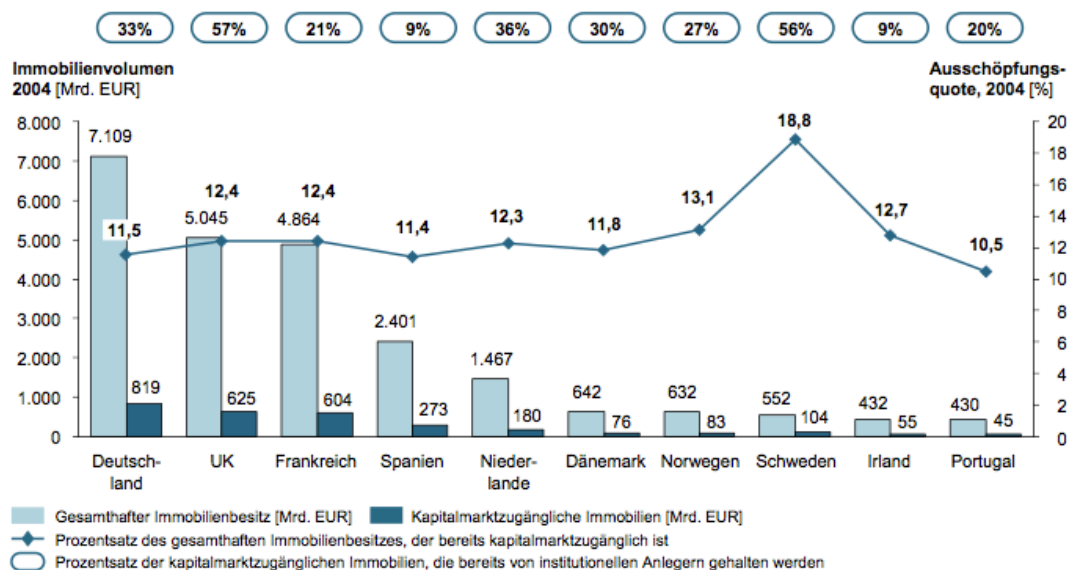
⁴²³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 48.

⁴²⁴ Vgl. Päsler, R. (2005), S. 22.

⁴²⁵ Vgl. HSH Nordbank (2008), S. 7.

⁴²⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 36.

Abbildung 103: Europäische Immobilienmärkte und deren Kapitalmarktzugang, in Mrd. EUR



Quelle: Roland Berger (2006), S. 18.

Berücksichtigt man die Entwicklung des US-REITs, der knapp 30 Jahre nach seiner Einführung den Durchbruch schaffte, muss man auch den europäischen REITs einen gewissen Entwicklungszeitraum zugestehen, um internationale Investoren im gleichen Maße anzulocken wie die weltweite Konkurrenz.⁴²⁷

4.1.1. Der REIT in den USA

4.1.1.1. Historische Entwicklung

Die historische Entwicklung und die Beweggründe der Einführung des US-REITs wurden bereits in Kapitel 2.1. eingehend dargestellt. Die USA hat ihr REIT-Modell im Laufe der Zeit sehr oft an die Bedürfnisse institutioneller Investoren angepasst. Diese Flexibilität in der Marktanpassung verhalf dem US-REIT, erfolgreichster REIT weltweit zu sein.⁴²⁸ Der US-REIT galt in der Vergangenheit und gilt noch immer als Vorbild bei der Einführung und Weiterentwicklung von REIT-Systemen weltweit.⁴²⁹

⁴²⁷ Vgl. Funk, B. (2008), S. 134.

⁴²⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väth, A.; Becker, M. (2007), S. 512.

⁴²⁹ Vgl. Zell, S. (2008), S. 480.

Die Top 5

Betrachtet man die Situation der REITs in den USA per Ende Juni 2009, konnte ein Investor auf 171 REITs mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt EUR 135 Mrd. zurückgreifen. Der US-REIT-Markt beherrscht im Vergleich zu anderen Regimes den weltweiten REIT-Markt eindeutig mit einem Anteil von 47,4%. Allein die Marktkapitalisierung der fünf größten US-REITs in Abbildung 104 macht mit fast EUR 35 Mrd. eine ähnliche Marktkapitalisierung wie der gesamte australische LPT-Markt aus.⁴³⁰

Abbildung 104: Top 5 REITs in den USA

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Simon Property Group Inc	10.304	Handel
Public Storage	8.064	Industrie
Annaly Capital Management Inc	5.877	Hypotheken-REIT
Vornado Realty Trust	5.733	Büro, Handel, Wohnbau
Boston Properties Inc	4.713	Hotel, Büro, Handel

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 316.

Wie bereits im Kapitel 2.1. erwähnt, mussten jedoch auch US-REITs starke Abschlüge im Zuge der in den USA ausgebrochenen Immobilienkrise hinnehmen.

4.1.1.2. Struktur des US-REITs

Tätigkeitsprofil

Die Vermögensanforderungen des US-REITs zielen auf die Konzentration auf Immobilien und Substitute für Immobilien ab. Insofern besteht die erste Grenze der Regulatorien für US-REITs bei einem Minimum von 75% für Vermögen in Immobilien, Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, Staatsanleihen und Bankguthaben.⁴³¹ Im Hinblick auf Mortgage-REITs werden auch Hypothekendarlehen innerhalb dieser Grenze berücksichtigt.⁴³² Im Umkehrschluss ist es US-REITs somit bis zu 25% erlaubt das

⁴³⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 316.

⁴³¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 319.

⁴³² Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

Vermögen in andere Wertpapieren zu investieren. Dabei muss jedoch ein weiterer Test positiv absolviert werden, nämlich nur zu maximal 5% in einen einzigen Emittenten zu investieren.⁴³³ Investitionen in ausländische Immobilien sind dem US-amerikanischen REIT jederzeit und ohne Beschränkung erlaubt.⁴³⁴

Die Ertragsanforderungen teilen sich in zwei Ebenen. Zuerst müssen mindestens 75% der Erträge aus Tätigkeiten resultieren, die direkt mit der Vermietung und Verpachtung, Veräußerungsgewinnen aus Immobilienverkäufen oder REIT-Beteiligungsverkäufen, Hypothekendarlehen, Zinsen aus Staatsanleihen oder Bankguthaben, oder aus Tätigkeiten, die mit Beteiligungen an Immobilien-Tochterunternehmen oder Ausschüttungen von REIT-Beteiligungen zusammenhängen.⁴³⁵ Darüberhinaus müssen 95% der Gesamterträge aus Einnahmen der 75%-Grenze und aus passiven Instrumenten, wie Dividenden und Zinsen, entstammen und somit das Kerngeschäft des US-REITs darstellen.⁴³⁶ Den „75%-Test“ muss ein US-REIT mit Ablauf jeden Quartals bestehen.⁴³⁷

Im Wesentlichen ist dem US-REIT ein Handel mit Grundstücken untersagt. Dieser Handel würde steuerpflichtiges Einkommen für den US-REIT darstellen. Um die Steuerschuld zu vermeiden, muss sich eine Immobilie für mindestens vier Jahre im Bestand des REIT-Portfolios befinden und darf zum Zeitpunkt des Verkaufs nicht mehr als 10% der gesamten Aktiva des REITs einnehmen. Ein US-REIT darf Projektentwicklungstätigkeiten für sein eigenes Bestandsportfolio durchführen, jedoch nicht zum Zweck des Handels mit Dritten. Der Tatbestand des Handels liegt auch dann vor, wenn der REIT Instandhaltungsmaßnahmen von über 30% der Veräußerungserlöse innerhalb der letzten vier Jahre vor Verkauf durchgeführt hat.⁴³⁸ Diese Tätigkeit für Dritte müsste unter die 5%-Grenze der sonstigen erlaubten Einkünfte fallen und wird in der Praxis daher meist in Tochtergesellschaften verlegt.⁴³⁹ Der Anteil der Beteiligungen an

⁴³³ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 254.

⁴³⁴ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴³⁵ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 83.

⁴³⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 319.

⁴³⁷ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 255.

⁴³⁸ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 259.

⁴³⁹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 319.

steuerpflichtigen REIT-Tochtergesellschaften war bis 2009 mit 20% seitens des Gesetzgebers maximiert und ist 2009 auf 25% erhöht worden.⁴⁴⁰

Fremdkapitalquote

Die Fremdfinanzierung eines US-REITs ist mit keinen gesetzlichen Grenzen festgelegt.⁴⁴¹ Berücksichtigt man die Konzentration von Analysten und Rating-Agenturen auf die Fremdkapitalquote eines Unternehmens, ist es daher in den USA üblich, den REIT mit ca. 40% bis 50% fremd zu finanzieren.⁴⁴²

Ausschüttung

Als Relikt der Trust-Besteuerung in den 1880er Jahren in den USA liegt die nahezu vollständige Ausschüttung eines REITs als Gegenleistung zur steuerlich vorteilhaften Behandlung bei 90%.⁴⁴³ Keine Ausschüttungspflicht besteht für Veräußerungsgewinne von Immobilienverkäufen, die jedoch bei Einbehaltung steuerpflichtig zu behandeln sind.⁴⁴⁴

4.1.1.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Das US-Steuergesetzbuch lässt US-REITs in Form von Kapitalgesellschaften (Corporation) oder Personengesellschaften (Association) organisieren.⁴⁴⁵ Es bestehen im Vergleich zu anderen Regulatorien keinerlei Minimumeinlagen der Gesellschaft.⁴⁴⁶

Börsennotierung

Ungleich zu anderen REIT-Modellen erlaubt der US-Gesetzgeber sowohl private, als auch offene, gelistete REITs.⁴⁴⁷ Private REITs sind zwar in Bezug auf deren Anzahl in

⁴⁴⁰ Vgl. ebenda.

⁴⁴¹ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴⁴² Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

⁴⁴³ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 255.

⁴⁴⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 320.

⁴⁴⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 253.

⁴⁴⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 317.

⁴⁴⁷ Vgl. PwC (2008), S. 17.

den USA führend, jedoch übersteigt die Marktkapitalisierung offener REITs diese bei weitem.⁴⁴⁸

Gesellschafterbeschränkung

Beide Formen müssen jedoch eine Streuung der Gesellschafter von mindestens 100 verschiedenen Investoren vorweisen können.⁴⁴⁹ Da sich um die Erfüllung dieses Kriteriums börsennotierte REITs selten Gedanken machen müssen, stehen für private REITs immer mehr Beratungsfirmen zur Verfügung, die für Vermittlungsprovisionen die gewünschte Anzahl an Gesellschaftern zur Verfügung stellen.⁴⁵⁰ Über diese Anforderung hinaus dürfen fünf oder weniger Investoren nicht mehr als 50% des REITs halten.⁴⁵¹ Wie bereits im Kapitel 2.1. erwähnt, stellte der „Omnibus Budget Reconciliation Act“ im Jahr 1993 einen erfolgreichen Meilenstein der US-REITs dar, da ab diesem Zeitpunkt institutionelle Investoren nicht länger als ein einzelner Investor galten, sondern als Gemeinschaft vieler Kleinanleger qualifiziert wurden.⁴⁵²

In den Vorgaben des US-REITs besteht keine zusätzliche Gesellschafterbeschränkung für ausländische Investoren.⁴⁵³

4.1.1.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des US-REITs

Grundsätzlich besteht die Voraussetzung zur Zulassung eines US-REITs darin, dass der Rechtsträger als inländische Kapitalgesellschaft zu besteuern ist.⁴⁵⁴ Vor Überleitung in einen US-REIT muss ein Unternehmen alle bis dahin erwirtschafteten Erträge an die Gesellschafter ausschütten.⁴⁵⁵ Da das Einbringen von Immobilien in den REIT steuerpflichtig ist, sind Umgehungsmodelle wie der UP-REIT im Zuge der Übertragung sehr beliebt (siehe Kapitel 2.1.1.).⁴⁵⁶ Die Steuerpflicht kann auch in jener Form

⁴⁴⁸ Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

⁴⁴⁹ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴⁵⁰ Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

⁴⁵¹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 84.

⁴⁵² Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

⁴⁵³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 318.

⁴⁵⁴ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 254.

⁴⁵⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 321.

⁴⁵⁶ Vgl. PwC (2008), S. 18.

vermieden werden, wenn die übergeleiteten Immobilien für mindestens zehn Jahre im Bestand des Portfolios des US-REITs verbleiben.⁴⁵⁷

Die Ausschüttungen, die ein US-REIT an seine Anteilseigner weiterleitet, können vom steuerpflichtigen Einkommen des US-REITs abgezogen werden.⁴⁵⁸ In Verbindung mit einer hohen Ausschüttungsquote von 90% lässt sich damit eine faktische Steuerbefreiung skizzieren.⁴⁵⁹ In dem Punkt ähneln sich der US-REIT und der japanische J-REIT sehr. Einbehaltene Gewinne, sowie Einkünfte aus der Beteiligung an steuerpflichtigen Tochter-REITs unterliegen der Körperschaftssteuer.⁴⁶⁰ Zusätzlich werden Einkünfte aus zwangsversteigerten Immobilien, auf die ein REIT schon zuvor Ansprüche hatte, als steuerpflichtig qualifiziert.⁴⁶¹ Schüttet der US-REIT jedoch im Steuerjahr der angefallenen Erträge z.B. nur 85% aus, so ist der restliche Teil mit einer Strafsteuer von 4% der Erträge versehen.⁴⁶²

Steuern der inländischen Investoren

Die Besteuerung der Anteilsinhaber kann im Inland zunächst zwischen institutionellen und privaten Investoren unterschieden werden. Institutionelle Investoren unterliegen einer 35%-igen Besteuerung auf Einkünfte von US-REITs. Private Investoren unterliegen hinsichtlich der Dividenden von US-REITs ebenfalls der Besteuerung von bis zu 35%, gemäß dem persönlichen regulären Steuersatz.⁴⁶³ Zusätzlich werden ausgeschüttete Veräußerungsgewinne aus Verkäufen von Immobilien, die mindestens ein Jahr zum Bestand des REIT-Portfolios gehörten, mit einem reduzierten Steuersatz von 15% behandelt.⁴⁶⁴

Steuern der ausländischen Investoren

Für ausländische Investoren, egal ob institutionelle oder private Investoren, gelten folgende Quellensteuer-Bestimmungen:

⁴⁵⁷ Vgl. Funk, B. (2008), S. 129.

⁴⁵⁸ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 320.

⁴⁵⁹ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 258.

⁴⁶⁰ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴⁶¹ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 259.

⁴⁶² Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 319.

⁴⁶³ Vgl. ebenda, S. 322.

⁴⁶⁴ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 261.

- 30% Quellensteuer auf Ausschüttungen von regelmäßigen Einkünften,
- 35% Quellensteuer auf Veräußerungsgewinne aus Immobilienverkäufen des REITs,
- 10% Quellensteuer aus Gewinnen durch den Verkauf der Beteiligung am US-REIT.

Unterhält der Staat, in dem der ausländische Investor ansässig ist, ein Doppelbesteuerungsabkommen mit den USA, kann diese Quellensteuer auf bis zu 10% bzw. 15% gesenkt werden. Von diesen Steuerabkommen ausgeschlossen werden institutionelle Investoren, die einen Anteil von über 10% an einem US-REIT halten.⁴⁶⁵ Jedoch gibt es trotzdem für zahlreiche Versicherungen, Pensionsfonds und Staaten einige Steuervorteile bis hin zu einer gänzlichen Steuerfreiheit.⁴⁶⁶ Dividenden, die auf Veräußerungsgewinne aus Verkäufen von US-amerikanischen Immobilien entfallen, unterliegen jedoch immer einer erhöhten Quellensteuer von 35%. Besitzt der ausländische Investor jedoch bis zu maximal 5% am US-REIT, kann auch diese Quellensteuer analog zu Ausschüttungen aus laufenden Erträgen mit einem reduzierten Ansatz betrachtet werden.⁴⁶⁷

Gewinne aus dem Verkauf der Beteiligung an einem US-REIT unterliegen grundsätzlich einer Quellensteuer in Höhe von 10%, können jedoch auf Antrag mit 0% weitergeleitet werden.⁴⁶⁸

Sanktionen bei Verstößen

Der Verstoß einzelner Kriterien des US-REITs mündet in verschiedenen Strafansätzen. Einerseits kann es zu steuerlichen Strafzahlungen kommen oder auch, im Falle der Nichtbeachtung des 75%-Tests oder der Gesellschafterbeschränkungen, zu Einmalstrafen bis zu USD 50.000.-. Hat ein REIT seinen Status als solchen verloren, darf er für die kommenden fünf Jahre nicht wieder zum REIT optieren.⁴⁶⁹

⁴⁶⁵ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴⁶⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 323.

⁴⁶⁷ Vgl. PwC (2008), S. 17.

⁴⁶⁸ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 262.

⁴⁶⁹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 320.

4.1.2. Der LPT in Australien

4.1.2.1. Historische Entwicklung

Australien zählt mit der Einführung eines steuertransparenten Immobilienunternehmens im Jahr 1985 auch noch zu den Vorreitern des REIT-Marktes.⁴⁷⁰ Allgemein haben Unit Trusts als steuertransparente Anlagevehikel lange Tradition in Australien, vergleichbar mit Kanada und den USA.

Die Weiterentwicklung zu den australischen REITs, die man als Listed Property Trusts (LPT) bezeichnet, konnte aufgrund hoher Mittelabflüsse der offenen, nicht notierten Unit Trusts gefördert werden.⁴⁷¹

Die Top 5

Der australische REIT-Markt zählt zu den entwickeltesten Modellen weltweit. Er umfasst per Ende Juni 2009 insgesamt 66 LPTs. Diese tragen mit einer Marktkapitalisierung von EUR 34,9 Mrd. zu einem weltweiten REIT-Anteil über 12,2% bei.⁴⁷² Abbildung 105 zeigt die fünf größten LPTs mit einer Marktkapitalisierung von über EUR 26 Mrd., die damit rund drei Viertel des gesamten australischen LPT-Marktes darstellen.

⁴⁷⁰ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 74.

⁴⁷¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väth, A.; Becker, M. (2007), S. 512.

⁴⁷² Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 133.

Abbildung 105: Top 5 LPTs in Australien

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Westfield Group	14.919	Handel
Stockland	4.405	Hotel, Industrie, Büro, Wohnbau, Handel, Seniorenimmobilien
GPT Group	2.618	Hotel, Industrie, Büro, Handel, Seniorenimmobilien
CFS Retail Property Trust	2.342	Handel
Dexus Property Group	2.030	Industrie, Büro, Handel, Sonstiges

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 133.

Vergleicht man die Zahlen der australischen LPTs per Ende Juni 2008 und mit jenen von Ende Juni 2009 erkennt man auch in diesem Markt eine deutliche Schrumpfung. Die Anzahl ging in diesem Zeitraum um lediglich einen LPT zurück (von 67 LPTs auf 66 LPTs). Vielmehr verringerte sich jedoch die Marktkapitalisierung mit einem Wert von EUR 46,7 Mrd. im Jahr 2008 auf die genannten EUR 34,9 Mrd. im Jahr 2009 und daraus folgend ergab sich eine Abnahme von über einem Viertel.⁴⁷³

4.1.2.2. Struktur des LPTs

Tätigkeitsprofil

Einem LPT werden vergleichsweise zu anderen REIT-Regimen wenige Vorgaben seitens des australischen Gesetzgebers gemacht.⁴⁷⁴ Im Sinne der erlaubten Tätigkeiten muss vorweg zwischen offenen LPTs und geschlossenen LPTs unterschieden werden.

Ein offener LPT, der börsennotiert ist oder zumindest 50 verschiedene Investoren vorweisen kann, unterliegt im Gegensatz zum geschlossenen LPT doch einigen wenigen Restriktionen hinsichtlich der Immobilientätigkeiten. Ein offener LPT darf Objekte und Grundstücke nur zum Zweck der Vermietungstätigkeit kaufen. Darüber hinaus ist es ihm jedoch gestattet, sich im Bereich von verschiedenen Kapitalanlagen zu betätigen, z.B. Investition in andere LPTs, Kredite oder Derivate. Betreibt ein offener LPT trotzdem

⁴⁷³ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 104.

⁴⁷⁴ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 74.

nicht ausschließlich die unter die Definition fallenden Tätigkeiten, sind diese Geschäfte dann nicht steuerfrei zu behandeln, sondern mit dem Standardsteuersatz zu versteuern. Seit 2009 hat die australische Gesetzgebung auch diese Vorgaben gelockert und präsentierte eine Anhebung der erlaubten Höhe der Nebentätigkeiten auf bis zu 25% des gesamten Portfolios ohne den Status der Steuerfreiheit zu verlieren.⁴⁷⁵

Hinsichtlich der Immobiliendiversifikation im Portfolio ist es einem LPT auch erlaubt in nur ein einziges Objekt zu investieren. Es bestehen hier keine Begrenzungen der maximierten Anteile eines Objektes am Portfolio im Vergleich zu anderen REIT-Strukturen.⁴⁷⁶

Zudem kann ein LPT auch ausländische Immobilien halten. Er besitzt auch die Möglichkeit ein Objekt nur indirekt über eine Besitzgesellschaft zu halten, wenn durch diese Gesellschaft die Vorgaben zur Steuerfreiheit nicht verletzt werden.⁴⁷⁷ In der Praxis halten LPTs neben inländischen Immobilien vorwiegend Objekte in den USA, Neuseeland und Großbritannien.⁴⁷⁸

Fremdkapitalquote

Der Fremdkapitalanteil wird von australischen Behörden nicht geregelt. Er unterliegt den allgemeinen Vorgaben der kreditvergebenden Banken.⁴⁷⁹

Ausschüttung

Dem LPT sind keine Ausschüttungsquoten gesetzlich vorgeschrieben. Dennoch ergibt sich ein eindeutiger Trend zu einer 100%-igen Ausschüttung an die Gesellschafter. Unterstützt wird diese vollkommene Ausschüttung durch die Tatsache, dass nicht ausgeschüttete Gewinne, die im LPT einbehalten werden, mit 45% zu versteuern sind.⁴⁸⁰ Zu diesen Gewinnen zählen nicht nur Einnahmen aus Vermietung, sondern auch Realisierungsgewinne vom Verkauf von Bestandsimmobilien. Daher werden größtenteils

⁴⁷⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 135.

⁴⁷⁶ Vgl. ebenda.

⁴⁷⁷ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 74.

⁴⁷⁸ Vgl. ebenda.

⁴⁷⁹ Vgl. PwC (2008), S. 5.

⁴⁸⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 136.

auch Veräußerungsgewinne in vollem Umfang an den Anteilseigner weitergeleitet, um die 45%-ige Besteuerung auf Unternehmensebene zu vermeiden.⁴⁸¹

4.1.2.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Die Gesellschaftsform stellt ein Spezifikum des Unit Trusts dar. Börsennotierte australische REIT-Modelle werden als Listed Property Trust (LPT) geführt.⁴⁸²

Börsennotierung

Eine Börsennotierung ist gesetzlich nicht vorgeschrieben.

Gesellschafterbeschränkung

Wie bereits im vorigen Abschnitt erwähnt, muss ein offener LPT eine Börsennotierung oder eine Gesellschafteranzahl von mindestens 50 vorweisen können, um nicht als geschlossener LPT qualifiziert zu werden.⁴⁸³ Darüber hinaus bestehen weder für inländische, noch für ausländische Investoren Restriktionen.⁴⁸⁴

4.1.2.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des LPTs

Steuerlich gesehen ist es für den LPT vorteilhafter eine vollkommene Ausschüttung seiner Gewinne durchzuführen. Für einbehaltene Erträge wird ein Steuersatz von 45% angewendet. Im Falle von Einnahmen aus Immobilienverkäufen kann diese Steuer in Ausnahmefällen um die Hälfte reduziert werden.⁴⁸⁵ Der LPT selbst behält keine Quellensteuer auf Dividenden für inländische Investoren ein.⁴⁸⁶

⁴⁸¹ Vgl. PwC (2008), S. 5.

⁴⁸² Vgl. ebenda.

⁴⁸³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 134.

⁴⁸⁴ Vgl. PwC (2008), S. 5.

⁴⁸⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 137.

⁴⁸⁶ Vgl. PwC (2008), S. 5.

Steuern der inländischen Investoren

Auf der Ebene von privaten Investoren zahlen australische Bürger bis zu 46,5% an Steuern auf Dividendenerträge. Angelehnt an den LPT kann auch ein privater Anleger eine 50%-ige Steuerreduzierung auf Erträge durch Veräußerungsgewinne von Immobilienverkäufen des LPTs anwenden.⁴⁸⁷ Handelt es sich um einen inländischen institutionellen Investor müssen 30% der laufenden Ausschüttungen des LPTs als Steuer abführt werden. Analog dazu müssen auch Veräußerungsgewinne von LPT-Anteilen mit 30% versteuert werden.⁴⁸⁸

Steuern der ausländischen Investoren

Für ausländische Privatinvestoren verhält es sich gleich dem inländischen System für Anleger, die in die australische Einkommensprogression fallen und beginnend mit 29% bis zu 46,5% Steuern auf ihre Einkommen abführen müssen.⁴⁸⁹ Handelt es sich um einen ausländischen institutionellen Investor, ist dieser in Australien steuerpflichtig und muss dem inländischen Investor gleichgestellt werden und 30% der laufenden Ausschüttungen des LPTs als Steuer abführen. Im Unterschied zum inländischen Investor, der auch Veräußerungsgewinne von LPT-Anteilen mit 30% versteuern muss, ist dieser Gewinn für ausländische institutionelle Investoren steuerfrei.⁴⁹⁰

Erfüllt ein LPT jedoch die Anforderungen des Managed Investment Scheme (u.a. restriktivere Gesellschafterbeschränkungen) und wird dadurch als „MIT“ qualifiziert, gibt es folgende Regelungen betreffend der Quellensteuer an ausländische Investoren, deren Ansässigkeitsstaat ein Steuerinformationsabkommen (Effective Exchange of Information, EOI) mit Australien unterhält:

- 22,5% für das Steuerjahr 2009,
- 15% für das Steuerjahr 2010,
- 7,5% für die Steuerjahre ab 2011.⁴⁹¹

⁴⁸⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 138.

⁴⁸⁸ Vgl. ebenda.

⁴⁸⁹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 74.

⁴⁹⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 138.

⁴⁹¹ Vgl. ebenda, S. 139.

Für all jene Länder, die diese Vereinbarung mit Australien nicht geschlossen haben, gilt eine Quellensteuer in Höhe von 30% im Falle eines MIT-LPTs.

4.1.3. Der J-REIT in Japan

4.1.3.1. Historische Entwicklung

Lange Zeit gab es in Japan kaum andere Anlagemöglichkeiten in Immobilien als ein direktes Investment.⁴⁹² Dann erlebte Japan Ende der 1980er Jahre eine dramatische Immobilienkrise. Da sich US-REITs in der Phase der US-Savings-and-Loan-Krise gut behaupten konnten, führte die japanische Regierung aus diesem Grund Ende November 2000 die japanische Form des REITs ein.⁴⁹³ Erst fast ein Jahr später im September 2001 notierten die ersten beiden Japan-REITs (J-REIT) zweier Immobilienunternehmen an der Tokyo Stock Exchange.⁴⁹⁴ Seit diesem Zeitpunkt konnte das japanische REIT-Modell große Erfolge verzeichnen, was einerseits aus einer Wiederbelebung des Immobilienmarktes und andererseits aufgrund eines großen Zustroms ausländischer Investoren resultierte.⁴⁹⁵

Das japanische System differenziert zwischen eigenständigen Immobilienunternehmen (Corporate Style) und Investmenttrusts (Contract Style).⁴⁹⁶ Aktuell haben sich alle J-REITs in Form von eigenständigen Immobilienunternehmen etabliert, wodurch in diesem Überblick über J-REITs auch nur auf dieses Modell eingegangen wird.⁴⁹⁷

Die Top 5

Mit Stichtag 30. Juni 2009 existierten 41 J-REITs mit einer Marktkapitalisierung von EUR 21,3 Mrd. Dies stellt einen Marktanteil von J-REITs am weltweiten REIT-Markt von 7,5% dar. Die fünf größten J-REITs nehmen knapp die Hälfte des gesamten japanischen REIT-Marktes ein und sind in Abbildung 106 dargestellt.

⁴⁹² Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 67.

⁴⁹³ Vgl. Funk, B. (2008), S. 132.

⁴⁹⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 163.

⁴⁹⁵ Vgl. Bone-Winkel, S.; Sotelo, R.; Väh, A.; Becker, M. (2007), S. 512.

⁴⁹⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 78.

⁴⁹⁷ Vgl. Funk, B. (2008), S. 132.

Abbildung 106: Top 5 J-REITs in Japan

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Nippon Building Fund Inc	3.315	Büro
Japan Real Estate Investment Corp	2.627	Büro
Nomura Real Estate Office Fund Inc	1.387	Büro, Handel
Japan Retail Fund Investment Corp	1.276	Handel
Japan Prime Realty Investment Corp	967	Büro, Handel

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 164.

Gegenüber Ende Juni 2008 reduzierte sich der japanische REIT-Markt um lediglich einen J-REIT. Die Marktkapitalisierung betrug zum selben Zeitpunkt noch rund EUR 24,1 Mrd., was einen Verlust von über 10% bedeutet, jedoch im internationalen Vergleich in diesem Zeitraum einer der geringsten Verluste im REIT-Markt darstellt.⁴⁹⁸ Aufgrund des geringeren Verfalls der J-REITs im Vergleich zum weltweiten Markt, konnte sich der Marktanteil des japanischen REIT-Modelles von Juni 2008 auf Juni 2009 von 6,4% auf 7,5% sogar vergrößern.⁴⁹⁹

4.1.3.2. Struktur des J-REITs

Tätigkeitsprofil

Die Bestimmung des J-REITs ist auf das Halten von qualifiziertem Vermögen beschränkt. Einem J-REIT ist es nicht erlaubt Arbeitnehmer anzustellen oder das Management der Immobilien intern zu gestalten. Alle Tätigkeiten im Zusammenhang mit der Geschäftsführung eines J-REITs müssen ausgelagert sein. Qualifiziertes Vermögen beinhaltet vorwiegend Immobilien, verbriefte Immobilienwerte, Kredite und eine maximale Beteiligung von 50% an anderen J-REIT-Unternehmen.⁵⁰⁰ Börsennotierte J-REITs dürfen nicht in ausländische Immobilien investieren.⁵⁰¹

⁴⁹⁸ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 129.

⁴⁹⁹ Vgl. ebenda.

⁵⁰⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 167.

⁵⁰¹ Vgl. Funk, B. (2008), S. 133.

Das Anlagevermögen muss sich den gesetzlichen Rahmenbedingungen nach zu mindestens 75% aus Immobilien zusammensetzen und 50% der Erträge eines J-REITs müssen aus diesem Immobiliengeschäft resultieren.⁵⁰²

Fremdkapitalquote

Die Vorgaben bezüglich der erlaubten Fremdkapitalquote beziehen sich rein auf die allgemeinen Vorgaben der Banken. Gesetzlich wird keine maximale Quote festgelegt.⁵⁰³ In der Praxis hat sich ein Fremdkapitalanteil von ca. 35% bis 40% als am häufigsten erwiesen.⁵⁰⁴

Ausschüttung

Die Mindestausschüttung beläuft sich auf 90% der Erträge des J-REITs. Wird diese Minimumgrenze nicht eingehalten, verliert der J-REIT jeglichen Steuervorteil.⁵⁰⁵

4.1.3.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Ein J-REIT muss ein japanisches Unternehmen mit einem Mindestkapital von JPY 100 Mio. darstellen und den Anforderungen des Investment Trust Law (ITL) gerecht werden.⁵⁰⁶

Börsennotierung

Die Börsennotierung des J-REITs stellt eine Möglichkeit dar, ist jedoch nicht verpflichtend.⁵⁰⁷

Gesellschafterbeschränkung

Auf die Risikominimierung durch eine breite Streuung der Anleger legte der japanische Gesetzgeber besondere Aufmerksamkeit. Gerade die Illiquidität der Immobilienmärkte

⁵⁰² Vgl. Pilz, G. (2007), S. 78.

⁵⁰³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 167.

⁵⁰⁴ Vgl. Funk, B. (2008), S. 133.

⁵⁰⁵ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 79.

⁵⁰⁶ Vgl. Funk, B. (2008), S. 132.

⁵⁰⁷ Vgl. ebenda, S. 133.

führte Ende der 1980er Jahre zu einem kompletten Einbruch dieser Anlageklasse. Durch die Erfüllung der Anforderungen des ITL wird auch die Gesellschafterstreuung breit gehalten, z.B. durch die Untergrenze von mindestens 1.000 Anlegern oder dass die drei größten Einzelaktionäre nicht mehr als 50% der Gesellschaftsanteile des J-REITs besitzen dürfen und die zehn größten Investoren weniger als 75%.⁵⁰⁸. Darüber hinaus gibt es keine speziellen Beschränkungen.

4.1.3.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des J-REITs

Im Vergleich zu anderen REIT-Regimes, wie z.B. in den Niederlanden, verfügt der J-REIT über einen geringeren Steuervorteil.⁵⁰⁹ Der Zugang besteht nicht über eine steuerfreie Unternehmensebene, sondern über Möglichkeiten zur Steuerentlastung auf Unternehmensebene. Der J-REIT ist als Unternehmen normal steuerpflichtig mit 42% Körperschaftssteuer. Jedoch kann er die Möglichkeit nutzen, dass bei 90%-iger Ausschüttung seiner Erträge an Anteilseigner diese Dividenden von der gesamten Steuerverpflichtung abzugsfähig sind.⁵¹⁰ Die Ausschüttungen an die Aktionäre stellen eine Betriebsausgabe dar und wirken somit steuermindernd.⁵¹¹

Analog zu Ausschüttungen von Erträgen, die aus laufenden Einnahmen resultieren, sind diese Regelungen auch auf Veräußerungsgewinne von Immobilien anwendbar.⁵¹²

Steuern der inländischen Investoren

Die Besteuerung von inländischen Unternehmen als Investoren des J-REITs beläuft sich auf eine Quellensteuer von:

- 7% bis zum 31. Dezember 2011,
- 15% ab dem 1. Jänner 2012.

⁵⁰⁸ Vgl. Funk, B. (2008), S. 133.

⁵⁰⁹ Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 69.

⁵¹⁰ Vgl. Funk, B. (2008), S. 133.

⁵¹¹ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 79.

⁵¹² Vgl. Funk, B. (2008), S. 133.

Diese Quellensteuer ist mit der Körperschaftssteuer von 42% gegenzurechnen. Gewinne aus dem Verkauf von Gesellschaftsanteilen sind für institutionelle Investoren mit einem Steuersatz von 42% zu versteuern.⁵¹³

Für inländische Privatinvestoren gibt es – ähnlich zu institutionellen Investoren – eine Quellensteuer, die sich wie folgt berechnet:

- 10% bis zum 31. Dezember 2011,
- 20% ab dem 1. Jänner 2012.

Japanische Privatinvestoren können jedoch zwischen der Quellensteuer und der Besteuerung im Rahmen der Einkommenssteuerprogression frei wählen. Für Veräußerungsgewinne der J-REIT-Anteile ist die oben beschriebene Quellensteuer jedenfalls immer anzuwenden.⁵¹⁴

Steuern der ausländischen Investoren

Für ausländische Investoren wird grundsätzlich eine Quellensteuer von 7% erhoben, die mit diversen Doppelbesteuerungsabkommen gegengerechnet werden kann.⁵¹⁵

4.1.4. Der FBI in den Niederlanden

4.1.4.1. Historische Entwicklung

Die Niederlande bildeten den Vorreiter in der Einführung von REIT-Strukturen in Europa. Weltweit waren die Niederlande das zweite Land nach den USA, das eine steuerliche Gleichstellung von direkten und indirekten Immobilieninvestitionen für den Anleger gestaltete. Nur neun Jahre nach Entwicklung der REITs in den USA setzen die Niederlande mit dem Dutch Corporate Income Tax (Wet op de vennootschapsbelasting 1969: CITA) die Form des „Fiscale Beleggingsinstelling“ (FBI) im Sinne der Stärkung des niederländischen Immobilienmarktes um.⁵¹⁶ Aufgrund dieser längsten Erfahrung aller Staaten in Europa mit REIT-Strukturen weisen die Niederlande auch den reifsten und

⁵¹³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 170.

⁵¹⁴ Vgl. ebenda.

⁵¹⁵ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 79.

⁵¹⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 36.

entwickeltsten Markt in Europa auf.⁵¹⁷ Doch im Zuge der zunehmenden REIT-Strukturen in Europa wurde der FBI im Jahr 2007 modernisiert, um die wachsenden Anforderungen im Wettbewerb zu anderen Regimes zu erfüllen.⁵¹⁸ Seit diesen Änderungen ist es nun auch ausländischen Gesellschaften möglich die Struktur des FBI in den Niederlanden anzunehmen.

Desweiteren wurden auch auf der Seite der Investoren bestimmte Beschränkungen für ausländische Anleger aufgehoben.

Das charakteristische Merkmal der Steuerbefreiung dieser Anlageart ist in den Niederlanden nicht in der gleichen Form wie in den USA umgesetzt worden. Die FBI-Strukturen sind auf Unternehmensebene nicht steuerbefreit, sondern unterliegen einer 0%-igen Unternehmensbesteuerung. Das Ergebnis für den Anleger ist jedoch gleich. Diese Struktur wird in den Niederlanden nicht nur in Verbindung mit Immobilienanlagen verwendet, sondern auch für jegliches andere passive Portfolioinvestment.⁵¹⁹

Die Top 5

Der niederländische FBI-Markt setzt sich mit Ende Juni 2009 aus insgesamt acht börsennotierten FBIs zusammen. Diese weisen eine Marktkapitalisierung von EUR 5,9 Mrd. auf und stellen dadurch 2,1% des weltweiten REIT-Marktes dar.⁵²⁰ Mit einer noch um EUR 2 Mrd. höheren Marktkapitalisierung von EUR 7,9 Mrd. per Ende Juni 2008 ist auch im niederländischen Markt die allgemeine Immobilien- und Wirtschaftskrise sehr deutlich zu spüren gewesen.⁵²¹

Die fünf größten REIT-Unternehmen und deren Marktkapitalisierung per Ende Juni 2009 zeigt nachfolgend Abbildung 107 auf.

⁵¹⁷ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 23.

⁵¹⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 36.

⁵¹⁹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 95.

⁵²⁰ Vgl. ebenda.

⁵²¹ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 74.

Abbildung 107: Top 5 FBIs in den Niederlanden

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Corio NV	2.652	Industrie, Büro, Handel
Wereldhave NV	1.130	Industrie, Büro, Wohnungen, Handel
Eurocommercial Properties NV	788	Industrie, Büro, Handel
Vastned Retail NV	589	Sonstiges, Handel
Nieuwe Steen Investments Funds NV	434	Industrie, Büro, Wohnungen, Handel

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 96.

Neben den börsennotierten FBIs sind jedenfalls zahlenmäßig vor allem die nicht gelisteten REITs in den Niederlanden mit fast 250 Unternehmen vorherrschend unter den Produkten für institutionelle, aber auch private Anleger.⁵²²

4.1.4.2. Struktur des FBIs

Tätigkeitsprofil

Da in den Niederlanden die FBI-Struktur als reines passives Anlagevehikel gesehen wird, ist die Geschäftstätigkeit auch nur auf Mietertrag generierende Portfolioinvestments beschränkt. Möchte das Management auch im Bereich der Projektentwicklung tätig sein, so müssen diese Tätigkeiten in einer eigenen Tochtergesellschaft untergebracht werden. Diese Regelung wurde im August 2007 vom niederländischen Gesetzgeber erlassen. Die Projektentwicklungstochter muss den ausschließlichen Geschäftszweck der Projektentwicklung von Immobilien für das Portfolio des FBI oder dessen verbundene FBIs haben und verrechnet dafür auch eine Vergütung gegenüber dem FBI.⁵²³ Diese Gesellschaft ist allenfalls jedoch von der Steuerbegünstigung des FBI ausgeschlossen und unterliegt den gesetzlichen Körperschaftssteuern.⁵²⁴ Somit gefährdet das ledigliche Halten und Verwalten dieser Projektentwicklungsgesellschaft den FBI-Status nicht.⁵²⁵ Der FBI selbst darf lediglich jene baulichen Verbesserungen an bestehenden Objekten durchführen, deren Investition 30% des Wertes des gesamten Objektes nicht übersteigt.⁵²⁶ Im Jahr 2009 wurden die gesetzlich erlaubten Aktivitäten eines FBI um jene der

⁵²² Vgl. PwC (2008), S. 15.

⁵²³ Vgl. Loyens & Loeff (2007), S. 3.

⁵²⁴ Vgl. PwC (2008), S. 14.

⁵²⁵ Vgl. Loyens & Loeff (2007), S. 3.

⁵²⁶ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

Ausstellung einer Garantie für verbundene Unternehmen, deren Immobilienanteil des Portfolios mindestens 90% beträgt, und der Finanzierung dieser verbundenen Unternehmen mit Fremdkapital erweitert.⁵²⁷ Direkte oder auch indirekte Investitionen in ausländische Immobilien sind dem FBI erlaubt, unterliegen jedoch denselben Restriktionen wie inländische Immobilienanlagen.⁵²⁸

Der niederländische FBI unterliegt im Gegensatz zu seinem US-amerikanischen Vorbild keinerlei Restriktionen hinsichtlich der Risikodiversifikation der gehaltenen Immobilien.⁵²⁹ Auch ausländische Immobilien können vom FBI in das Portfolio aufgenommen werden.⁵³⁰

Fremdkapitalquote

Eine weitere Beschränkung eines REITs besteht charakteristisch auch in der Begrenzung des Fremdkapitalanteiles der Gesellschaft. Im Falle des niederländischen FBIs liegt dieses Ausmaß bei maximal 60% des Buchwertes aller Immobilien. Für immobilienfremde Anteile verringert sich dieser Anteil auf höchstens 20%.⁵³¹ Eine zusätzliche gesetzliche Rahmenbedingung stellt FBIs seit 2009 jedoch vor die Möglichkeit ihre verbundenen Unternehmen, die mindestens 90% Immobilien im Portfolio halten, durch 100%-iges Fremdkapital auszustatten. Zwar gilt die Regel des maximierten 60%-igen Fremdkapitalanteiles auch für verbundene Unternehmen, doch die Fremdkapital-Unterstützungen der FBI-Mutter zählen nicht zum Anteil der Fremdkapitalquote der Mutter. Insofern kann ein FBI eine weit höhere Fremdkapitalbindung eingehen ohne die eigene Beschränkung von 60% zu verletzen.⁵³² In der Praxis liegt der Fremdkapitalanteil niederländischer FBIs aber unter der Maximalgrenze bei ca. 40% bis 45%.⁵³³

⁵²⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 98.

⁵²⁸ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 76.

⁵²⁹ Vgl. PwC (2009), S. 9.

⁵³⁰ Vgl. Funk, B. (2008), S. 130.

⁵³¹ Vgl. PwC (2008), S. 14.

⁵³² Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 98.

⁵³³ Vgl. Funk, B. (2008), S. 130.

Ausschüttung

Generell ist eines der auffälligsten Merkmale eines REITs seine hohe Ausschüttungsquote an die Anteilseigner der Gesellschaft. Die gesetzliche Regelung in den Niederlanden sieht hier eine unbedingte Ausschüttungsquote von 100% des operativen Gewinns innerhalb von acht Monaten nach Jahresabschluss vor.⁵³⁴ Von dieser Ausschüttungspflicht sind Veräußerungsgewinne vollkommen ausgeschlossen und können in der Gesellschaft in Form einer steuerfreien Rücklage gehalten werden.⁵³⁵

4.1.4.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Wie bereits beschrieben, können in den Niederlanden nicht ausschließlich jene Unternehmen steuerlich als FBI fungieren, die sich mit Immobilien befassen, sondern grundsätzlich jedes Unternehmen. Und seit der Anpassung der Rahmenbedingungen 2007 ist diese steuerliche Ausprägung des FBIs sogar ausländischen Unternehmen ermöglicht worden. Die steuerliche Anerkennung als FBI ist in der Steuererklärung des Unternehmens am Ende des jeweiligen Geschäftsjahres anzugeben. Insofern muss das Unternehmen keine spezielle rechtliche Form wählen, sondern kann verschiedene Formen annehmen, wie eine Aktiengesellschaft, eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung oder ein offener Investmentfonds. Ausländische Gesellschaften müssen ähnlich einer dieser niederländischen Rechtsformen gestaltet sein, um in den Genuss dieser Steuervorteile zu kommen.⁵³⁶

Börsennotierung

Unterschieden werden FBIs nach ihrer Börsennotierung und somit Regulierung durch die entsprechende Aufsicht der Netherlands Authority for the Financial Markets (AFM) oder ihrer nicht börsennotierten und nicht regulierten Form.⁵³⁷ Eine Börsennotierung ist nicht verpflichtend, spielt jedoch in der geforderten Anlegerstruktur eine bedeutende Rolle.⁵³⁸

⁵³⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

⁵³⁵ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 24.

⁵³⁶ Vgl. ebenda, S. 23.

⁵³⁷ Vgl. PwC (2008), S. 14.

⁵³⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

Gesellschafterstruktur

So dürfen gelistete FBIs keinen einzelnen Anleger mit Gesellschaftsanteilen von mehr als 25% aufweisen und weiters dürfen einer einzelnen steuerpflichtigen Gesellschaft, exklusive börsennotierte REITs, nicht mehr als 45% der Kontrolle über die Gesellschaftsanteile zugewiesen werden.⁵³⁹ Die Anforderungen bezüglich der Anlegerstruktur sind für nicht börsennotierte und somit nicht der Aufsicht unterliegenden REITs weitaus restriktiver. Der Anteil eines einzelnen Investors ist auf lediglich 5% maximiert und zusätzlich müssen mindestens 75% der Gesellschaftsanteile von einer Kombination aus privaten Anlegern, nicht steuerpflichtigen Gesellschaften oder börsennotierten bzw. regulierten REITs gehalten werden.⁵⁴⁰ Über diese Konditionen hinaus muss jede Form des FBIs eine mit 25% begrenzte Anteilseignerschaft von niederländischen Unternehmen, die durch ausländische Unternehmen beherrscht werden, sei es in Form von Aktien oder Investmentfondsanteilen, beachten.⁵⁴¹

4.1.4.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des FBIs

Wie bereits eingangs in diesem Kapitel erwähnt, unterliegt der FBI in den Niederlanden auf Unternehmensebene einer speziellen 0%-igen Unternehmenssteuer. Diese Besteuerung wird auf Mieteinnahmen der Bestandsimmobilien und auf Veräußerungsgewinne, sofern diese nicht steuerfrei vom FBI als Rücklage einbehalten werden, angewendet.⁵⁴²

Um zu Beginn den FBI-Status und somit den Steuervorteil zu erlangen, müssen erstens alle Immobilien erneut bewertet werden und zweitens dadurch anfallende stille Reserven aufgedeckt und mit der Körperschaftssteuer versteuert werden. Beim Kauf von Immobilien für das Portfolio bzw. beim Kauf von Gesellschaftsanteilen über einem Drittel eines Immobilienunternehmens fallen 6% Grunderwerbssteuer an.⁵⁴³ Darüber hinaus fallen zusätzlich bei Einbringung von Kapitaleinlagen Kosten von 0,55% vom

⁵³⁹ Vgl. PwC (2008), S. 14.

⁵⁴⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

⁵⁴¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 97.

⁵⁴² Vgl. Funk, B. (2008), S. 130.

⁵⁴³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 101.

Wert der Einlagen in Form von Steuern an.⁵⁴⁴ Sollte zu irgendeinem Zeitpunkt innerhalb des steuerrelevanten Geschäftsjahres eine Bestimmung für den Status eines FBIs verletzt werden, wird der FBI ab dem Zeitpunkt der Verletzung der Rahmenbedingungen nicht mehr mit dem begünstigten Steuersatz von 0% besteuert, sondern mit dem üblichen Körperschaftssteuersatz von 25,5% (bzw. bis zu Gewinnen in der Höhe von EUR 200.000.- mit 20%).⁵⁴⁵

Die Ausschüttung von Erträgen des FBIs an Anteilseigner unterliegt grundsätzlich einer Besteuerung von 15%. Im Falle von inländischen Anteilseignern kann diese Steuer gegen die Körperschaftsteuer bzw. Einkommenssteuer gegen gerechnet werden. Einen weiteren steuerlichen Vorteil hat der REIT in der Kompensation von Steuern, die er im Zuge von Dividendenausschüttungen seiner eigenen Beteiligungen zahlen muss und den Steuern, mit deren Höhe die Ausschüttung der eigenen Dividenden an die Gesellschafter behaftet sind.⁵⁴⁶

Steuern der inländischen Investoren

Auf Anteilseignerebene ist im Sinne der Besteuerung in den Niederlanden zwischen institutionellen und privaten Anlegern zu unterscheiden. Der Steuersatz für institutionelle Investoren ergibt sich dabei aus dem standardisierten Steuersatz in Höhe von 25,5%.⁵⁴⁷ Privatanleger werden in der Kategorie von Kapitaleinkünften mit einer festen fiktiven Rendite von 4% besteuert.⁵⁴⁸ Der Steuersatz darauf beträgt 30%. Eine Ausnahme davon bilden jene privaten Anleger, deren Anteil an der Gesellschaft 5% übersteigt, und die dadurch mit einem Pauschalsteuersatz von 25% besteuert werden (Substantial Interest Taxation Rule).⁵⁴⁹

Steuern der ausländischen Investoren

⁵⁴⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

⁵⁴⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 99.

⁵⁴⁶ Vgl. PwC (2008), S. 15.

⁵⁴⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 100.

⁵⁴⁸ Vgl. Loyens & Loeff (2007), S. 2.

⁵⁴⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 38.

Sind die Investoren im Ausland steuerpflichtig, fällt die allgemeine Quellensteuer in Höhe von 15% , sofern kein Doppelbesteuerungsabkommen zum Tragen kommt.⁵⁵⁰

4.1.5. Der SIIC in Frankreich

4.1.5.1. Historische Entwicklung

Bis zur Einführung verfügte Frankreich über keine steuerlich transparente Immobilienanlage. Die Niederlande hatten 1969 ein REIT-System eingeführt, Belgien 1995 und sowohl in Großbritannien als auch in Deutschland wurde über die Entwicklung einer REIT-Struktur diskutiert.⁵⁵¹ Aus den damit entstandenen Druck heraus den nationalen Immobilienmarkt zu stärken und vor allem den französischen Kapitalmarkt gegenüber dem Ausland zu stärken, führte Frankreich eine REIT-Struktur in Form der Sociétés d'Investissement Immobilières Cotées (SIIC) mit dem Finance Act im Jahr 2003 ein.⁵⁵²

Durch das enorme Potenzial des größten europäischen Immobilienmarktes gelang es dem Staat auch seinen Staatshaushalt zu verbessern, indem die Steuereinnahmen im Zuge der Umwandlung in den SIIC und der damit einhergehenden Aufdeckung stiller Reserven erhöht wurden. Schon im ersten Jahr nach Einführung der SIICs konnte der französische Staat steuerliche Mehreinnahmen in der Höhe von EUR 1,5 Mrd. verbuchen.⁵⁵³

Die Top 5

Per Ende Juni 2009 waren in Frankreich 46 Unternehmen als SIIC registriert. Diese 46 SIIC besitzen einen Anteil von 11,3% des weltweiten REIT-Marktes. Dies unterstreicht die internationale Bedeutung des französischen Immobilienmarktes. Die Marktkapitalisierung der SIICs belief sich per Ende Juni 2009 auf EUR 32,2 Mrd. Abbildung 108 zeigt die Top 5-Player am französischen SIIC-Markt.

Abbildung 108: Top 5 SIICs in Frankreich

⁵⁵⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 37.

⁵⁵¹ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 147.

⁵⁵² Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 71.

⁵⁵³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 38.

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Unibail-Rodamco SE	8.992	Büro, Handel
Klépierre	3.352	Industrie, Büro, Handel
ICADE	2.885	Industrie, Büro, Handel, Wohnbau, Sonstiges
Gecina SA	2.776	Spezialimmobilien, Hotel, Logistik, Büro, Wohnbau
Foncière des Régions	2.501	Logistik, Büro, Sonstiges, Wohnbau

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 33.

Noch per Ende Juni 2008 betrug die Anzahl der SIIC in Frankreich 47 und deren Marktkapitalisierung EUR 45,9 Mrd.⁵⁵⁴ Der Anteil am globalen REIT-Markt betrug damals noch 12,2%. Damit ist ersichtlich, dass auch dieser Markt die Auswirkungen der in den USA ausgelösten Immobilienkrise zu spüren bekam.

Das französische SIIC-System ist auch für ausländische Unternehmen sehr attraktiv. So konnte es unter anderen Unternehmen wie Corio, Rodamco Europe und Wereldhave (Niederlande), Hammerson (Großbritannien), Cofinimmo und Warehouse de Paw (Belgien) als börsennotierte SIIC in Frankreich gewinnen.⁵⁵⁵

4.1.5.2. Struktur des SIICs

Tätigkeitsprofil

Der Fokus der Tätigkeiten eines SIIC soll auf passive Immobilieninvestitionen gerichtet sein. Die Vorgaben sehen dabei den Erwerb und Bau von Immobilien vor, die dem Zweck der Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung dienen sollen.⁵⁵⁶ Darüber hinaus dürfen SIICs auch direkte oder indirekte Anteile an Gesellschaften halten, die eine ähnliche Ausrichtung wie der SIIC selbst aufweisen.⁵⁵⁷ Daneben können neben Investitionstätigkeiten auch noch Leasing-Tätigkeiten ausgeübt werden.⁵⁵⁸ Wurden diese Tätigkeiten bereits vor dem Jahr 2005 begonnen, dürfen diese nicht mehr als 50% des Portfolios des SIICs einnehmen. Für Transaktionen nach 2005 gilt diese Restriktion nicht.⁵⁵⁹ Viele REIT-Strukturen unterscheiden sich auch in der Behandlung der erlaubten

⁵⁵⁴ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 22.

⁵⁵⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 33.

⁵⁵⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 76.

⁵⁵⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 38.

⁵⁵⁸ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 36.

⁵⁵⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 39.

Nebentätigkeiten, wie z.B. der Projektentwicklung. Das französische Regulatorium sieht vor, dass diese Aktivitäten über die passive Immobilieninvestition hinaus, eine untergeordnete Rolle im Geschäftsfeld des SIICs spielen müssen. Das bedeutet, dass diese Geschäftsfelder, wie die Projektentwicklung oder das Maklergeschäft, eine Begrenzung einerseits hinsichtlich des Anteils am gesamten Portfolio mit 20% erfahren und andererseits eine volle Besteuerung der Einnahmen aus diesem Bereich nach sich ziehen.⁵⁶⁰

Unternehmen der französischen REIT-Struktur unterliegen im Vergleich zum US-REIT keinerlei Beschränkungen hinsichtlich der Risikodiversifikation der im Portfolio gehaltenen Immobilien.⁵⁶¹

Fremdkapitalquote

Ein wesentlicher Wettbewerbsvorteil des SIICs gegenüber manchen anderen REIT-Strukturen besteht in der Höhe des zugelassenen Fremdkapitalanteiles. Hier besteht keine Restriktion des Anteiles. Natürlich unterliegt der SIIC jedoch auch den allgemein geltenden Finanzierungsquoten der vergebenden Kreditinstitute.⁵⁶²

Ausschüttung

Die Ausschüttungsquote des französischen SIICs beträgt 85% der operativen Einnahmen. Zusätzlich müssen 50% der Veräußerungsgewinne binnen zwei Jahren nach Ablauf des gewinnbringenden Steuerjahres an die Anteilseigner ausgeschüttet werden.⁵⁶³ Eine zu 100% vollkommene Ausschüttung betrifft Dividendenerträge von Beteiligungen an weiteren SIICs. Diese müssen noch im selben Steuerjahr an die Gesellschafter weitergeleitet werden.⁵⁶⁴

Eine Sonderregelung betrifft laufende Einnahmen aus Immobilien im Bereich von Hotels, Cafés und Restaurants. Jene laufenden Erträge, die aus dem Kauf von den genannten

⁵⁶⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 36.

⁵⁶¹ Vgl. PwC (2008), S. 8.

⁵⁶² Vgl. Huesmann, M. (2005), S. 72.

⁵⁶³ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 39.

⁵⁶⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 38.

Immobilienarten im Zeitraum vom 1. Jänner 2007 bis zum 31. Dezember 2009 resultieren, können auf eine reduzierte Ausschüttungsquote von 50% zurückgreifen.⁵⁶⁵

4.1.5.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Im Gegensatz zu anderen REIT-Strukturen grenzt der SIIC die mögliche Gesellschaftsform auf eine Kommanditgesellschaft oder Aktiengesellschaft mit einem Mindestgrundkapital von EUR 15 Mio. ein.⁵⁶⁶ Ausländische Gesellschaften können unter der Berücksichtigung der gesetzlichen Vorgaben auch die Qualifikation zum SIIC erreichen, indem sie eine Niederlassung in Frankreich gründen und somit den französischen Steuergesetzen unterliegen.⁵⁶⁷

Börsennotierung

Die Muttergesellschaft muss jedenfalls immer an einer französischen Börse notiert sein. Das verhindert jedoch nicht, dass ein SIIC auch an weiteren ausländischen Börsen notieren kann.⁵⁶⁸ Umgekehrt können auch ausländische SIICs in Frankreich börsennotiert sein.

Gesellschafterbeschränkung

Die Anforderungen hinsichtlich der Anteilseignerstruktur betreffen neu zu gründende SIICs, die zum Zeitpunkt der Umwandlung mindestens für 15% der Anteile Investoren vorweisen müssen, deren einzelner Anteil 2% nicht übersteigt.⁵⁶⁹ Somit soll dem Kriterium der Anlegerdiversifikation Rechnung getragen werden. Seit Jänner 2007 wurden diese Kriterien nochmals verschärft. Die restriktiveren Bestimmungen sehen nun vor, dass ein einzelner Investor nicht mehr als 60% der Anteile bzw. Stimmrechte einer SIIC halten darf.⁵⁷⁰ Bei Einführung dieser neuen Beschränkung wurde zunächst eine dreijährige Übergangsphase beschlossen. Doch mit dem Finance Act 2009 wurde diese Übergangsphase nochmals um ein weiteres Jahr verlängert, da 11 SIIC-Unternehmen

⁵⁶⁵ Vgl. PwC (2008), S. 8.

⁵⁶⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 75.

⁵⁶⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 35.

⁵⁶⁸ Vgl. ebenda, S. 36.

⁵⁶⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 38.

⁵⁷⁰ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 33.

diese Regelungen nicht einhalten konnten. Die Gründe dafür lagen hauptsächlich in den erfolglosen Versuchen die Anteile zu verkaufen.⁵⁷¹

4.1.5.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des SIICs

Jedes Unternehmen, das den Vorgaben für den französischen REIT-Status erfüllt, kann innerhalb der ersten vier Monate des Steuerjahres zum SIIC optieren.⁵⁷² Diese Entscheidung kann nachfolgend nicht mehr aufgehoben werden. Möchte eine Tochtergesellschaft eines SIICs zusätzlich auch zum SIIC-Status optieren, muss sichergestellt werden, dass sich deren Anteile zu mindestens 95% in den Händen eines oder mehrerer SIICs befinden.⁵⁷³ Zu Beginn der Umwandlung in eine SIIC-Struktur müssen alle Bestandsimmobilien neu bewertet werden. Auf die dabei anfallenden stillen Reserven ist ein Pauschalsteuersatz von 19% anzuwenden.⁵⁷⁴ Dies stellt jene Steuereinnahmequelle dar, die der französische Staat bei Einführung der SIIC im Fokus hatte und wurde im Zuge des Finance Act 2009 von bis dahin geltenden 16,5% auf 19% erhöht.

Grundsätzlich gilt, dass auch ein SIIC den französischen Vorgaben zur Besteuerung von Körperschaften in der Höhe von 33,33% bzw. 34,43% unterliegt.⁵⁷⁵ Jedoch gibt es hierzu Ausnahmeregelungen. Die bedeutendste Ausnahmeregelung betrifft die Steuerfreiheit der laufenden Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung des SIICs. Gleiches gilt auch für Einnahmen aus Dividenden, die wiederum aus steuerbefreiten Einnahmen von SIIC-Tochtergesellschaften resultieren.⁵⁷⁶ Mit dem Finance Act 2007 ist es seit diesem Zeitpunkt auch Muttergesellschaften erlaubt sich an anderen SIIC-Unternehmen zu beteiligen und weitere Steuerfreiheiten zu nutzen. Ist der Anteil an dem gehaltenen SIIC-Investment mindestens 5%, die Haltedauer mindestens zwei Jahre und die

⁵⁷¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 33.

⁵⁷² Vgl. Pilz, G. (2007), S. 75.

⁵⁷³ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 148.

⁵⁷⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 41.

⁵⁷⁵ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 39.

⁵⁷⁶ Vgl. PwC (2008), S. 8.

Ausschüttungsquote dieser Dividenden 100%, so werden auch diese Einkünfte steuerfrei behandelt.⁵⁷⁷

Eine weitere Ausnahmeregelung betrifft die steuerfreie Qualifikation von Gewinnen aus dem Verkauf von Bestandsobjekten, die bis zum Zeitpunkt des Verkaufes aus Gründen der Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung gehalten wurden und zum Anderen von Gewinnen aus dem Verkauf von Beteiligungen an SIIC-Unternehmen.⁵⁷⁸ Seit Jänner 2007 sind jene Gewinne aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien generell auch dann steuerbefreit, wenn es sich beim Käufer um eine gehaltene SIIC-Tochtergesellschaft handelt.⁵⁷⁹ Werden bei diesen Immobilienverkäufen stille Reserven gehoben, sind diese aber trotzdem mit einem Pauschalsteuersatz von 19% zu versteuern.⁵⁸⁰

Steuern der inländischen Investoren

Die Besteuerung auf Anlegerseite muss wiederum nach institutionellen und privaten Investoren unterschieden werden. Für institutionelle Investoren gilt für Erträge aus Ausschüttungen und Veräußerungsgewinnen der SIIC-Anteile der französische Steuersatz von 34,43% für Körperschaften.⁵⁸¹ Sollte der Anteil eines einzelnen institutionellen Investors bei mindestens 5% mit einer Mindesthaltedauer von zwei Jahren betragen, so darf er für nicht steuerbefreite Einkünfte der SIIC-Gesellschaft eine Steuerbefreiung von bis zu 95% beantragen.⁵⁸² Diese Qualifikation eines institutionellen Investors berechtigt ihn zusätzlich, die Möglichkeit einer Steuerreduzierung von Veräußerungsgewinnen bei Verkauf der SIIC-Anteile von 34,43% auf einen reduzierten Steuersatz von 19,627% zu nutzen.⁵⁸³

Auch private Investoren, die ihre Ausschüttungseinnahmen mit ihrem persönlichen Einkommensteuersatz zuzüglich den Sozialversicherungsabgaben in der Höhe von 12,1% zu versteuern haben, profitieren von mehreren Steuererleichterungen.⁵⁸⁴ Der gewichtigste

⁵⁷⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 39.

⁵⁷⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 40.

⁵⁷⁹ Vgl. PwC (2008), S. 8.

⁵⁸⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 40.

⁵⁸¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 42.

⁵⁸² Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 40.

⁵⁸³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 42.

⁵⁸⁴ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 41.

Steuervorteil beinhaltet seit 2006 die allgemeine französische Regelung von Dividendenzahlungen, bei der lediglich 60% der vereinnahmten Dividende dem persönlichen Einkommenssteuersatz unterliegen. Die restlichen 40% können steuerfrei behandelt werden.⁵⁸⁵ Zusätzlich gewährt der französische Staat einen Steuerfreibetrag auf Ausschüttungen von EUR 1.525.- für Alleinstehende und EUR 3.050.- für Ehepaare.⁵⁸⁶ Darüber hinaus besteht noch die Möglichkeit einer Steuergutschrift von EUR 115.- für Alleinstehende und EUR 230.- für Ehepaare auf bis zu 50% der Ausschüttungseinnahme.⁵⁸⁷

Alternativ gibt es für private Anleger seit 2008 auch die Möglichkeit zu einer pauschalen Besteuerung von Dividenden in Höhe von 18% zu optieren. Diese Bestimmung erlaubt jedoch keine Kombination mit der reduzierten Steuerbasis von 60% und ist nach Auswahl nicht mehr rückgängig zu machen.⁵⁸⁸ Die Zahlung der Sozialversicherungsabgaben ist von jeglicher Steuerfreiheit ausgenommen und ist immer zu entrichten. Bezüglich der Einnahmen aus dem Verkauf von SIIC-Gesellschaftsanteilen unterliegt der französische Privatinvestor einem Pauschalsteuersatz von 18% der realisierten Gewinne, wenn der gesamte Erlös durch diese Art der Gewinne EUR 25.730.- pro Jahr übersteigt. Parallel zu der Besteuerung von Dividenden ist auch der Gewinn aus Beteiligungsveräußerungen jedenfalls immer mit den Sozialversicherungsabgaben von 12,1% zu versteuern.⁵⁸⁹

Steuer der ausländischen Investoren

Im Bezug auf die Besteuerung von ausländischen Gesellschaftern unterliegen diese der angesetzten Quellensteuer in Höhe von 25%.⁵⁹⁰ Im Falle der Ausschüttung an ausländische Investoren, mit deren Herkunftsländern Frankreich ein Doppelbesteuerungsabkommen unterhält, kann dieser Steuersatz auf 15% reduziert werden und im Regelfall mit den zu entrichtenden Steuern im Land des Investors gegen gerechnet werden.⁵⁹¹ Institutionelle Anleger, deren Qualifikation als Gesellschafter mit mindestens 15% am SIIC lautet, sind für Dividenden aus bereits steuertransparent

⁵⁸⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 261.

⁵⁸⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 43.

⁵⁸⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 41.

⁵⁸⁸ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 43.

⁵⁸⁹ Vgl. ebenda.

⁵⁹⁰ Vgl. PwC (2008), S. 8.

⁵⁹¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 41.

behandelten Einnahmen nicht von der Quellensteuer betroffen.⁵⁹² Hinsichtlich der Besteuerung von Gewinnen aus Beteiligungsveräußerungen ist ein Pauschalsatz von 19% nur dann anzuwenden, wenn der Anleger mehr als 10% der SIIC-Gesellschaftsanteile im Besitz hatte, wobei auch hier die Regelungen eines Doppelbesteuerungsabkommens mit dem Sitz des Investors zum Tragen kommt.⁵⁹³

Um einen etwaigen Entgang von Steuern zu vermeiden, wurde mit Juli 2007 eine besondere Quellensteuer in der Höhe von 20% eingeführt, die nur bei jenen ausländischen Gesellschaftern anfällt, die in ihrem Ansässigkeitsstaat gänzlich von der Steuer befreit bzw. mit einem niedrigen Steuersatz bis zu 12% besteuert werden und zudem direkt oder auch indirekt zu mindestens 10% der Anteile einer SIIC halten.⁵⁹⁴

Sanktionen bei Verstößen

Bei einem Verstoß gegen die gesetzlichen Bestimmungen des SIICs muss die Gesellschaft ihre Einnahmen des gesamten Jahres, in dem die Verletzung der Bestimmung stattgefunden hat, mit dem Steuersatz für Körperschaften von 34,43% versteuern.⁵⁹⁵

4.1.6. Der UK-REIT in Großbritannien

4.1.6.1. Historische Entwicklung

Nach mehrjähriger Diskussion führte Großbritannien im Rahmen des Finance Act 2006 den UK-REIT ab 1. Jänner 2007 ein.⁵⁹⁶ Zum Zeitpunkt der Einführung war Großbritannien ein großer Wettbewerbsvorteil sicher, da die Entscheidung für eine neue REIT-Struktur noch vor der Einführung der parallel geführten Gespräche über die REIT-Einführung in Deutschland erfolgte.⁵⁹⁷ Das britische Modell startete mit bereits neun umgewandelten Unternehmen zum UK-REIT am ersten Einführungstag.⁵⁹⁸ Noch

⁵⁹² Vgl. ebenda.

⁵⁹³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 44.

⁵⁹⁴ Vgl. Daric, C. (2008), S. 461.

⁵⁹⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 38.

⁵⁹⁶ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 42.

⁵⁹⁷ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 150.

⁵⁹⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 42.

während des ersten Jahres wuchs die Anzahl der neu gegründeten UK-REITs rasant an, stagnierte dann jedoch bis zum heutigen Zeitpunkt auf gleichem Niveau.

Mit der Einführung der UK-REITs schürte Großbritannien die Erwartung einer verbesserten Wettbewerbsposition des britischen Kapitalmarktes im Vergleich zum Ausland. Der dadurch reformierte Immobilienmarkt sollte neue und traditionelle Investorengruppen intensiver locken. Die zu diesem Zeitpunkt herrschende Eigentumsquote von 50% am Immobilienmarkt sollte durch das neue Anlagevehikel ebenfalls gesenkt werden.⁵⁹⁹

Die Top 5

Per Ende Juni 2009 existierten 21 UK-REITs in Großbritannien, deren Marktkapitalisierung eine Höhe von EUR 18,7 Mrd. ausmachte und deren Marktanteil 6,5% am globalen REIT-Markt darstellte.⁶⁰⁰ Von diesen 21 UK-REITs notierten 19 Unternehmen an der FTSE. Nachfolgend listet Abbildung 109 die nach ihrer Marktkapitalisierung größten fünf UK-REITs auf.

Abbildung 109: Top 5 UK-REITs in Großbritannien

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Land Securities Group PLC	4.183	Büro, Handel, Sonstiges
British Land Co PLC	3.822	Industrie, Freizeit, Büro, Handel
Liberty International PLC	2.639	Büro, Handel, Wohnbau
Hammerson PLC	2.507	Büro, Handel
Segro	1.616	Industrie, Logistik, Büro, Handel

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 123.

Noch ein Jahr zuvor belief sich per Ende Juni 2008 die Marktkapitalisierung aller UK-REITs auf EUR 26,3 Mrd., was einen Verlust von nahezu 30% innerhalb eines Jahres bedeutet. Waren es Ende Juni 2008 insgesamt 19 UK-REITs, konnte zumindest in diesem Bereich eine Steigerung um weitere zwei UK-REITs bis zum Ende Juni 2009 verzeichnet werden. Der Marktanteil der 19 Unternehmen betrug 2008 noch 7% des weltweiten REIT-Marktes im Vergleich zu oben genannten 6,5% im Jahr 2009.⁶⁰¹

⁵⁹⁹ Vgl. ebenda.

⁶⁰⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 122.

⁶⁰¹ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 95.

Die Gründe dafür, dass nicht wesentlich mehr UK-REITs gegründet wurden, sind breit gefächert. Einerseits hat natürlich das wirtschaftliche Umfeld Umwandlungen nicht gefördert. Andererseits sind jedoch auch in den Regulatorien Gründe zu finden, die ein schnelles Wachstum dieser Unternehmen nicht unterstützen. Der britische Gesetzgeber könnte die Möglichkeit nutzen auch nicht börsennotierten REITs anzubieten. Unter Umständen könnte auch die Möglichkeit eines UPREIT, sowie in den REIT-Strukturen der USA und in Frankreich, dazu verhelfen, eine größere kritische Masse am britischen REIT-Markt zu etablieren.⁶⁰²

4.1.6.2. Struktur des UK-REITs

Tätigkeitsprofil

Vergleichbar mit anderen REIT-Strukturen stellt auch der UK-REIT ein hauptsächlich passives Immobilienvehikel dar. Dieser Fokus wird dadurch unterstrichen, dass zumindest 75% der Erträge aus Einnahmen der Vermietung und Verpachtung stammen müssen.⁶⁰³ Genauso müssen auch 75% der Bestandsimmobilien zu diesem Zweck gehalten werden.⁶⁰⁴ Zudem muss ein UK-REIT den gesetzlichen Vorgaben nach mindestens drei Immobilien halten, wobei dieses Kriterium damit verknüpft ist, dass eine einzelne Immobilien höchstens 40% des gesamten Portfolios einnehmen darf.⁶⁰⁵ Die Investition in ausländische Immobilien ist erlaubt.⁶⁰⁶ Erträge aus den untergeordneten Geschäftsfeldern, wie Immobilienhandel und Serviceleistungen, die im weitesten Sinn der Vermietung dienen, sind nicht in den „75%-Test“ des britischen Modells zu inkludieren. Folglich sind Nebentätigkeiten zwar erlaubt, jedoch muss der britische REIT die Einkommens- und Vermögensgrenzen beachten.⁶⁰⁷ Um den Status eines UK-REITs zu bekommen, dürfen sich im Portfolio des Unternehmens keine performanceabhängigen Kredite befinden.⁶⁰⁸

⁶⁰² Vgl. Glascock, J.; Park, A. (2008), S. 471.

⁶⁰³ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 76.

⁶⁰⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 124.

⁶⁰⁵ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 42.

⁶⁰⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 124.

⁶⁰⁷ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 259.

⁶⁰⁸ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 123.

Fremdkapitalquote

Großbritannien hat im Bezug auf den Fremdkapitalanteil eines UK-REITs einen eigenen Zugang im Vergleich zu anderen REIT-Strukturen gewählt. Grundsätzlich gibt es keine Beschränkung des Fremdkapitals im Verhältnis zum Eigenkapital. Es gibt jedoch eine Restriktion der „DSCR“ (Debt-Service-Cover-Ration), die eine Quote der laufenden Einnahmen im Verhältnis zum Schuldendienst darstellt.⁶⁰⁹ Diese Quote darf nicht geringer als 1,25 ausfallen, sonst wird der Anteil des übersteigenden Fremdkapitals mit einer Strafzahlung in Form einer Besteuerung bemessen.⁶¹⁰

Ausschüttung

Der UK-REIT ähnelt im Bezug auf die Ausschüttungshöhe von 90% der US-REIT-Struktur. Unterschiede der REIT-Strukturen ergeben sich im Hinblick auf die Bemessungsgrundlage. Die Ausschüttungsverpflichtung von 90% in Form einer „Property Income Dividend“ (PID) bezieht sich beim UK-REIT auf alle steuerbefreiten Einkünfte des qualifizierten Hauptgeschäftes.

Veräußerungsgewinne können innerhalb von zwei Jahren steuerfrei investiert werden, sind bei Nicht-Ausübung jedoch normal steuerpflichtig und fallen aus diesem Grund nicht unter die Ausschüttungsquote.⁶¹¹

4.1.6.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

Das in Großbritannien eingeführte REIT-Modell sieht zwingend eine Kapitalgesellschaft bei Gründung eines UK-REITs vor. Die Mindestausstattung der Gesellschaft beträgt GBP 50.000.-.

Börsennotierung

Diese Kapitalgesellschaft muss an einer durch die britische Finanzbehörde anerkannten Börse notiert sein.⁶¹² Diese von Her Majesty's Revenue & Customs Department (HMRC)

⁶⁰⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 43.

⁶¹⁰ Vgl. PwC (2008), S. 19.

⁶¹¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 43.

akzeptierten Börsen sind neben der Londoner Stock Exchange auch Börsen innerhalb des europäischen Wirtschaftsraumes (EWR), Börsen in den USA, sowie ausgewählte Börsen in Australien, auf den Caiman-Inlands, Südafrika, Südkorea, Mexiko und Brasilien.⁶¹³ Eine Notierung an einer Börse für alternative Investments ist für den UK-REIT nicht genügend.⁶¹⁴ Häufig notiert ein UK-REIT an Börsen von Drittländern, da die Transaktionskosten meist viel niedriger sind.⁶¹⁵

Gesellschafterbeschränkung

Die Streuung der Gesellschafter ist beim UK-REIT durch die Bedingung vorgegeben, dass es sich um keine geschlossene Gesellschaft handeln darf. Eine geschlossene Gesellschaft würde dann vorliegen, wenn nur fünf oder weniger Gesellschafter die Anteile des Unternehmens halten.⁶¹⁶ Neben der anzahlbedingten Vorgabe beim UK-REIT besteht zudem eine Regelung, die einem einzelnen institutionellen Investor untersagt, mehr als 10% der Gesellschaftsanteile, der Dividendenausschüttungen oder Stimmrechte in sich zu vereinen.⁶¹⁷ Diese Vorgabe betrifft private Investoren nicht. Daneben gibt es keine Restriktionen für ausländische Investoren.⁶¹⁸

Im Sinne der Bildung einer steuerlichen Organschaft sind jene Kriterien zu beachten, die im ersten Schritt eine mindestens 75%-ige Beteiligung der Muttergesellschaft an der Tochtergesellschaft vorsehen, um eine REIT-Gruppe zu argumentieren.⁶¹⁹ Im zweiten Schritt dürfen diese Tochtergesellschaften in weiterer Folge ebenfalls zu mindestens 75% an weiteren Tochtergesellschaften beteiligt sein. Um diesen Zugang zur britischen Gruppenbesteuerung nutzen zu können, muss zu jedem Zeitpunkt sicher gestellt sein, dass die Muttergesellschaft an jedem einzelnen Unternehmen der gesamten Gruppe zu mindestens mit 51% der Gesellschaftsanteile beteiligt ist und in dieser Höhe an Ausschüttungen partizipiert.⁶²⁰ Folgedessen ist der Status als UK-REIT dann gefährdet,

⁶¹² Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 123.

⁶¹³ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 256.

⁶¹⁴ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 150.

⁶¹⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 256.

⁶¹⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 124.

⁶¹⁷ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 42.

⁶¹⁸ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 124.

⁶¹⁹ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 42.

⁶²⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 125.

wenn der REIT durch eine Gesellschaft übernommen wird, die selbst keinen REIT-Status inne hat.⁶²¹

4.1.6.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuern des UK-REITs

Um steuerlich als UK-REIT qualifiziert zu werden, muss das Unternehmen seine steuerliche Veranlagung in Großbritannien ausführen.⁶²² Im Fall der Einbringung von Immobilien in den neu gegründeten UK-REIT verzichtet der britische Gesetzgeber zwar auf eine Überführungssteuer auf stille Reserven, wie z.B. in den Niederlanden oder Frankreich, verrechnet dafür aber neben der 4%-igen Grunderwerbssteuer eine eigene Abgabe (Conversion Charge) in der Höhe von 2% aller überzuleitenden Immobilien mit steuerbefreitem Geschäftszweck.⁶²³ Möchte der UK-REIT diese Abgabe auf vier Jahre verteilt leisten, so erhöht sich die Summe der Zahlung auf 2,19% und ist wie folgt ansteigend aufzuteilen: im 1. Jahr 0,5%, im 2. Jahr 0,53%, im 3. Jahr 0,56% und im vierten und letzten Jahr 0,6%.⁶²⁴

Bei Bildung einer Tax Group mit Tochtergesellschaften, ermöglicht diese Gruppenbesteuerung die Steuerfreiheit von Vermietungseinkünften der Tochtergesellschaften. Die Dividenden der Tochterunternehmen an die Muttergesellschaft sind voll steuerpflichtig.⁶²⁵

Das Besteuerungskonzept eines UK-REITs sieht ähnlich dem französischen SIIC eine Unterscheidung zwischen steuerbefreiten und steuerpflichtigen Einkünften auf Unternehmensebene vor. Einkünfte aus qualifizierter Vermietungstätigkeit besitzen den Anspruch auf Steuerfreiheit, wohingegen Erträge aus Nebentätigkeiten mit dem allgemeinen Steuersatz von 28% besteuert werden.⁶²⁶ Auch Dividenden, die durch die Beteiligung an anderen REITs bezogen werden, sind nicht steuerbefreit und fallen

⁶²¹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 43.

⁶²² Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 42.

⁶²³ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 258.

⁶²⁴ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 128.

⁶²⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 260.

⁶²⁶ Vgl. PwC (2008), S. 19.

ebenfalls unter die 28%-ige Besteuerung.⁶²⁷ Veräußerungsgewinne von Bestandsimmobilien, die der Vermietung dienten, sind steuerbefreit eingestuft. Handelt es sich jedoch um Projektentwicklungen des UK-REITs, die in den ersten drei Jahren nach Fertigstellung veräußert werden, ist der Gewinn durch diesen Verkauf wiederum steuerpflichtig.⁶²⁸ Das gilt auch für jene Objekte, deren Wert durch die Entwicklung des UK-REITs im Vergleich zum Anschaffungspreis um 30% steigt.⁶²⁹

Im Falle der steuerbefreiten Ausschüttung an britische Steuersubjekte wird eine Quellensteuer in Höhe von 20% vom UK-REIT zur Weiterleitung an das HMRC einbehalten.⁶³⁰ Von dieser Quellensteuer sind britische Körperschaften gänzlich befreit.

Steuer der inländischen Investoren

Auf der Ebene der Anteilsinhaber von UK-REITs werden institutionelle und private Investoren differenziert behandelt. Beginnend mit institutionellen Investoren, die von der Quellensteuer befreit sind, ist der Standardsteuersatz von 28% für diese Einkünfte (PIDs) anzuwenden. Jene Ausschüttungen, die bereits auf Ebene des UK-REITs steuerpflichtig sind, erreichen Steuerfreiheit auf Ebene der institutionellen Anteilseigner.⁶³¹

Betrachtet man die Steuerebene der privaten Investoren, so sind Ausschüttungen bereits seitens des UK-REITs mit der Quellensteuer behaftet. Deswegen fällt eine weitere Besteuerung für den Großteil der Anleger aus. Gehört ein Investor jedoch einer höheren Steuerklasse an, wird eine zusätzliche Besteuerung von insgesamt bis zu 40% oder 50% (inkl. 20% Quellensteuer) ausgelöst.⁶³² Beide Anlegerklassen haben gemeinsam, dass Veräußerungsgewinne aus Beteiligungen an UK-REITs immer mit dem allgemein üblichen Steuersatz versteuert werden müssen.⁶³³

⁶²⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 127.

⁶²⁸ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schäfers, W.; Schulte, K.-W.; Forster-Kraus, S.; Pfrang, D. (2008), S. 43.

⁶²⁹ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 259.

⁶³⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 127.

⁶³¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 128.

⁶³² Vgl. ebenda, S. 129.

⁶³³ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 262.

Steuern der ausländischen Investoren

Ausländische Gesellschafter, unabhängig davon, ob diese private oder institutionelle Investoren vertreten, unterliegen immer der Quellensteuer in Höhe von 20%. Unter Berücksichtigung von vorliegenden Doppelbesteuerungsabkommen kann diese Steuer gegebenenfalls auf 15% reduziert werden und im Ansässigkeitsstaat gegen verrechnet werden.⁶³⁴

Sanktionen bei Verstößen

Der Verstoß gegen Rahmenbedingungen des UK-REIT-Modells führt zu diversen Strafsätzen. Wird der „75%-Test“ nicht positiv geschafft und jedoch mehr als 50% der Einkünfte aus Vermietung erbracht, kann dies in einem ersten Schritt noch zu einer Verwarnung führen. Geht man jedoch von einer Ertragslage von qualifizierten steuerbefreiten Tätigkeiten unter 50% aus, hat dies unter Umständen den Verlust des Status als UK-REIT zur Folge.⁶³⁵ Gemäß der Vorschrift der Anlegerdiversifikation ist es dem UK-REIT untersagt eine Ausschüttung an einen Gesellschafter mit höherem Anteil als 10% vorzunehmen. Verstößt der REIT gegen dieses Verbot, geht der REIT-Status zwar nicht verloren, doch die Höhe dieser Ausschüttung wird mit einer Strafsteuer von 20% versehen.⁶³⁶ Parallel dazu gibt es Sanktionen des HMRC mit einem Strafsteuersatz von 20% beim Verstoß gegen die Ausschüttungsquote.⁶³⁷ Eine begünstigte steuerliche Regelung liegt vor, wenn ein REIT innerhalb der ersten zehn Jahre nach Umwandlung den REIT-Status freiwillig abgeben möchte. Das Unternehmen hat dann in den darauffolgenden zwei Jahren die Chance alle Immobilien steuerfrei zu verkaufen. Die Umwandlungsgebühr von 2% der Bestandsimmobilien wird in diesem Fall jedoch nicht rückerstattet.⁶³⁸

⁶³⁴ Vgl. ebenda, S. 263.

⁶³⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 126.

⁶³⁶ Vgl. Pilz, G. (2007), S. 77.

⁶³⁷ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 126.

⁶³⁸ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 43.

4.1.7. Der G-REIT in Deutschland

4.1.7.1. Historische Entwicklung

Ähnlich wie in Großbritannien sind auch in Deutschland der Einführung des G-REITs langjährige politische Diskussionen voran gegangen. Durch die Stärke der Immobilienbranche und deren Lobbyisten konnte Deutschland dem Druck und der Nachfrage ausländischer Investoren nicht länger Widerstand leisten.⁶³⁹

Im Jahr 2007 wurde dann eilig nach der Einführung der REITs in Großbritannien der G-REIT mit Wirkung ab Jänner 2007 auf den Kapitalmarkt gebracht.⁶⁴⁰ Doch erst im Oktober 2007 optierte das erste Unternehmen, die Alstria Office AG, zum G-REIT.⁶⁴¹

Die Top 2

Der fulminante Start in Großbritannien kann nicht mit jenem Anfang der G-REITs in Deutschland verglichen werden. Bis zum Juni 2009 registrierten sich lediglich zwei Unternehmen als G-REIT in Deutschland. Diese wiesen zum genannten Datum eine Marktkapitalisierung von EUR 0,4 Mrd. auf, was einen bedeutungslosen Marktanteil von 0,1% weltweit ausmacht (siehe Abbildung 110).⁶⁴²

Abbildung 110: G-REITs in Deutschland

	Marktkapitalisierung (in Mio. EUR)	Investitionsschwerpunkt
Alstria Office REIT-AG	266	Büro, Wohnbau, Handel
Fair Value REIT-AG	29	Industrie, Logistik, Büro, Handel

Quelle: EPRA Reporting (2009), S. 46.

Der Marktanteil per Ende 2008 betrug noch 0,2% mit einer Marktkapitalisierung von EUR 0,6 Mrd.⁶⁴³ Mittlerweile haben sich mit Ende Juni 2009 zumindest 12 Unternehmen als Vor-REIT registrieren lassen. Auch das österreichische Immobilienaktienunternehmen CA-Immo überlegte einen G-REIT in Deutschland

⁶³⁹ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 143.

⁶⁴⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 45.

⁶⁴¹ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁴² Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 46.

⁶⁴³ Vgl. EPRA Reporting (2008), S. 32.

aufzulegen, verwarf die Pläne jedoch aufgrund der 2008 einsetzenden Immobilien- und Wirtschaftskrise.⁶⁴⁴

4.1.7.2. Struktur des G-REITs

Tätigkeitsprofil

Wie §1 des deutschen REIT-Gesetzes besagt, sollen G-REITs auf den Erwerb und das Verwalten von in- und ausländischen Immobilien konzentriert sein, um diese Objekte zu vermieten oder zu veräußern. In Zahlen gefasst muss ein G-REIT mindestens 75% seines Vermögens aus Immobilien, Beteiligungen an Immobilien-Personengesellschaften oder Auslandsobjektgesellschaften vorweisen können.⁶⁴⁵ Im Umkehrschluss dürfen jedoch nur 20% des Vermögens auf andere Aktiva als Immobilien entfallen.⁶⁴⁶

Die Ertragsanforderungen des G-REITs entsprechen im Wesentlichen auch jenen des UK-REITs.⁶⁴⁷ Mindestens 75% müssen dabei aus Einnahmen entstammen, die aus der Haupttätigkeit der Immobilien oder anderen anerkannten Immobiliensubstituten, wie Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, resultieren.⁶⁴⁸ §12 Abs. 3 des deutschen REIT-Gesetzes gibt vor, dass neben Mieteinnahmen und Verkaufserlösen auch Bewertungsgewinne diesem 75%-Test zuzufügen sind.⁶⁴⁹ Im Gegensatz zu anderen REIT-Strukturen werden deutsche REITs nur einmal jährlich diesem 75%-Test unterzogen.⁶⁵⁰

Da die deutsche Regierung bei Einführung des G-REITs Bedenken hatte, dass die Wohnungspreise für Mieter durch eine Stärkung des Immobilienmarktes steigen könnten, schloss er alle deutschen Wohnimmobilien aus der Veranlagungsmöglichkeit von G-REITs aus.⁶⁵¹ Somit ist der G-REIT in puncto seiner Investitionen im Portfolio nicht vollumfänglich wettbewerbsstark.⁶⁵² Eine teilweise Aufweichung dieser Bestimmung

⁶⁴⁴ Vgl. Börse-Express (2008).

⁶⁴⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 254.

⁶⁴⁶ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 5.

⁶⁴⁷ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 254.

⁶⁴⁸ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁴⁹ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 6.

⁶⁵⁰ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 255.

⁶⁵¹ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 143.

⁶⁵² Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 2.

stellt die nachträgliche Erlaubnis der Investition in ausländische Wohnbauten dar, die seit 2007 errichtet wurden. Dieses Verbot für inländische Wohnbauinvestitionen verhindert jedoch nicht die Tatsache, dass ausländische REITs und Finanzinvestoren trotzdem in diesen Markt eintreten können.⁶⁵³

Projektentwicklungen dürfen für den eigenen Bestand durchgeführt werden. Dienstleistungen für Dritte, wie z.B. das Management von Immobilien oder Projektentwicklungen, können zwar vom G-REIT angeboten werden, müssen jedoch die Vermögens- und Ertragsanforderungen bestehen. Werden diese Nebentätigkeiten von Tochtergesellschaften erbracht, müssen diese zu 100% dem G-REIT zugeordnet werden.⁶⁵⁴ Performancedämpfende Auswirkungen auf den REIT-Status haben jene Immobilientransaktionen, die den Verkauf von Immobilien innerhalb von fünf Jahren Haltedauer betreffen und dabei einen Veräußerungsgewinn erzielen, der höher als die Hälfte des Portfoliovermögens beträgt.⁶⁵⁵

Die Satzung des G-REITs sieht keine Beschränkung ausländischer Immobilien im Portfolio vor.⁶⁵⁶

Fremdkapitalquote

Die Fremdfinanzierung eines G-REITs wird indirekt über die Mindestanforderung des Eigenkapitals gesteuert.⁶⁵⁷ Gemäß §15 REIT-Gesetz muss das Eigenkapital zu jeder Zeit mindestens 45% des unbeweglichen Vermögens und der Beteiligungen an Immobiliengesellschaften betragen.⁶⁵⁸

Ausschüttung

In Anlehnung an den UK-REIT muss auch der G-REIT eine Ausschüttungsquote von 90% erreichen.⁶⁵⁹ Diese 90% beinhalten als Bemessungsgrundlage den Jahresüberschuss

⁶⁵³ Vgl. ebenda, S. 8.

⁶⁵⁴ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 259.

⁶⁵⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 48.

⁶⁵⁶ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁵⁷ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 256.

⁶⁵⁸ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 6.

⁶⁵⁹ Vgl. Volckens, H. (2008a), S. 431.

nach linearer Abschreibung.⁶⁶⁰ Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien werden in den meisten REIT-Strukturen verschieden zu laufenden Einnahmen behandelt. So auch beim G-REIT, der 50% der Veräußerungsgewinne ausschütten muss und 50% bis zu zwei Jahre lang reinvestieren darf.⁶⁶¹

4.1.7.3. Gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen

Rechtsform

G-REITs sind als Aktiengesellschaften zu gründen.⁶⁶² Der Gesellschaftsname muss „REIT-Aktiengesellschaft“ enthalten bzw. eine gleichbedeutende Abkürzung.⁶⁶³ Das Mindestkapital beträgt EUR 15 Mio.⁶⁶⁴

Börsennotierung

Der G-REIT muss an einer EU- bzw. EWR-Börse notieren, seinen Geschäftssitz jedoch unbedingt im Inland begründen.⁶⁶⁵ Eine preisgünstigere Drittlandbörse wird wie im Fall des UK-REIT auch dann zum Zug kommen, wenn sich dadurch die Transaktionskosten des G-REITs senken lassen.⁶⁶⁶

Gesellschafterbeschränkung

Die Gesellschafterverhältnisse des G-REITs sehen einen Streubesitz von mindestens 15% vor, wobei sich Streubesitz mit maximal 3% der G-REIT-Anteile je Investor und mindestens sechs Gesellschaftern definiert.⁶⁶⁷ Die restlichen 85% müssen von zumindest neun Gesellschaftern zu je maximal 10% bestehen.⁶⁶⁸ Aktionäre dürfen nur indirekt mehr als 10% der Gesellschaftsanteile halten.⁶⁶⁹ Ab dem Zeitpunkt des Börsengangs erhöht sich der erforderliche Streubesitz auf mindestens 25%.⁶⁷⁰

⁶⁶⁰ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 6.

⁶⁶¹ Vgl. Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 144.

⁶⁶² Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁶³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 47.

⁶⁶⁴ Vgl. Leibold, S.; Schmidt, T. (2008), S. 144.

⁶⁶⁵ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 5.

⁶⁶⁶ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 256.

⁶⁶⁷ Vgl. Leibold, S.; Schmidt, T. (2008), S. 144.

⁶⁶⁸ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁶⁹ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 257.

⁶⁷⁰ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 47.

4.1.7.4. Steuerrechtliche Rahmenbedingungen

Steuer des G-REITs

Der G-REIT ist von jeglichen Ertrags-, Körperschafts- und Gewerbesteuern befreit.⁶⁷¹ Somit wird eine steuerliche Transparenz des G-REITs erreicht, indem die Besteuerung auf der Ebene des Anlegers stattfindet. Um diese Verlagerung zu erzielen, muss der REIT die in diesem Kapitel genannten Auflagen erfüllen. Auch in der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus dem Verkauf von Bestandsimmobilien ähnelt der G-REIT mit seiner vollkommenen Steuerfreiheit dem UK-REIT.⁶⁷² Dividenden, die dem G-REIT von einer Tochtergesellschaft zugeführt werden, unterliegen dem normal anwendbaren Steuersatz von 25%.⁶⁷³

Hingegen löst die Einbringung von Immobilien in den G-REIT immer eine steuerpflichtige Situation aus.⁶⁷⁴ Die deutsche Steuergesetzgebung hat eine anfängliche Steuererleichterung vorgesehen, die eine halbe Besteuerung von eingebrachten Immobilien zwischen 2007 und 2009 vorsieht, soweit diese Immobilien mindestens fünf Jahre zum Bestand des Unternehmens gehörten.⁶⁷⁵ Eine Grunderwerbssteuer in Höhe von 3,5% bzw. 4,5% für Hamburg und Berlin fällt bei jeder Einbringung immer zur Gänze an.⁶⁷⁶

Steuer der inländischen Investoren

Die Besteuerung inländischer Aktionäre erfolgt in Deutschland nicht deckungsgleich wie Einkünfte aus Kapitalvermögen einer Aktiengesellschaft.⁶⁷⁷ Die „Finanzierung“ der Steuertransparenz erfolgt durch den Ausschluss des Halbeinkünfteverfahrens für private Investoren und das Verbot der 95%-igen Steuerbefreiung für körperschaftlich organisierte Investoren.⁶⁷⁸

⁶⁷¹ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 5.

⁶⁷² Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 257.

⁶⁷³ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 51.

⁶⁷⁴ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁷⁵ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 258.

⁶⁷⁶ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 52.

⁶⁷⁷ Vgl. Volckens, H. (2008a), S. 437.

⁶⁷⁸ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 6.

Der G-REIT behält bei Ausschüttung seiner Dividende somit eine Steuer von 25% zuzüglich einem davon bemessenen 5,5%-igen Solidaritätszuschlag ein, das in einem Gesamtsteuersatz von 26,375% resultiert.⁶⁷⁹ Andere Einkünfte aus dem Investment in Immobiliengesellschaften werden nur mit 20% plus Solidaritätszuschlag versteuert. Somit besteht auch hier ein Ausgleich der obigen steuerlichen Befreiung auf der Ebene des G-REITs.⁶⁸⁰ Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Gesellschaftsanteilen waren für private Investoren vor dem 1. Jänner 2009 unter Berücksichtigung einer einjährigen Haltedauer steuerfrei. Seit dem 1. Jänner 2009 sind auch diese dem persönlichen Steuersatz unterworfen.⁶⁸¹

Der G-REIT unterscheidet in der Besteuerung auf Anlegerebene nicht die Herkunft der Einkünfte. Stammen Ausschüttungen aus bereits versteuerten Einnahmequellen des G-REITs, wie z.B. Dividenden einer Tochtergesellschaft oder Erträge von ausländischen Immobilien, werden diese analog zu steuerfreien Einnahmen auf Ebene des Investors nochmals besteuert.⁶⁸² Folglich ist die Investition in Auslandsimmobilien nur beschränkt attraktiv, da diese Ausschüttungen für den Investor steuerlich vorbelastet sind.⁶⁸³ Die deutsche Steuerbehörde hat dieses Kriterium jedoch schon in die Diskussion aufgenommen.

Steuer der ausländischen Investoren

Auch die Quellensteuer für ausländische Investoren ist auf diesen 26,375%-igen Steuersatz fixiert, der durch viele Doppelbesteuerungsabkommen auf bis zu 15% reduziert werden kann.⁶⁸⁴ Eine Ausnahme stellt dabei das Doppelbesteuerungsabkommen mit Irland dar, das eine Reduktion auf 10% für Portfolio-Investments ermöglicht.⁶⁸⁵ Der Erlös aus dem Aktienverkauf des G-REITs ist aufgrund der meisten Doppelbesteuerungsabkommen, die Deutschland mit anderen Staaten unterhält, steuerfrei.⁶⁸⁶

⁶⁷⁹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 52.

⁶⁸⁰ Vgl. Volckens, H. (2008a), S. 437.

⁶⁸¹ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 53.

⁶⁸² Vgl. Volckert, H. (2008), S. 441.

⁶⁸³ Vgl. HSH Nordbank (2007), S. 8.

⁶⁸⁴ Vgl. PwC (2008), S. 10.

⁶⁸⁵ Vgl. EPRA Reporting (2009), S. 54.

⁶⁸⁶ Vgl. ebenda, S. 53.

4.2. Gegenüberstellung der internationalen REITs

Abbildung 111: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf Einführungsjahr, Name, Rechtsform, Börsennotierung und Gesellschafterstruktur

	USA	Australien	Japan	Niederlande	Frankreich	Groß-britannien	Deutschland
Jahr der REIT-Einführung	1960	1985	2000	1969	2003	2007	2007
Name	US-REIT	LPT	J-REIT	FBI	SIIC	UK-REIT	G-REIT
Rechtsform	Kapital-gesellschaft oder Personen-gesellschaft	Unit Trust	Kapital-gesellschaft	Keine spezielle Regelung	Kapital-gesellschaft oder Personen-gesellschaft	Kapital-gesellschaft	Kapital-gesellschaft
Verpflichtende Börsennotierung	Nein	Nein	Nein	Nein	Ja	Ja	Ja
Gesellschafter- struktur	Mind. 100 Gesellschafter, mind. 5 Investoren mit max. 50%	Keine Beschränkung	Keine Beschränkung	börsennotiert: private Investoren max. 25%, institutionelle max. 45%. Nicht börsennotiert: private max. 5%, private, FBIs & nicht steuerpfl. Gesell. mind. 75% zusammen	Bei Umwandlung: bei mind. 15% der Investoren jeder Anteil max. 2%; ein einzelner Investor max. 60%	Mind. 5 Gesellschafter; ein einzelner institutioneller Investor max. 10%	börsennotiert: 25% Streubesitz Nicht börsennotiert: 15% Streubesitz, mind. 6 Gesellschafter, ein einzelner Investor max. 3%

Quelle: EPRA Reporting (2008), S. 254 ff.; Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 153 ff.; Hughes, F.; Cieleback, M. (2008), S. 56 ff.

Abbildung 112: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf das Tätigkeitsfeld und die Fremdkapitalquote

	USA	Australien	Japan	Niederlande	Frankreich	Großbritannien	Deutschland
Tätigkeitsfeld							
Vermögen	Mind. 75% Vermögen in Immobilien, Beteiligungen, Staatsanleihen, Cash Max. 5% in einen Emittenten Max. 25% an REIT-Tochterunternehmen	Primärer Zweck der Vermietung; Vermögen kann auch in ein einziges Objekt investiert werden; Investitionen in andere Kapitalanlagen gestattet	Nur qualifiziertes Vermögen erlaubt; 75% in Immobilien; max. 50% Beteiligung an anderen J-REIT; Keine ausländischen Immobilien	Reines passives Vehikel; Nur Investments mit Mietertrag	Passive Immobilieninvestitionen; Max. 20% in Projektentwicklung	Mind. 75% der Immobilien zur Vermietung und Verpachtung; Mind. 3 Immobilien; eine einzelne Immobilie max. 40%	Mind. 75% der Immobilien zur Vermietung und Verpachtung; Keine deutschen Wohnimmobilien erlaubt; Max. 20% andere Investments
Erträge	Mind. 75% Erträge aus Immobilien, Beteiligungen, Staatsanleihen, Cash Mind. 95% aus 75%-Regel und passiven Instrumenten Veräußerung: mind. 4 Jahre im Bestand, max. 10% der Aktiva	Max. 25% aus Nebentätigkeiten	Mind. 50% Erträge aus Immobilien	Nur Erträge aus Investments mit Mietertrag	Erträge aus Restriktion des Vermögens erlaubt	Mind. 75% Erträge aus Vermietung und Verpachtung	Mind. 75% Erträge aus Vermietung und Verpachtung
Fremdkapitalquote	Keine Beschränkung	Keine Beschränkung	Keine Beschränkung	Max. 60% aller Immobilien - Buchwerte; max. 20% bei allen anderen	Keine Beschränkung	DSCR von mind. 1,25	Mind. 45% Eigenkapital

Quelle: EPRA Reporting (2008), S. 254 ff.; Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 153 ff.; Hughes, F.; Cieleback, M. (2008), S. 56 ff.

Abbildung 113: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Ausschüttung

	USA	Australien	Japan	Niederlande	Frankreich	Großbritannien	Deutschland
Ausschüttung							
<i>Laufendes Einkommen</i>	Mind. 90% der Erträge	100% der Erträge	Mind. 90% der Erträge	100% der Erträge	Mind. 85% der Erträge	Mind. 90% der Erträge	Mind. 90% der Erträge
<i>Veräußerungsgewinne</i>	Keine Pflicht	100% der Erträge	Mind. 90% der Erträge	Keine Pflicht	Mind. 50% der Erträge	Keine Pflicht	Mind. 50% der Erträge

Quelle: EPRA Reporting (2008), S. 254 ff.; Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 153 ff.; Hughes, F.; Cieleback, M. (2008), S. 56 ff.

Abbildung 114: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Besteuerung der REITs und Investoren im Inland

	USA	Australien	Japan	Niederlande	Frankreich	Großbritannien	Deutschland
Steuern							
<i>Steuern REIT</i>	Steuerfreiheit bei Ausschüttung	Steuerfreiheit bei Ausschüttung	42%; Ausschüttungen sind von der Steuer abzugsfähig (Betriebsausgabe) 7% bzw. 15% (ab 2012) Quellensteuer an institutionelle; 10% bzw. 20% (ab 2012) Quellensteuer an private 7% Quellensteuer an ausländische Investoren	Steuerfreiheit bei Ausschüttung; Veräußerungsgewinne können steuerfrei reinvestiert werden; 15% Quellensteuer	Qualifizierte Erträge steuerfrei; 25% Quellensteuer an ausländische Investoren	Mieterträge steuerfrei; Sonstige Erträge 28%; 20% Quellensteuer auf Ausschüttung der steuerfreien Erträge	Steuerfreiheit bei Ausschüttung; 26,375% Quellensteuer an private und ausländische Investoren
<i>Steuern REIT bei Einbringung von Immobilien</i>	Steuerpflichtig, außer 10 Jahre im Bestand	6,75% GRESt	Möglichkeit der Steuerfreiheit	Steuerpflichtig + 6% GRESt	19%	2% + 1%-4% GRESt	50% Reduktion auf normalen Steuersatz; 3,5% -4,5% GRESt
<i>Steuern Inländer institutionell</i>	35%	30%	42%; wird mit Quellensteuer gegen gerechnet	25,5%; wird mit Quellensteuer gegen gerechnet	34,43%; 50% Reduktion auf Veräußerungsgewinn der Beteiligung am SIIC	Quellensteuerbefreit; 28%	KöSt-Satz
<i>Steuern Inländer privat</i>	Max. 35%; persönlicher Einkommenssteuersatz; Max. 15% auf Veräußerungsgewinne des US-REITs	29%-46,5% je nach persönlichem Einkommenssteuersatz; 50% Reduktion auf Veräußerungsgewinne des LPT und Veräußerungsgewinn der Beteiligung am LPT	10% bzw. 20% (ab 2012) Quellensteuer; Bzw. persönlicher Einkommenssteuersatz	Bis 5% Anteil 30%; dann 25%; wird mit Quellensteuer gegen gerechnet	60% der Ausschüttung unterliegt dem persönlichen Einkommenssteuersatz; oder 18% pauschal; zahlreiche Steuerfrei-beträge	Steuerfrei; Höhere Steuerklassen zusätzlich 20%;	26,375% Quellensteuer

Quelle: EPRA Reporting (2008), S. 254 ff.; Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 153 ff.; Hughes, F.; Cieleback, M. (2008), S. 56 ff.

Abbildung 115: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Besteuerung der Investoren im Ausland

	USA	Australien	Japan	Niederlande	Frankreich	Großbritannien	Deutschland
Steuern							
<i>Steuern Ausländer institutionell</i>	30% auf lfd. Einkünfte; 35% auf Veräußerungsgewinne des US-REITs; 10% auf Veräußerungsgewinn der Beteiligung am US-REIT	30%; Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen von Nicht-Immobilien des LPT	7% Quellensteuer	15% Quellensteuer	25% Quellensteuer; 15% Quellensteuer bei Anteil mind. 15%; 20% Quellensteuer, falls im Ansässigkeitsstaat steuerbefreit	20% Quellensteuer	26,375% Quellensteuer
<i>Steuern Ausländer privat</i>	30% auf lfd. Einkünfte; 35% auf Veräußerungsgewinne des US-REITs; 10% auf Veräußerungsgewinn der Beteiligung am US-REIT	29%-46,5% je nach persönlichem Einkommenssteuersatz in Australien; 50% Reduktion auf Veräußerungsgewinne des LPT und Veräußerungsgewinn der Beteiligung am LPT; Steuerfreiheit von Veräußerungsgewinnen von Nicht-Immobilien des LPT	7% Quellensteuer	15% Quellensteuer	25% Quellensteuer; 15% Quellensteuer bei Anteil mind. 15%; 20% Quellensteuer, falls im Ansässigkeitsstaat steuerbefreit	20% Quellensteuer	26,375% Quellensteuer
<i>Doppelbesteuerungsabkommen</i>	Vorhanden; Reduktion der lfd. Einkünfte auf 10% bis 15%; 0% auf Veräußerungsgewinn der Beteiligung am US-REIT möglich	Bei Abkommen mit MIT-LPTs: 22,5% (2009); 15% (2010); 7,5% (2011); Kein Abkommen mit MIT-LPTs: 30%	Vorhanden	Vorhanden	Vorhanden; Reduktion der Quellensteuer auf 15% möglich;	Vorhanden; Reduktion der Quellensteuer auf 15%	Vorhanden; Reduktion der Quellensteuer auf 15% bis 10% möglich

Quelle: EPRA Reporting (2008), S. 254 ff.; Leibold, S.; Nass, P. (2008), S. 153 ff.; Hughes, F.; Cieleback, M. (2008), S. 56 ff.

4.3. Der EU-REIT

Die Grundlagen des EU-Rechtes sind im wirtschaftlichen Sinn sehr klar zu verstehen: weder Investoren, noch Unternehmen sollen aufgrund ihrer Herkunft benachteiligt werden und Kapital soll ohne wirtschaftliche Grenzen fließen dürfen.⁶⁸⁷

Betrachtet man die europarechtlichen Aspekte der unterschiedlichen europäischen REIT-Regime, so kann man durchaus potenzielle Einschränkungen der Grundfreiheiten des EG-Vertrages finden.

Einerseits kann eine Beteiligungsgrenze, wie z.B. in Deutschland oder Großbritannien, die Grundfreiheit der Kapitalverkehrsfreiheit begrenzen.⁶⁸⁸ Vor allem dann, wenn bei dieser Beteiligungsgrenze eine Differenzierung von in- und ausländischen Investoren stattfindet.⁶⁸⁹ Das wäre auf eine Diskriminierung aufgrund der Herkunft des Investors zurückzuführen und müsste von Grund auf diskutiert werden. Andererseits sehen der G-REIT und der UK-REIT auch eine Regelung vor, dass der REIT im Inland steuerpflichtig sein muss bzw. seinen Geschäftssitz im Inland begründen muss. Diese Regelung geht jedoch nicht mit der im EG-Vertrag verankerten Niederlassungsfreiheit konform.⁶⁹⁰

Ein einheitliches Konzept auf europäischer Ebene müsste diese europarechtlichen Bedenken ausräumen können. Die bestehenden Unterschiede in der Gestaltung von REITs sollten zu überwinden sein, wenn das wichtige Ziel eines einheitlichen EU-Maßstabes für REITs erreicht werden soll.⁶⁹¹

Im Hinblick auf die steuerliche Transparenz existieren derartige Immobilienanlageprodukte derzeit in 13 EU-Mitgliedsstaaten.

⁶⁸⁷ Vgl. EPRA (2006), S. 15.

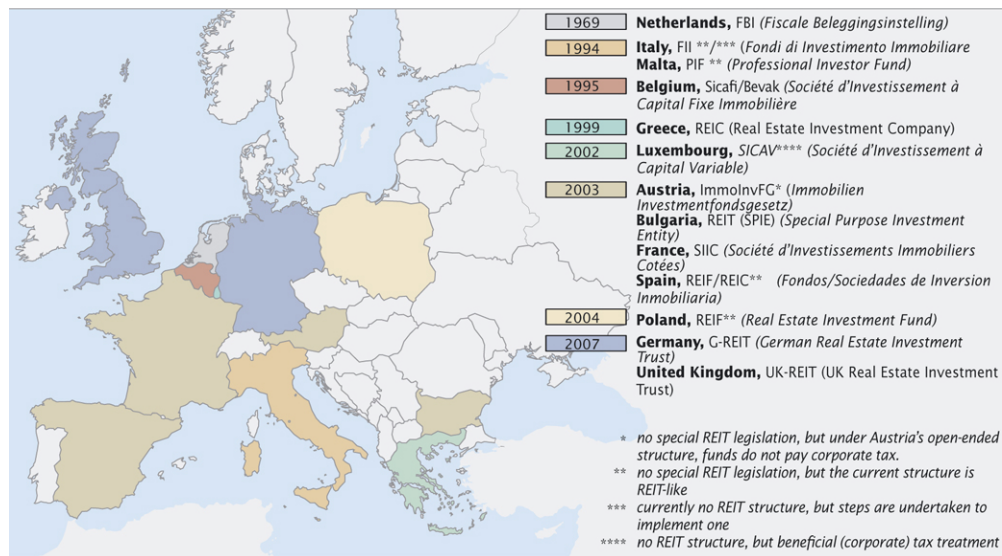
⁶⁸⁸ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 263.

⁶⁸⁹ Vgl. EPRA (2006), S. 15.

⁶⁹⁰ Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 264.

⁶⁹¹ Vgl. ebenda, S. 265.

Abbildung 116: Steuertransparente Strukturen von Immobilienanlagen in der EU



Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2008), S. 5.

Wie aus Abbildung 116 ersichtlich ist, bieten zahlreiche europäische Staaten eine steuertransparente Struktur vergleichbar mit REITs als Assetklasse an. Ein EU-REIT würde die Transparenz und Vergleichbarkeit der verschiedenen Regelungen enorm erhöhen.⁶⁹² Zudem könnte auch die Wettbewerbsstärke eines einheitlichen Systems gegenüber dem US-REIT erhöht werden.⁶⁹³ In diesem Zusammenhang haben sich bedeutende Vertreter europäischer Immobilienverbände zu einer gemeinsamen EU-REIT-Initiative zusammengeschlossen. Dieser Initiative gehören die „European Landowners‘ Organization“ (ELO), die „European Property Federation“ (EPF), die „Royal Institution of Chartered Surveyors“ (RICS), die „European Group of Valuers‘ Associations“ (TEGoVA) und das „Urban Land Institute Europe“ (ULI Europe) an.⁶⁹⁴

Um abwägen zu können, ob eine EU-Regelung des REITs nur reine Fiktion oder doch realistisch ist, sind die Vor- und Nachteile einer vereinheitlichten Systematik gegenüber zu stellen.

⁶⁹² Vgl. Knebel, A.; Schmidt, T. (2008), S. 265.

⁶⁹³ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 50.

⁶⁹⁴ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 1.

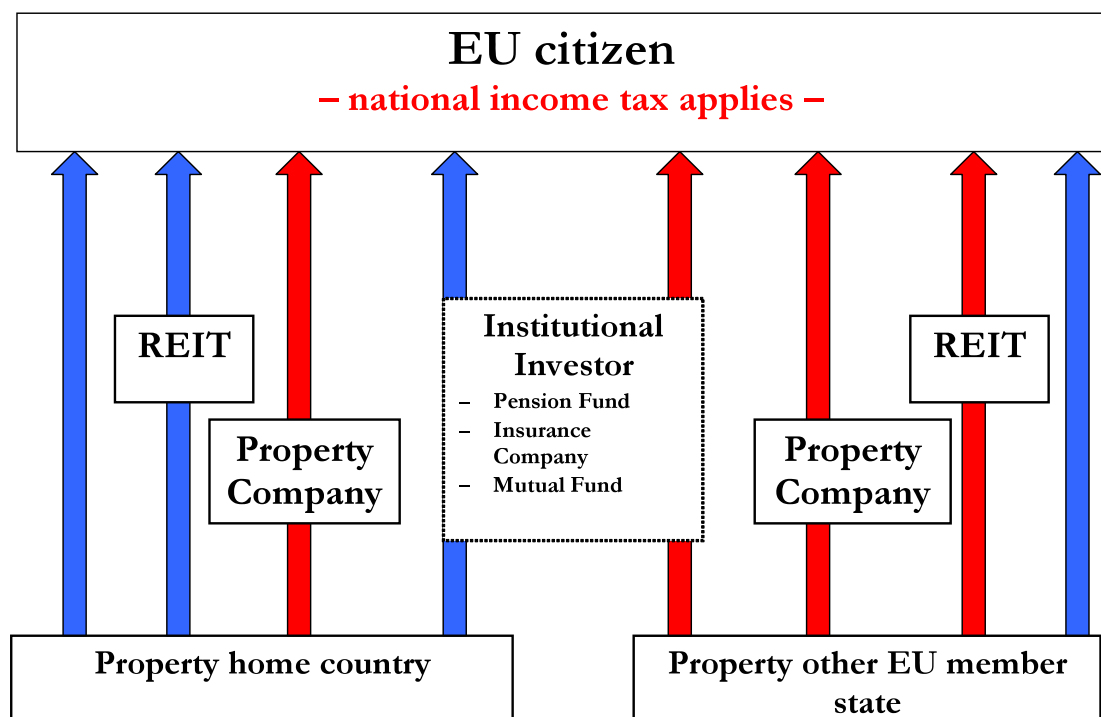
4.3.1. Vorteile eines EU-REITs

Die Vorteile eines länderübergreifenden EU-REITs sind im Wesentlichen auf drei Hauptbereiche zurückzuführen: die Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen, die Steigerung der Qualität von REIT-Portfolios und die Erhöhung der Sicherheit und Stabilität der Immobilienmärkte im Sinne des Investors. Nachfolgend wird auf diese drei positiven Veränderungen durch einen EU-REIT detaillierter eingegangen.

4.3.1.1. Beseitigung von Wettbewerbsverzerrungen

Eine europäische REIT-Gesetzgebung würde in erster Linie die nationalen Differenzen der Besteuerung von REITs beseitigen. Die ungleiche Behandlung von inländischen und ausländischen Investoren in den jeweils nationalen Strukturen birgt eine der größten Wettbewerbsverzerrungen in sich.⁶⁹⁵

Abbildung 117: Steuerlich ungleiche Behandlung von Investoren und Investitionen



Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2008), S. 8.

Neben der Thematik für Investoren ist auch die ungleiche Behandlung von Investitionen des REITs in inländische und ausländische Immobilien zu nennen. Die Beschränkung

⁶⁹⁵ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 51.

einiger europäischer REIT-Strukturen im Bezug auf die Investition in ausländische Immobilien bzw. die nachteilige steuerliche Behandlung stellt einen großen Nachteil gegenüber den marktbeherrschenden US-REITs dar.⁶⁹⁶ Dies wird beispielsweise deutlich, wenn die Investition eines UK-REIT in eine inländische Immobilie mit der Investition eines G-REIT in eine britische Immobilie verglichen wird: Während der G-REIT mit dem Standardsteuersatz für Einkünfte in Großbritannien mit 30% besteuert wird, ist diese Investition für den UK-REIT durch die steuerliche Transparenz auf Unternehmensebene steuerfrei. Der Investor des UK-REITs wird somit nur einmal auf seiner Ebene besteuert, der Investor des G-REITs hingegen wird doppelbesteuert – in Großbritannien und auf Anlegerebene.⁶⁹⁷ Folgedessen ist der Wert des deutschen REIT-Portfolios um den steuerlichen Nachteil negativer bewertet als dies beim UK-REIT der Fall wäre. Das Portfolio spiegelt somit nicht den wahren Wert der Immobilien wider, sondern wird durch die steuerliche Komponente verfälscht.⁶⁹⁸ Im Falle eines einheitlichen EU-REITs könnten diese Differenzen ausgeglichen werden.

Anknüpfend an die unterschiedliche Darstellung des Vermögens durch den steuerlichen Unterschied, ist der Wettbewerb zwischen europäischen REITs zudem auch durch die generellen unterschiedlichen Bewertungsmethoden von REITs beeinflusst. Da auf die jeweiligen nationalen Eigenheiten geachtet werden muss, ist aktuell keine hohe Transparenz in der Vergleichbarkeit gegeben. Eine europäische Lösung würde bei diesem Kriterium eine einheitliche Betrachtungs- und Darstellungsweise definieren können.⁶⁹⁹

Im Sinne der global agierenden Non-Property-Unternehmen würde sich die Attraktivität der Immobiliendeinvestition ebenfalls deutlich erhöhen. Im Moment können jene Unternehmen, die in mehreren europäischen Ländern einen einheitlichen Immobilientyp besitzen, diesen nur unter Einbindung steuerlicher Nachteile zu einem einzigen REIT zusammenfassen. Unterstellt man den Wegfall der steuerlichen Unterschiede, würde sich die Zahl der spezialisierten REITs aus Non-Property Unternehmen heraus wesentlich erhöhen.⁷⁰⁰

⁶⁹⁶ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 17.

⁶⁹⁷ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 72.

⁶⁹⁸ Vgl. ebenda, S. 59.

⁶⁹⁹ Vgl. ebenda, S. 67.

⁷⁰⁰ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 30.

Um darauf aufbauend auch den Investorenkreis für REITs zu erweitern, stellt die Möglichkeit der Börsennotierung an einer Zweitbörse einen weiteren Punkt dar. Analog zu US-REITs, die schon vor der Einführung der G-REITs deutschen Investoren einen an der deutschen Börse notierten REIT bieten konnten, sollte es auch zumindest innerhalb von Europa eine Möglichkeit geben, an einer weiteren Börse notieren zu können.⁷⁰¹

Grundsätzlich steht natürlich die Diskussions- und Informationseffizienz aller europäischen Staaten im Vordergrund. Durch das unterschiedliche Niveau der Diskussionen in den Ländern, entstehen auch unterschiedliche Niveaus der daraus folgenden REIT-Strukturen. Jene Länder mit einem bereits entwickelten, reifen Immobilienmarkt könnten somit zum Vorteil aller ihre Erfahrungen einbringen.⁷⁰² Fehlentscheidungen unerfahrener Länder könnten dadurch weitgehend vermieden werden und die Einführung weiterer REIT-Struktur erfolgreicher gestalten.⁷⁰³

4.3.1.2. Steigerung der Qualität der REIT-Portfolios

Die unterschiedliche steuerliche Behandlung der Investition in ausländische Immobilien hat dazu geführt, dass europäische REITs zu weit mehr als zwei Drittel, nämlich zu 77,2%, in inländische Immobilien investiert sind.⁷⁰⁴ Dieser Fokus auf nationale Immobilienmärkte hat jedoch zur Folge, dass sich die Spezialisierung auf einzelne Sektoren schwierig gestaltet.⁷⁰⁵ Nach dem Vorbild der USA sollte ein EU-REIT immobilienpezifische statt portfoliospezifischer Dienstleistungen erbringen. Dies impliziert aber die Möglichkeit der breiten Streuung innerhalb eines Sektors. Da europäische REITs aufgrund der genannten Benachteiligung hauptsächlich nur national investieren, leidet die Qualität des Portfolios darunter. Vor allem Länder, die nur über einen kleinen Immobilienmarkt verfügen, erfahren dadurch enorme Wettbewerbsnachteile.⁷⁰⁶ Beispielsweise verfügen Österreich oder Estland über keinen

⁷⁰¹ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 68.

⁷⁰² Vgl. EPRA (2008a), S. 4.

⁷⁰³ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 63.

⁷⁰⁴ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 69.

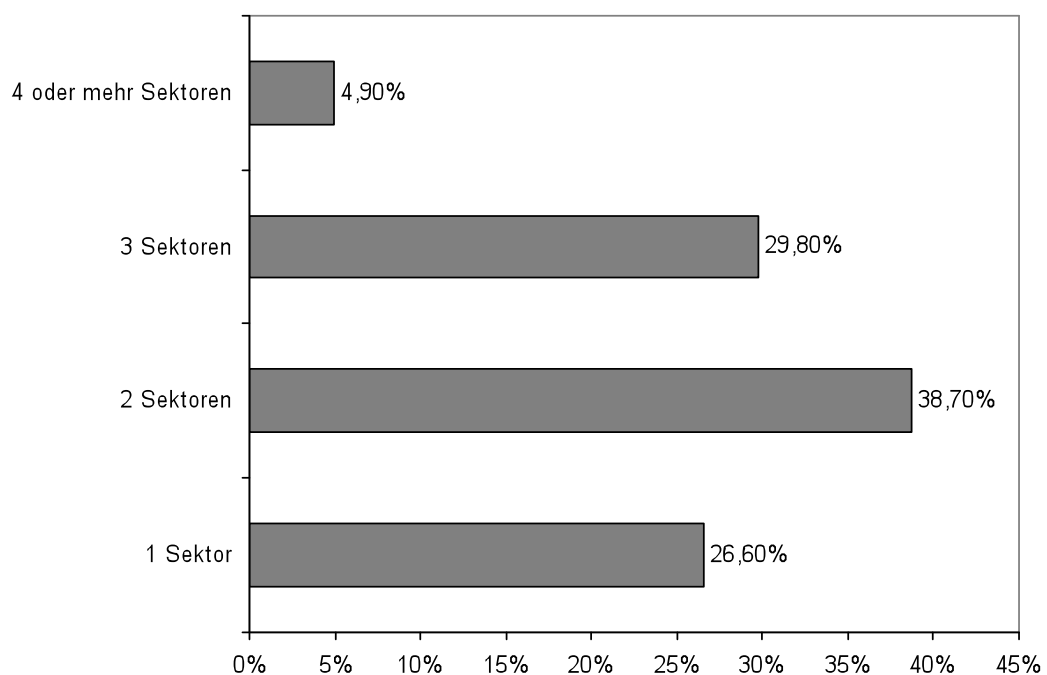
⁷⁰⁵ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 52.

⁷⁰⁶ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 69.

großen national diversifizierten Immobilienmarkt, währenddessen Deutschland und Frankreich eine höhere regional unterschiedliche Streuung möglich machen.⁷⁰⁷

Aufgrund der dadurch fehlenden Diversifikationsmöglichkeit sind europäische REITs vorwiegend auf mehrere Sektoren fokussiert und nicht in der Tiefe spezialisiert wie US-REITs. Manche US-REITs können durch die steuerliche Gleichbehandlung der Immobilien in allen Staaten sogar „super-spezialisierte“ Portfolios bilden, die dem REIT die Konzentration auf einen bestimmten Immobilientyp innerhalb eines Sektors erlauben.⁷⁰⁸

Abbildung 118: Anzahl der Sektoren innerhalb der Diversifikation europäischer REITs



Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 69.

Im Vergleich zu US-REITs investieren somit europäische REITs in mehrere Sektoren. Nimmt man den Vergleich der länderübergreifenden Investitionen eines Sektors zwischen US-REITs und europäische REIT auf, so ist auch hier ein deutlicher Unterschied zu erkennen. US-REITs erreichen ihre hohe Spezialisierung unter anderem auch durch die

⁷⁰⁷ Vgl. ebenda.

⁷⁰⁸ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 53.

Verteilung der Immobilien auf bis zu fünf verschiedene Staaten, wo hingegen europäische REITs maximal in zwei Ländern investieren.⁷⁰⁹ Wie bereits in Kapitel 2.2.9. dargestellt, können Unternehmen, die auf einen Sektor spezialisiert sind, in diesem Bereich mehr Know-how und Erfahrung aufbauen als das Management eines breit gestreuten REIT-Portfolios. Dieser Wissensvorsprung wirkt sich nach einer Untersuchung von Kok, Eichholtz (2007) auch deutlich auf die Performance des Portfolios aus. Zwar liefern jene Portfolios eine höhere Rendite, die auf mehrere nationale Sektoren im Vergleich zu einem spezifischen nationalen Sektor investieren, jedoch kann diese Rendite durch die Spezialisierung auf einen Sektor in verschiedenen Ländern noch gesteigert werden.⁷¹⁰ Dieses Ergebnis unterstreicht die hohe Bedeutung der länderübergreifenden Investitionsmöglichkeit für den REIT und dessen Investoren.

Zusammenfassend würde der Wegfall von steuerlichen Ungleichheiten die Qualität eines europäischen REIT-Portfolios immens steigern, da die Diversifikation einer tiefen Spezialisierung deutlich gesteigert werden könnte.

4.3.1.3. Erhöhung der Sicherheit und Stabilität von REITs

Die Erhöhung der Sicherheit und Stabilität eines REITs ist für jeden Investor eine Bereicherung. Diese betrifft bei Gestaltung eines EU-REITs mehrere Bereiche.

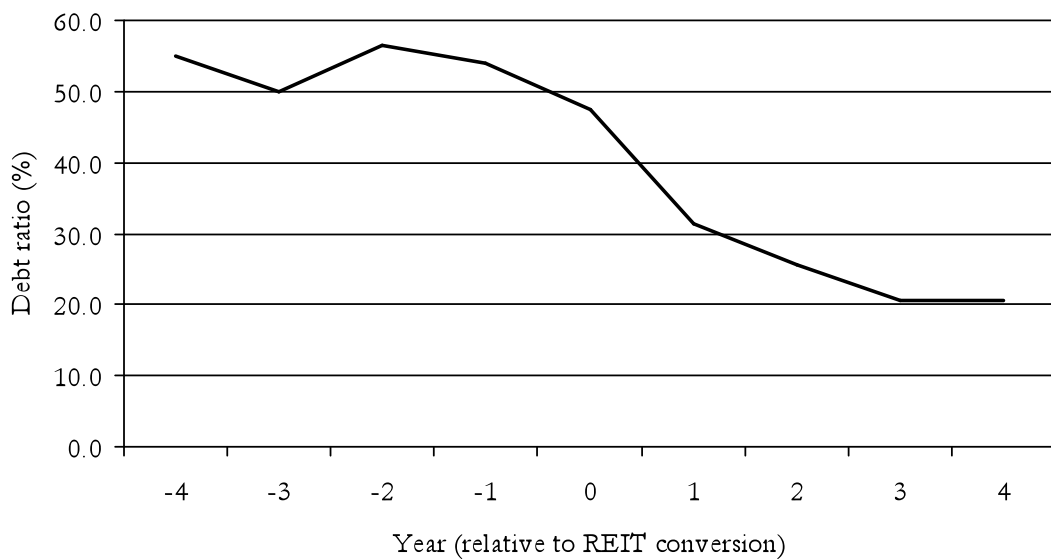
Das erste Merkmal stellt die Fremdkapitalquote des REITs dar. In jenen Ländern, die keine Anlagevehikel mit steuerlicher Transparenz vorweisen können, ist die Aufnahme von Fremdkapital ein beliebtes Mittel, die Bemessungsgrundlage der Besteuerung zu senken. Durch die Anrechenbarkeit des Aufwandes für Fremdkapital steigt der Anteil im Vergleich zu steuerlich transparenten Strukturen.⁷¹¹

⁷⁰⁹ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 71.

⁷¹⁰ Vgl. ebenda, S. 72.

⁷¹¹ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 60.

Abbildung 119: Entwicklung der Fremdkapitalquote vor und nach Einführung von REITs



Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2008), S. 13.

Diese Behauptung kann durch Abbildung 120 gefestigt werden, die eine Untersuchung von französischen, kanadischen und belgischen Immobilienunternehmen vor und nach Einführung der steuerlich transparenten REIT-Strukturen zeigt. Die Einführung von REITs hatte einen stabilisierenden Effekt, der die Fremdkapitalquote von ca. 50%-60% auf ca. 20% senken konnte.⁷¹² Diese finanzielle Stärke wirkt sich positiv auf den Investor aus.

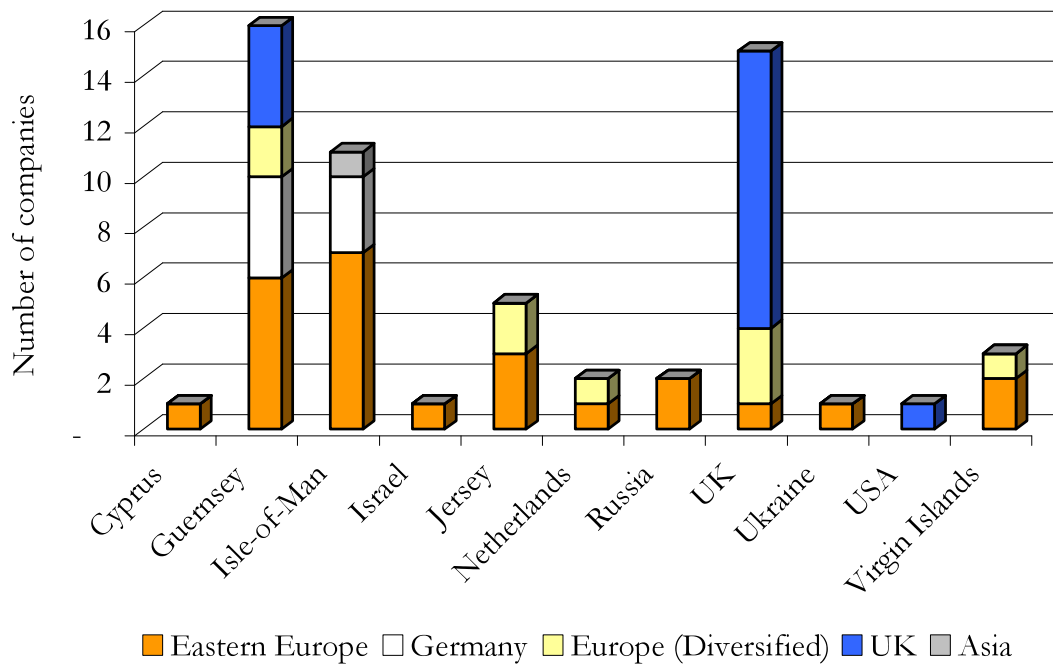
Ein weiteres Kriterium der erhöhten Transparenz und Sicherheit für den Investor würde die Maßnahme darstellen, dass „Steuroasen“, die zur Vermeidung von Doppelbesteuerungen dienen, an Attraktivität verlieren.⁷¹³

Die nachfolgende Abbildung 120 verdeutlicht, dass der Großteil aller REITs, die ihre Gründung in einer der Steuroasen beschließen, ihren Investmentfokus jedoch in Europa haben.

⁷¹² Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 31.

⁷¹³ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 61.

Abbildung 120: Investmentfokus der in Steueroasen gegründeten REITs



Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2008), S. 14.

Das Image jener REITs mit Geschäftssitz in einer Steueroase ist in der Beurteilung der Investoren meist mit Intransparenz durch vielschichtige Strukturen und schwieriger Kontrolle verbunden und werden dadurch meist mit einem Abschlag gestraft.⁷¹⁴

Gibt es erhöhte Sicherheit durch gesteigerte Transparenz wächst auch das Interesse von Investoren an REITs, insbesondere von institutionellen Investoren. Diese gesteigerte Nachfrage nach REITs würde die Marktkapitalisierung erhöhen und eine gesteigerte Aufmerksamkeit von Analysten und Ratingagenturen nach sich ziehen.⁷¹⁵ Die Häufigkeit der Bewertung von REITs würde sich dadurch erhöhen und dem Anleger noch mehr Transparenz und Vergleichbarkeit bieten. Dies führt zudem zu einer besseren Informationseffizienz. Derzeit sind noch hohe Aufwendungen an Zeit und Geld notwendig, um die verschiedenen europäischen REIT-Strukturen und deren Vor- und Nachteile zu vergleichen. Ein EU-REIT würde diese Vergleichbarkeit kostengünstiger gestalten und damit die Attraktivität einer Investition in REITs erhöhen.⁷¹⁶

⁷¹⁴ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 31.

⁷¹⁵ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 67.

⁷¹⁶ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 67.

Als Beispiel für eine erfolgreiche Erhöhung der Sicherheit und Stabilität kann der europäische Wohnungsmarkt genannt werden. Die Korrelation europäischer Wohnimmobilienmärkte ist sehr gering und bietet damit einen optimalen Ansatz zur Risikominderung durch länderübergreifende Investition in diesem Immobilienmarkt.⁷¹⁷

Abbildung 121: Korrelation europäischer Wohnimmobilienmärkte im Zeitraum Jänner 1980 bis Dezember 2006

	AU	FR	NL	SP	SW	CH	UK	CA
Frankreich	0,18							
Niederlande	-0,10	0,32						
Spanien	0,23	0,50	-0,11					
Schweden	0,03	0,65	0,39	0,44				
Schweiz	0,41	0,49	-0,04	0,43	0,38			
Großbritannien	0,30	0,49	0,43	0,30	0,55	0,34		
Kanada	0,34	0,20	-0,23	0,48	0,10	0,25	-0,01	
USA	-0,09	0,42	-0,12	0,24	0,24	0,34	0,05	0,12

Quelle: Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 75.

Joaquim Ribeiro, Vorsitzender der EU-REIT-Initiative, bringt die Vorteile eines EU-REITs wie folgt auf den Punkt:

„Die Schaffung eines EU-REIT Rechtsrahmens würde den gegenwärtig fragmentierten EU Markt für Immobiliengesellschaften in den größten und wahrscheinlich effizientesten Immobilienmarkt der Welt verwandeln.“⁷¹⁸

4.3.2. Nachteile eines EU-REITs

Neben den zuvor genannten Vorteilen eines EU-REITs existieren auch Nachteile einer einheitlichen Regelung. In Anlehnung eines bekannten Sprichwortes ist eine Lösung schwieriger herbeizuführen, wenn mehrere Parteien involviert sind. Ebenso verhalten sich Entscheidungen im Rahmen EU-weiter Diskussionen langwieriger, da die Reform der REIT-Struktur alle betreffen würde und somit der Koordination aller Wünsche und

⁷¹⁷ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 75.

⁷¹⁸ Vgl. Epf-Fepi (2007), S. 1.

Meinungen bedarf.⁷¹⁹ Änderungen und Adaptierungen des EU-REITs würden längere Prozesse nach sich ziehen als nationale Strukturen hervorrufen.

In diesem Zusammenhang ist weiters zu nennen, dass die EU-Länder ihre unterschiedlichen Niveaus im Bezug auf die Gestaltung des Immobilienmarktes angleichen müssten. Der Erfolg des EU-REITs würde demnach nicht in jedem Land gleich hoch sein, da es auch auf die Vorbedingungen des jeweiligen Staates ankommt. Ob ein Land bereits steuertransparente Strukturen, Immobilienaktiengesellschaften oder Immobilienfonds ermöglicht hat, ist hier von großer Bedeutung für den Start des neuen Investmentproduktes.⁷²⁰

Mit der Einführung eines einheitlichen Systems würde sich der Wettbewerb nicht hauptsächlich auf nationale Mitbewerber beschränken, sondern von diesem Moment an eine viel größere Plattform auf EU-Ebene eröffnen. Sowohl bezüglich der Investoren, als auch bezüglich der am Markt befindlichen Immobilien würde der Wettbewerb für europäische REITs enorm ansteigen. Damit verbunden würden erfolgreiche bestehende REIT-Strukturen unter Druck kommen, Marktanteile durch den gesteigerten Wettbewerb verlieren zu können. Insofern ist die Tatsache, dass bestehende REITs ein gesichertes, funktionierendes System gegen ein neues, unbekanntes tauschen müssten, in der Diskussion zur Einführung eines EU-REITs zu berücksichtigen.⁷²¹

Dieser letzte Punkt lässt auch die Aussage der EPRA im September 2008 verstehen, dass einige der Mitgliedsstaaten kein Interesse und keine Notwendigkeit in der Schaffung eines einheitlichen Systems sehen. Die Vorteile für einige Länder mit bereits etablierten Strukturen überwiegen nicht deren Bedenken, sodass manche sogar die Diskussion darüber bereits ablehnen.⁷²²

⁷¹⁹ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 69.

⁷²⁰ Vgl. ebenda.

⁷²¹ Vgl. ebenda, S. 70.

⁷²² Vgl. EPRA (2008a), S. 5.

4.3.3. Besteuerung eines EU-REITs

Von allen Diskussionsbeiträgen zu EU-REITs ist die Steuerharmonisierung der EU-Länder der kritische Punkt.⁷²³ Basierend auf den existierenden Steuermodellen scheint es fast unmöglich sich eine Einigung vorzustellen. Die Befürchtung eines enormen Steuerentganges lässt die Diskussionsparteien sehr vorsichtig über eine einheitliche Struktur beraten. Das Ziel muss sein, dass jeder Steuerentgang auf der einen Seite durch gleichwertige Steuereinnahmen auf der anderen Seite kompensiert werden kann. Wunderlich (2009) stellte eine Beispielrechnung anhand der französische Steuerbehörde auf, die inländische und ausländische Investoren gleichstellen und eine generelle Quellensteuer von 10% implizieren würde.⁷²⁴ Im Gegenzug dazu müssten alle individuellen Quellensteuern und Doppelbesteuerungen abgeschafft werden. Das Ergebnis soll den Vergleich der Einnahmen des französischen Staates jetzt und nach einer EU-weiten Reform zeigen.

⁷²³ Vgl. EPRA (2008b), S. 2.

⁷²⁴ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 73.

Beispielrechnung anhand einer 5%-igen Beteiligung eines Investors an einem französischen SIIC:

(Anm.: Angabe des Solidaritätszuschusses in Netto-Werten; Verzicht der Angabe des persönlichen Einkommenssteuersatzes und Steuererleichterungen für private Investoren)

Aktuelle Rahmenbedingungen:

Inländischer institutioneller Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (KÖSt):	34,43%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 20.658,00
Nach Verminderung der Steuerschuld um 95%:	EUR 1.032,90

Inländischer privater Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (Solidaritätszuschuss):	11%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 6.600,00

Ausländischer Investor (institutionell und privat):

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (Quellensteuer):	25%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 15.000,00
Nach Verminderung durch DBA auf 15%:	EUR 9.000,00

Einnahmen der französischen Steuerbehörde:

Steuerbegünstigter institutioneller inländischer Investor:	EUR 1.032,90
Inländischer privater Investor:	EUR 6.600,00
Steuerbegünstigter institutioneller ausländischer Investor:	EUR 9.000,00
Steuerbegünstigter privater ausländischer Investor:	EUR 9.000,00
Summe:	EUR 25.632,90

Rahmenbedingungen innerhalb eines EU-REITs:

(Anm.: unter Berücksichtigung der Gleichstellung in- und ausländischer Investoren und einer Quellensteuer von 10% für alle Investoren)

Inländischer institutioneller Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (KÖSt):	34,43%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 20.658,00
Nach Verminderung der Steuerschuld um 95%:	EUR 1.032,90
Zuzüglich 10% Quellensteuer:	EUR 6.000,00
Gesamt:	EUR 7.332,90

Inländischer privater Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (Solidaritätszuschuss):	11%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 6.600,00
Zuzüglich 10% Quellensteuer:	EUR 6.000,00
Gesamt:	EUR 12.600,00

Ausländischer institutioneller Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (KÖSt):	34,43%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 20.658,00
Nach Verminderung der Steuerschuld um 95%:	EUR 1.032,90
Zuzüglich 10% Quellensteuer:	EUR 6.000,00
Gesamt:	EUR 7.332,90

Ausländischer privater Investor:

Zugewiesene Ausschüttung des REITs:	EUR 60.000,00
Darauf zu berechnende Steuer (Solidaritätszuschuss):	11%
Bemessung der Steuerschuld:	EUR 6.600,00
Zuzüglich 10% Quellensteuer:	EUR 6.000,00
Gesamt:	EUR 12.600,00

Einnahmen der französischen Steuerbehörde:

Steuerbegünstigter institutioneller inländischer Investor:	EUR 7.332,90
Inländischer privater Investor:	EUR 12.600,00
Gleichgestellter institutioneller ausländischer Investor:	EUR 7.332,90
Gleichgestellter privater ausländischer Investor:	EUR 12.600,00
<u>Summe:</u>	<u>EUR 39.865,80</u>

Die Beispielrechnung ergibt eine höhere Steuereinnahme für den französischen Staat unter den neuen Rahmenbedingungen im Vergleich zu den aktuellen Rahmenbedingungen. Natürlich ist diese Berechnung am ersten Blick nachteilig für alle inländischen Investoren, deren Steuerschuld um eine Quellensteuer in Höhe von 10% erhöht wird. Berücksichtigt man jedoch die Folgen der Vorteile des EU-REITs im Sinne der Performance, sollte die höhere Steuerbelastung durch eine mögliche höhere Ausschüttung des REITs ebenfalls kompensiert werden.⁷²⁵

Einen anderen Zugang wählen Vertreter der EPRA, die eine faire Teilung der Steuereinnahmen zwischen den Staaten, in denen ein REIT investiert ist, vorschlagen. So sollen die Steuern, die von einem REIT im Land seines steuerpflichtigen Geschäftssitzes eingenommen werden, auf andere Länder in jener Art und Weise verteilt werden, wie sich das Immobilienvermögen und die Höhe der Mieteinnahmen prozentuell verteilen.⁷²⁶

Macht somit das Immobilienvermögen eines REITs im Land B 25% aus, so müsste der im Land A ansässige REIT die eingenommene Steuer mit Land B zu einem Viertel „teilen“. Dies setzt natürlich voraus, dass sich die Quellensteuer, die im Land A vereinnahmt wird, auf einem akzeptablen Niveau für Land B befindet. Im Bezug auf steuerbefreite Investoren, wie es beispielsweise in vielen Ländern ein Pensionsfonds ist, müssten noch weitere Überlegungen angestellt werden, um die Anregungen aller beteiligten Länder zu berücksichtigen.⁷²⁷

⁷²⁵ Vgl. Wunderlich, A. (2009), S. 77.

⁷²⁶ Vgl. EPRA (2008a), S. 8.

⁷²⁷ Vgl. ebenda, S. 9.

4.3.4. Modell zur Schaffung eines EU-REITs

Je weiter der europäische Integrationsprozess fortschreitet, desto schwieriger wird die Zusammenführung auf einen gemeinsamen Nenner. Um dies nach dem aktuellen Status trotzdem anzudenken, streben Lobbyisten des EU-REITs eine weitestgehende Anlehnung an den US-REIT an. Das Ziel soll eine einfache, auf das Minimum reduzierte Vorgabe für den EU-REIT sein.⁷²⁸

Kok und Eichholtz (2007) zeigen in ihrer Studie zum EU-REIT ein Beispiel für ein mögliches einheitliches System auf:

- **Internes Management.** Analog zum US-REIT soll die Verbundenheit des Managements mit dem REIT auf das Höchstmaß festgesetzt werden und dadurch das Vertrauen der Anleger im Gegensatz zu einem externen Management gesteigert werden.⁷²⁹
- **Ausschüttungsquote zwischen 80% und 100%.** Der Vorteil daraus wären fixe Steuereinnahmen auf einem hohen Niveau. Je höher die Ausschüttung, desto stärker muss der REIT mit dem Kapitalmarkt kommunizieren, um die externe Finanzierung sicherzustellen. Diese erhöhte Kommunikation steigert das Interesse der Investoren und Analysten und erhöht damit wiederum die Transparenz.⁷³⁰ Des Weiteren ist durch die hohe Ausschüttung das Grundmerkmal des REITs bekräftigt und die Einordnung als abgegrenztes, eigenes Immobilieninvestmentprodukt gesichert.
- **Keine limitierte Fremdkapitalquote.** Ausgehend von der Tatsache, dass jene REIT-Strukturen, die bereits steuertransparent agieren, den Fremdkapitalanteil nicht zum Zweck der Verringerung der Steuerbemessungsgrundlage erhöhen, halten Kok und Eichholtz (2007) die Selbstregulierung der Fremdkapitalquote am Geeignetesten.⁷³¹

⁷²⁸ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 37.

⁷²⁹ Vgl. ebenda, S. 39.

⁷³⁰ Vgl. ebenda, S. 38.

⁷³¹ Vgl. ebenda, S. 39.

- **Keine verpflichtende Börsennotierung.** Wie bereits erläutert, hat die Verpflichtung einer Börsennotierung vor allem für neue gegründete und kleinvolumige REITs erhebliche Nachteile. Um daher den Immobilienmärkten in der EU gerecht zu werden, ist das Bestehen von börsennotierten und nicht börsennotierten REITs nebeneinander zu befürworten.⁷³²
- **Keine Gesellschafterbeschränkung.** In Anbetracht der Geschichte der US-REITs in den 1990er Jahren und des niederländischen FBIs ab 2007, deren Durchbruch jeweils ab jenem Zeitpunkt startete, ab dem z.B. Pensionsfonds nicht als ein einziger Anleger, sondern als Gemeinschaft vieler kleiner, dahinter sehenden Anleger gewertet wurden, sollte auch der kommende EU-REIT keine Gesellschafterbeschränkung hinsichtlich einer Investorenanzahl beinhalten.⁷³³
- **Steuerbefreite Projektentwicklung mit dreijähriger Haltefrist.** Um den Entgang von Steuern zu vermeiden, sind viele REIT-Strukturen sehr restriktiv im Bezug auf Projektentwicklungen. Manche Strukturen erlauben diese Tätigkeit ganz, andere nur halb oder gar nicht und besteuern diese entweder ganz, nach bestimmten Kriterien oder nach bestimmter Haltedauer. Als die effizienteste, weil einfachste, Lösung für den EU-REIT wird die Steuerfreiheit von Projektentwicklungen analog zum UK-REIT nach einer dreijährigen Haltedauer vorgeschlagen.⁷³⁴
- **Keine Vorgaben für Immobilienvermögen.** Statt die Entscheidungen des REIT-Managements zu lenken, zu beschränken oder vorzugeben, sollte es keine Vorgaben zu einer bestimmten minimalen Diversifizierung oder Einschränkung von Immobiliensektoren und -typen geben. Diese Funktion sollte jedes Management selbst erfüllen können.⁷³⁵

⁷³² Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 42.

⁷³³ Vgl. ebenda, S. 41.

⁷³⁴ Vgl. ebenda, S. 42.

⁷³⁵ Vgl. Kok, N.; Eichholtz, P. (2007), S. 43.

Die Rahmenbedingungen eines neuen EU-REITs sollten jedenfalls alle bisherigen Unterschiede ausräumen, die auf eine Verletzung der europäischen Grundfreiheiten abzielen. Die Struktur sollte offen und transparent gestaltet sein, ohne bisher erfolgreiche REIT-Märkte zu benachteiligen und den bisher skeptischen REIT-Verweigerern genug Vorteile bieten. Eine tiefgreifende Steuerharmonisierung, die eine faire Verteilung der Steuern unter den beteiligten Staaten sichert, würde damit verbunden sein und die größte Herausforderung in der Diskussion um ein einheitliches Programm darstellen.⁷³⁶ Dieser Punkt wird darüber entscheiden, ob der EU-REIT ein theoretisches Konstrukt bleibt oder seinen Platz am europäischen Kapitalmarkt findet.

⁷³⁶ Vgl. EPRA (2008a), S. 8.

4.3.5. REIT-Strukturen in Österreich

Auch österreichische Unternehmen hatten in der Vergangenheit durchaus Interesse an der Gründung von REITs. Allen voran ist dabei die CA-Immo zu erwähnen, die als Vorreiter der österreichischen Immobilienunternehmen den Sprung zum REIT wagen wollte.⁷³⁷ Wie bereits im vorangegangenen Kapitel beschrieben, hatte das Unternehmen im Jahr 2008 das Ziel einen in Deutschland zugelassenen REIT zu gründen.⁷³⁸ Geplant war die Auflage eines REITs mit ca. EUR 1,5 Mrd. bis EUR 2 Mrd. Gesamtvolumen. Das Unternehmen plante ein Minimum von 26% bzw. ein Maximum von 49% des Gesamtvolumens bei institutionellen und privaten Investoren zu platzieren.⁷³⁹ Aufgrund des schlechten Marktumfeldes wurde dieser Plan jedoch auf unbestimmte Dauer verschoben.⁷⁴⁰

Laut Auskunft im November 2009 des Fachreferenten für Steuern, Julian Bartsch, vom Bundesministerium für Finanzen hat es bis jetzt noch keine Diskussionen über eine REIT-Einführung in Österreich gegeben.⁷⁴¹ Die Notwendigkeit wird aufgrund der Produktpalette von Immobilienaktiengesellschaften, offenen Immobilienfonds und dem Nominal-Genussrecht nicht gesehen. Letzteres entspricht sogar in vielen Zügen dem internationalen REIT.

4.3.6. Das Nominal-Genussrecht

Genussrechte sind ausschließlich in Österreich, Deutschland und der Schweiz üblich.⁷⁴² Grundsätzlich können Genussrechte in Österreich iSd §174 Aktien-Gesetz weitgehend frei gestaltet werden. Der Gesetzgeber sieht zwar das Genussrecht vor, definiert dieses

⁷³⁷ Vgl. CA-Immo (2007), S. 1.

⁷³⁸ Vgl. Börse Express (2008).

⁷³⁹ Vgl. CA-Immo (2007), S. 1.

⁷⁴⁰ Vgl. Welt Online (2007).

⁷⁴¹ Vgl. Bartsch, J. (2010).

⁷⁴² Vgl. Mantler, H.C. (2010), S. 65.

jedoch nicht näher.⁷⁴³ In Österreich haben sich obligationenähnliche Genussrechte als Form der Beteiligung an Immobilienfonds in der Vergangenheit bewährt.⁷⁴⁴

Das Nominal-Genussrecht bei Immobilienunternehmen wird als eine Art „REIT Austriacus“ bezeichnet.⁷⁴⁵ Es handelt sich dabei um ein obligatorische Genussrecht, mit dem der Inhaber des Genussscheines nicht am laufenden Gewinn und Verlust, am Vermögen der Gesellschaft oder am Liquidationsgewinn des Unternehmens beteiligt ist.⁷⁴⁶ Die Investition wird in der Gesellschaft als Fremdkapital eingestuft.⁷⁴⁷

Diese Struktur ähnelt dem REIT insofern, dass die Besteuerung auf Ebene des Emittenten der Nominal-Genussrechte in Höhe der Ausschüttungen an die Anleger entfällt. Analog zum REIT wird die steuerliche Transparenz bis zum Anteilseigner dargestellt. Die Zahlung der performanceabhängigen Verzinsung an den Investor ist auf Ebene der Gesellschaft nämlich als Betriebsausgabe steuerlich abzugsfähig und stellt dadurch eine Alternative zur Steuerbefreiung des REITs dar.⁷⁴⁸

Erträge aus Genussscheinen, die wertpapiermäßig verbrieft sind und ein öffentliches Angebot darstellen, werden auf Ebene des privaten Investors analog zu Anleihen versteuert und sind somit gemäß §93 Abs 3 Z 1 bzw Z 2 EStG mit der KEST endbesteuert.⁷⁴⁹ Ein öffentliches Angebot steht laut Finanzverwaltung dann fest, wenn sich die Willenserklärung des Angebotes an mehr als 250 Personen richtet, z.B. durch den Vertrieb des Produktes über ein Kreditinstitut.⁷⁵⁰ Ebenso werden Veräußerungsgewinne von obligatorischen Genussscheinen der Besteuerung von Aneihen gleichgestellt, indem sie nach einer einjährigen Spekulationsfrist steuerfrei behandelt werden.⁷⁵¹ Würde das Nominalgenussrecht nicht verbrieft sein und öffentlich angeboten

⁷⁴³ Vgl. Wiesner, W. (2006), S. 138.

⁷⁴⁴ Vgl. Marschner, E. (2010), S. 213.

⁷⁴⁵ Vgl. Immobilien Magazin (2007).

⁷⁴⁶ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 15.

⁷⁴⁷ Vgl. Wagner, A. (2010), S. 139.

⁷⁴⁸ Vgl. Marschner, E. (2010), S. 211.

⁷⁴⁹ Vgl. Wagner, A. (2010), S. 135.

⁷⁵⁰ Vgl. Marschner, E. (2010), S. 214.

⁷⁵¹ Vgl. Schoellerbank (2009), S. 16.

werden, müssten die Kapitalerträge mit dem progressiven Einkommenssteuersatz versteuert werden.⁷⁵²

Abbildung 122: Vergleich des deutschen G-REITs und des österreichischen Nominal-Genussrechts

	G-REIT	Nominal-Genussrecht
Rechtsgrundlage	Deutsches REIT-Gesetz	§ 174 Abs. 3 österreichisches AktG
Instrument	Nennbetragslose Stückaktie	Forderungswertpapier, lautend auf Nennbetrag („Nominal-Genussrecht“)
Emittent	Eine in Deutschland registrierte AG, die den Kriterien des REITG entspricht	Eine in Österreich registrierte AG oder GmbH
Rechtsbeziehung Anleger - Emittent	Gesellschaftsrechtlich	Vertragsrechtlich (geregelt durch die Wertpapierbedingungen)
Natur der Beteiligung	Beteiligung am Gewinn, Verlust und der Substanz des gesamten Vermögens des G-REITs	Im Umfang der Regelungen in den Wertpapierbedingungen: Beteiligung am Gewinn, Verlust und der Substanz eines Portfolios bestimmter, in einem Rechnungskreis zusammengefasster Assets des Emittenten.
Prospektpflicht	Ja	Abhängig von der Art des Angebots (bei öffentlichem Angebot oder Börsennotierung – ja.)
Börsennotierung	Zwingend	Nicht zwingend
Rechte der Anleger - Mitbestimmung	Stimmrecht in der Hauptversammlung	Kein Stimmrecht in der Hauptversammlung
Rechte der Anleger - Ausschüttung	Mindestausschüttungsquote von 90% des Gewinns	Im Umfang der Regelungen in den Wertpapierbedingungen: Fix oder variabel, keine bestimmte Ausschüttungsquote erforderlich

⁷⁵² Vgl. Marschner, E. (2010), S. 214.

	G-REIT	Nominal-Genussrecht
Rückgaberecht	Keines. Exit durch Verkauf am Sekundärmarkt oder bei Liquidation des G-REITs.	Im Umfang der Regelungen in den Wertpapierbedingungen: Vielleicht während der Laufzeit; Exit durch Verkauf am Sekundärmarkt oder am Ende einer bestimmten Laufzeit.
Übertragung der Immobilien an Emittenten	Steuerbegünstigt für Veräußerer („Exit-Tax“)	Nicht steuerbegünstigt
Streubesitz (zu weniger als 3%) Höchstbeteiligungsgrenze	Streubesitzquote bei erstmaliger Börsenzulassung mind. 25%, danach mind. 15%. Kein Aktionär darf zu mehr als 10% beteiligt sein	Keine Regelung. Aber: es darf sich um kein Individualinstrument handeln und es müssen eine Mehrzahl an Genussrechtsbeteiligten zu identen Wertpapierbedingungen existieren
Fremdkapitalanteil	Max. 60%-iger Fremdkapitalanteil am Vermögen des G-REIT	Keine Regelung Allenfalls Regelungen in den Wertpapierbedingungen
Beschränkung hinsichtlich Unternehmensgegenstand / Portfoliozusammensetzung	75%-Test Mind. 75% des Gesamtvermögens muss Immobilienvermögen sein Mind. 75% der Erträge müssen aus der Haupttätigkeit aus Immobilien stammen	Keine Regelung Allenfalls Regelungen in den Wertpapierbedingungen

Quelle: Immobilien Magazin (2007).

Durch die Gestaltungsfreiheit des Nominalgenussrechtes kann ein Unternehmen eine REIT-Struktur auch in Österreich nachbilden.⁷⁵³ Die steuerliche Transparenz, die seitens des Gesetzgebers möglich sein muss, ist hier erfüllt. Alle anderen Charakteristika könnte sich ein Unternehmen angelehnt an den REIT frei wählen und in den Wertpapierbedingungen für den Anleger transparent darstellen.

Laut TPA Horwath ist die geringe Aufmerksamkeit beim Nominal-Genussrecht jedoch in vertriebstechnischen Umständen zu sehen.⁷⁵⁴ Der Anleger bevorzugt im Allgemeinen eine Anlageform, die einheitlich gesetzlich geregelt, vergleichbar und damit transparent ist. In diesen Kriterien hat das Nominal-Genussrecht aufgrund seiner weitgehenden Gestaltungsfreiheit gegenüber dem REIT noch Aufholbedarf.

⁷⁵³ Vgl. Mantler, H.-C. (2010), S. 65.

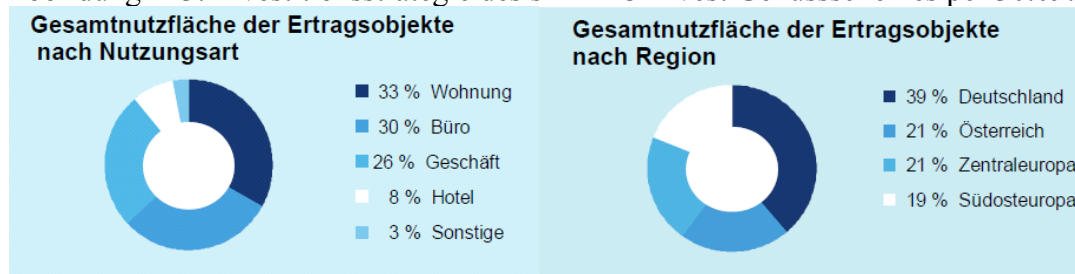
⁷⁵⁴ Vgl. Immobilien Magazin (2007).

4.3.7. Fallbeispiel s IMMO Invest

Die österreichische börsennotierte Immobilienaktiengesellschaft Sparkassen Immobilien AG begibt s IMMO Invest Genussscheine mit jährlichen Ausschüttungen.⁷⁵⁵ Die Erträge, die in Form einer Ausschüttung an den Anleger weitergegeben werden, sind auf der Ebene des Emittenten steuertransparent.

Die Notierung dieser Genussscheine findet an der Wiener Börse im Segment „Other Listing“ statt. Die Genussscheine wurden in zwei Tranchen ausgegeben, wobei die erste Tranche im Jahr 1996 genau 2.014.476 Genussscheine und die zweite Tranche im Jahr 2004 genau 1.210.408 Genussscheine zur Zeichnung zur Verfügung stellte.⁷⁵⁶ Im Gegensatz zur Spezialisierung in der Veranlagung des Portfolios eines REITs ist das Portfolio der s IMMO Invest sowohl geografisch als auch nach Immobiliennutzungsarten breit gestreut und erfüllt dadurch portfoliobezogene Dienstleistungen für den Anleger (siehe Abbildung 123).

Abbildung 123: Investitionsstrategie des s IMMO Invest Genussscheines per 30.09.2009



Quelle: Sparkassen Immobilien AG (2010).

Zur Regelung der Bedingungen des Genussscheines wurde ein Prospekt veröffentlicht, das unter anderem Punkte, wie die Ansprüche der Genussscheininhaber, die Veranlagungsrichtlinien, die Regelung der Ausschüttung oder auch diverse Informations- und Rückgaberechte darlegt. In diesen Bedingungen ist – wie erwähnt – auch die Ausschüttungsrechnung dargestellt, die sich beispielhaft für das Jahr 2008 wie folgt errechnet:

⁷⁵⁵ Vgl. Sparkassen Immobilien AG (2010).

⁷⁵⁶ Vgl. ebenda.

Ergebnisanspruch	EUR 4.543.000.—
+/- anteilige Wertveränderung	EUR 0.—
+/- Rücklagenbewegungen	EUR 0.—
+/- aufgelöster Ergebnisvortrag	EUR 9.517.000.—
Ausschüttung	EUR 14.060.000.—
Anzahl der Genussscheine im Umlauf	3.224.884
Ausschüttung je Genussschein	EUR 4,36

Da die Genussscheine des s IMMO Invest als obligatorische bzw. obligationenähnliche Genussrechte gelten, stellen Ausschüttungen Kapitalerträge aus Forderungswertpapieren dar. Die steuerliche Behandlung wird durch die KEST in Höhe von 25% für private Investoren begründet.⁷⁵⁷ Die Wertentwicklung des s IMMO Invest Genussscheines zeigt nachfolgend Abbildung 124.

Abbildung 124: Performance des s IMMO Invest Genussscheines per 28.02.2010

Erstnotiz	29.12.1996	10.11.2004
1 Jahr	72,50 %	88,80 %
3 Jahre	- 6,10 % p.a.	- 5,50 % p.a.
seit Emission	5,60 % p.a.	1,50 % p.a.

Quelle: Sparkassen Immobilien AG (2010).

⁷⁵⁷ Sparkassen Immobilien AG (2010).

5. Schlussbetrachtung

Die Gründe und die Motivation für die Einführung von REITs sind sehr vielfältig und bewegen Ländern in verschiedenen Weisen, diesbezügliche Entwicklung zu diskutieren bzw. bestehende Strukturen gegebenenfalls zu adaptieren. Zusammenfassend können folgende Punkte als Hauptkriterien für eine Einführung von REITs genannt werden:

Finanzplatz:

- Stärkung des inländischen Finanzplatzes und dadurch Verminderung von Kapitalabflüssen ins Ausland.⁷⁵⁸ Die Gesamtwirtschaft wird indirekt gestärkt und positive Arbeitsmarkteffekte indirekt realisiert.
- Belebung des nationalen Immobilienmarktes durch Erhöhung der Liquidität am Immobilienmarkt.
- Verbesserung der Wettbewerbssituation von national ansässigen Immobilienunternehmen durch die Erhöhung der Transparenz und Liquidität im Markt.

Investoren:

- Mobilisierung von Privatanlegern zur gemeinschaftlichen Finanzierung von Immobilienprojekten und dadurch die grundsätzliche Möglichkeit für Kleinanleger überhaupt in die Anlageklasse Immobilien zu investieren.
- Professionelles Immobilienmanagement für Investoren und Mieter.
- Chancen für aktiveres Portfoliomanagement durch das hohe Maß an Fungibilität.
- Steuerliche Gleichstellung von indirekten und direkten Immobilieninvestitionen.

Staat und Unternehmen:

- Möglichkeit staatseigene Objekte für den Kapitalmarkt zugänglich zu machen, u.a. Möglichkeit zur Deckung der steigenden Nachfrage nach Wohnraumimmobilien trotz fehlender finanzieller Mittel des Staates oder der Gemeinden. Folglich könnten auch Gebäudesanierungen rascher umgesetzt werden, die zu einer Verbesserung des

⁷⁵⁸ Vgl. BVI (2005).

Erscheinungsbildes und der Attraktivität von Städten und Gemeinden führen würde.⁷⁵⁹ Überdies ist damit auch ein beträchtlicher ökologischer Effekt verbunden.

- Immobilien mit geringerer Drittverwertbarkeit durch ihre Spezialisierung, wie z.B. Gefängnisse, Krankenhäuser, Golfplätze, könnten so am Kapitalmarkt platziert werden.
- Erhöhte Steuereinnahmen durch Besteuerung der Einbringung von Immobilien in den REIT.
- „Non-Property-Companies“ bzw. „Nicht-Immobilienunternehmen“, die keine immobilienpezifische Leistungen zur Erfüllung der primären Aufgabe des Unternehmens erbringen, könnten durch die Deinvestition ihrer Unternehmensimmobilien Liquidität gewinnen und somit einerseits ihre Wettbewerbsfähigkeit steigern und sich andererseits auf ihre Kernkompetenzen konzentrieren.⁷⁶⁰

In Österreich haben diese Funktionen teilweise auch andere vorherrschende Anlagearten übernommen. So wird beispielsweise die steuerliche Transparenz beim offenen Immobilienfonds und beim verbrieften Nominal-Genussrecht für den Investor gewährleistet:

- Der offene Immobilienfonds würde jedoch von einem REIT ergänzend profitieren, da dieser im Rahmen der Liquiditätsreserve eine höhere Abbildung der Immobilienperformance liefern könnte.
- Das Nominal-Genussrecht wird durch seine offene Gestaltung auch weiterhin für private Investoren unattraktiv erscheinen. Das Vertrauen in dieses Produkt muss vertriebstechnisch jedes Mal neu aufgebaut werden, da das Gerüst des Produktes zu offen und lose gestaltet ist. Insofern würde diese Anlageart einer Positionierung eines klar strukturierten und kommunizierbaren REITs in Österreich nicht im Weg stehen.

Als drittes vorherrschendes Immobilienkapitalmarktprodukt hat die Immobilienaktie in Österreich langjährige Tradition in den Portfolios österreichischer Investoren. Der große Anteil der Immobilienaktien am Portfolio österreichischer Privatinvestoren mit ca. 30%

⁷⁵⁹ Vgl. Bone-Winkel, S.; Pfeffer, T. (2008a), S. 96.

⁷⁶⁰ Vgl. Bone-Winkel, S.; Schulte, K.-W.; Focke, C. (2008), S. 13.

am Gesamtaktienportfolio per Ende März 2007 war ein Beweis für das große Vertrauen der Anleger in den Immobilienkapitalmarkt. Durch die einsetzende Immobilienkrise, intransparente Bilanzierung einiger österreichischer Immobilienaktiengesellschaften und einer Reihe von Fehlberatungen seitens des Produktvertriebes erlitt dieser Markt jedoch einen enormen Einbruch. Der Vertrauensverlust in dieser Phase hat einen viel größeren Schaden angerichtet als der eigentliche Wertverlust der Aktien.

Anschließend an diesen Vertrauensverlust möchte ich auch noch das Thema der Notwendigkeit einer international standardisierten und vergleichbaren Bewertungsmethode ansprechen. Solange nicht gegeben ist, dass ein Gutachten über eine Immobilie, egal ob innerhalb eines Fonds, einer Immobilienaktiengesellschaft oder eines REITs, nachvollziehbar ist, trübt dieser hohe Ermessensspielraum jedes Bewerter den objektiven Vergleich der Kompetenz und des Talents der jeweiligen Manager.

Zeitgleich zum Problem der Bewertungen ist auch die aktuelle Finanz- und Bankenkrise ein weiterer Gesichtspunkt im Rahmen einer aktuellen Einführung eines REITs. Durch die Verknappung von Krediten durch höhere Risikostandards der Banken müssten sich kommende REITs vor allem in der Beschaffung von Fremdkapital innovativ zeigen. Da durch die Bankenkrise auch die Anzahl der Marktteilnehmer, die als Investoren für REITs in Frage kommen, zurück gegangen ist, müssen die Vorteile in einem anderem Licht dargestellt werden – beispielsweise durch die Ausgabe von Anleihen. Durch langfristige Mietverträge würden Zinsen abgesichert werden können und damit könnten höhere Renditen als bei Staatsanleihen geboten werden. Institutionelle Investoren würden somit auch im Anleihenspektrum eine Möglichkeit zu höheren Renditen wahrnehmen und der REIT könnte teure Bankkredite durch niedriger verzinsten Anleihen ersetzen. Mit dieser Absicherung durch Fremdkapital wären vor allem die letzten Monate ein guter Einstiegszeitpunkt für REITs gewesen. Viele offene Immobilienfonds in Europa mussten zwangsweise ausgesetzt oder geschlossen werden. Hier die Chance des Verkaufsdrucks der Verkäufer zu nutzen, um ein Portfolio aufzubauen wäre ein guter Schachzug hinsichtlich Strategie, Marketing und Presse gewesen. Doch bis jetzt hat noch kein eigenkapitalstarker Marktteilnehmer diese Phase genützt, um aus der Krise Kapital zu schlagen und als Gewinner hervorzugehen.

Im Hinblick auf die zahlreichen Fehlberatungen bei Immobilienprodukten in der Vergangenheit würde ein jetzt startender REIT in Österreich einen erheblich schwierigen Beginn haben, da damit zu rechnen wäre, dass ein Großteil der Zielgruppe der Privatinvestoren ausfällt, nicht zuletzt durch die fehlende Bereitschaft des Vertriebes innerhalb österreichischer Banken und Vermögensberater. Ich bin der Meinung, dass vor allem die Regulierung des Vertriebes über der Regulierung der Immobilienprodukte stehen sollte. Die Vorgaben seitens der Politik sollten nicht hinsichtlich der Diversifikation getroffen werden, sondern sollten dem jeweiligen Management überlassen werden. Als Negativbeispiel kann hier Deutschland genannt werden, wo aus Furcht vor steigenden Mietpreisen alle Wohnimmobilien für REITs ausgeschlossen wurden. Ausländische REITs investieren jedoch weiterhin in diesen Immobilientyp, wodurch die Mietpreise genauso von Änderungen betroffen sind.

Das heisst, dass anstatt weiterer schärferer Richtlinien im Sinne der Sicherheit des Anlegers nicht das einzelne Produkt im Vordergrund stehen sollte, sondern eindeutig der Anlegerschutz im Bereich der Beratung liegt. Vielleicht ist es auch notwendig, dass wieder vermehrt über Honorarberatungen anstatt Provisionsberatungen gesprochen wird. Alleine schon deshalb, weil ich überzeugt davon bin, dass überwiegend durch Provisionsberatungen Portfolios mit mehr als 20% an indirekten Immobilienanlagen am Gesamtvermögen entstanden sind. Diese Fälle werden nun hinsichtlich strafrechtlicher Belange seit mehreren Jahren über unzählige Gerichtsverhandlungen diskutiert und die Kompetenz der Immobilienmanager der Unternehmen steht dabei nur selten zur Debatte.

Ausgehend von der Tatsache, dass diese Themen gelöst wären und somit einen vergleichbaren Ausgangspunkt bilden würden, hätte die Positionierung von REITs in den österreichischen Immobilienkapitalmarkt eindeutig jene Vorteile der oben genannten Kriterien, die für den REIT sprechen.

Für jene Immobilienunternehmen, die dem Markt zeigen können, dass sie über ausreichend gefordertes Eigenkapital verfügen, eine für die Liquiditätstransformation notwendige Marktkapitalisierung erreichen können, eine schlüssige und saubere „Story“ liefern und bis dahin nachhaltige Ergebnisse vorweisen können, wird es auch weiterhin möglich sein die Zurückhaltung des Banksektors zu überwinden und das Wachstum über

Aktien- und Anleihenemissionen zu finanzieren. Durch die wachsenden Anforderungen inländischer und internationaler Investoren und den Konkurrenzdruck zu ausländischen Kapitalmärkten, bin ich überzeugt davon, dass das Spektrum der Veranlagungsmöglichkeiten mit REITs effizient erweitert werden würde.

Die Ergebnisse dieser Arbeit legen den Schluß nahe, dass die Einführung eines neuen, flexiblen REITs in den österreichischen Kapitalmarkt mit Emittenten, die hohes Vertrauen der Marktteilnehmer genießen, positive Impulse bringt, den Anleger im Sinne der Portfoliodiversifikation bereichert und als eindeutiges Signal für den neuerlichen Aufschwung des Immobilienmarktes gesehen werden kann.

6. ABBILDUNGSVERZEICHNIS

<i>Abbildung 1: Flächennutzung in Österreich.....</i>	<i>18</i>
<i>Abbildung 2: Eigenschaften einer Immobilie.....</i>	<i>19</i>
<i>Abbildung 3: Der Lebenszyklus einer Immobilie.....</i>	<i>20</i>
<i>Abbildung 4: Der Immobilienmarkt als unvollkommener Markt.....</i>	<i>22</i>
<i>Abbildung 5: Segmentierung nach Teilmärkten.....</i>	<i>23</i>
<i>Abbildung 6: Determinanten auf dem Immobilienmarkt</i>	<i>24</i>
<i>Abbildung 7: Der Immobilienzyklus.....</i>	<i>25</i>
<i>Abbildung 8: Haus der Immobilienökonomie – Rahmengerüst zur Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin</i>	<i>27</i>
<i>Abbildung 9: Eigentumsquoten in Österreich in Bezug auf den Hauptwohnsitz nach Alter des Eigentümers.....</i>	<i>28</i>
<i>Abbildung 10: Bruttowertschöpfung 2008 in Österreich.....</i>	<i>30</i>
<i>Abbildung 11: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen REITs in den Jahren 1971-2008.....</i>	<i>38</i>
<i>Abbildung 12: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US- amerikanischen REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD</i>	<i>40</i>
<i>Abbildung 13: Übersicht der Arten von REITs.....</i>	<i>42</i>
<i>Abbildung 14: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Equity- REITs in den Jahren 1971-2008.....</i>	<i>43</i>
<i>Abbildung 15: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US- amerikanischen Equity-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD.....</i>	<i>44</i>
<i>Abbildung 16: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Mortgage- REITs in den Jahren 1971-2008.....</i>	<i>44</i>

<i>Abbildung 17: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen Mortgage-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD.....</i>	<i>45</i>
<i>Abbildung 18: Entwicklung der Anzahl aller US-amerikanischen Hybrid-REITs in den Jahren 1971-2008.....</i>	<i>45</i>
<i>Abbildung 19: Entwicklung der Marktkapitalisierung aller US-amerikanischen Hybrid-REITs in den Jahren 1971-2008, in Mio. USD.....</i>	<i>46</i>
<i>Abbildung 20: Interaktion der UPREIT-Partner</i>	<i>47</i>
<i>Abbildung 21: Struktur eines UPREITs</i>	<i>49</i>
<i>Abbildung 22: Kernprozesse eines REITs.....</i>	<i>51</i>
<i>Abbildung 23: Abgrenzung der Immobilien-Anlageprodukten von Fremdfinanzierungsvehikeln von Immobilien</i>	<i>56</i>
<i>Abbildung 24: Diversifikations- und Spezialisierungsmöglichkeiten eines REITs</i>	<i>57</i>
<i>Abbildung 25: Struktur der Immobilienportfolios von REITs.....</i>	<i>58</i>
<i>Abbildung 26: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Global</i>	<i>59</i>
<i>Abbildung 27: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Asien</i>	<i>60</i>
<i>Abbildung 28: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Europa</i>	<i>60</i>
<i>Abbildung 29: Spezialisierungen der REITs sektorspezifisch: Nordamerika</i>	<i>61</i>
<i>Abbildung 30: REITs im Spektrum der Dienstleistungen</i>	<i>62</i>
<i>Abbildung 31: Beziehung zwischen Anteilseigner (Prinzipal) und Management (Agent)</i>	<i>64</i>
<i>Abbildung 32: Besonderheiten hinsichtlich der Corporate-Governance-Struktur von börsennotierten REITs.....</i>	<i>65</i>
<i>Abbildung 33: Eignung von Immobilienanlageprodukten zur Abbildung von Immobilienperformance</i>	<i>66</i>
<i>Abbildung 34: Eigenschaften von Immobilieninvestoren</i>	<i>69</i>

<i>Abbildung 35: Sektorale und regionale Fokussierung von institutionellen Investoren</i>	<i>71</i>
<i>Abbildung 36: Sektorpräferenzen bei REITs von institutionellen Investoren.....</i>	<i>72</i>
<i>Abbildung 37: Zielhierarchie der Immobilien-Anlageentscheidung von Versicherungen und Pensionsfonds.....</i>	<i>73</i>
<i>Abbildung 38: Entwicklung der Investmentkategorien österreichischer Versicherungen, in Mrd. EUR.....</i>	<i>73</i>
<i>Abbildung 39: Ziele der Deinvestition aus der Perspektive der bisherigen Eigentümer</i>	<i>79</i>
<i>Abbildung 40: Aufgabenbereiche des Portfoliomanagements eines REITs.....</i>	<i>82</i>
<i>Abbildung 41: Analyse der Optimierungspotenziale</i>	<i>83</i>
<i>Abbildung 42: Kapitalkosten und Skaleneffekte</i>	<i>85</i>
<i>Abbildung 43: Mögliche Ergebnisse der Wertschöpfungsanalyse.....</i>	<i>85</i>
<i>Abbildung 44: Immobilienspezifisches Wertsteigerungsnetzwerk</i>	<i>87</i>
<i>Abbildung 45: Priorisierung der Werttreiber</i>	<i>87</i>
<i>Abbildung 46: Beispiele für immobilien spezifische Werttreiber</i>	<i>88</i>
<i>Abbildung 47: Zusammenspiel von Werttreibern und Immobilienmarktzyklen.....</i>	<i>88</i>
<i>Abbildung 48: Möglichkeiten des REITs-Segmentes der Deutschen Börse.....</i>	<i>94</i>
<i>Abbildung 49: Informationen zum Immobilienbestand gemäß EPRA Best Practice Leitlinien</i>	<i>96</i>
<i>Abbildung 50: Vergleich der Publicly Traded, Non-Exchange Traded und Private REITs in den USA</i>	<i>99</i>
<i>Abbildung 51: Immobilienspezifische Risiken</i>	<i>101</i>
<i>Abbildung 52: Entwicklung der Anzahl und des Fondsvermögens offener Immobilienfonds in Deutschland von 1959-2008, in Mio. EUR</i>	<i>107</i>
<i>Abbildung 53: Wesentliche Bestandteile der investimentrechtlichen Struktur eines offenen Immobilienfonds</i>	<i>108</i>

<i>Abbildung 54: Die Rolle der Depotbank bei offenen Immobilienfonds</i>	<i>109</i>
<i>Abbildung 55: Zusammensetzung des Fondsvolumens deutscher offener Immobilienfonds, beispielhaft anhand der Jahre 1999-2004, in Mio. EUR.....</i>	<i>113</i>
<i>Abbildung 56: Entwicklung des Fondsvermögens im Falle eines „Fonds- Run“</i>	<i>114</i>
<i>Abbildung 57: Wertentwicklung der SEB ImmoInvest während der temporären Aussetzung der Anteilsrücknahme, in EUR</i>	<i>117</i>
<i>Abbildung 58: Transaktionskostengerechtigkeit des offenen Immobilienfonds.....</i>	<i>119</i>
<i>Abbildung 59: Geografische Verteilung offener Immobilienfonds in Deutschland per 30. September 2009.....</i>	<i>120</i>
<i>Abbildung 60: Nutzungsarten der Liegenschaften in offenen Immobilienfonds in Deutschland per 30. September 2009.....</i>	<i>121</i>
<i>Abbildung 61: Renditeverteilung offener Immobilienfonds</i>	<i>123</i>
<i>Abbildung 62: Rendite offener Immobilienfonds im Vergleich zur Veränderung des Verbraucherpreisindex jeweils zum Jahresende, in Prozent</i>	<i>124</i>
<i>Abbildung 63: Privatinvestor mit geringer Risikoneigung</i>	<i>125</i>
<i>Abbildung 64: Privatinvestor mit höherer Risikoneigung</i>	<i>125</i>
<i>Abbildung 65: Wertentwicklung offener Immobilienfonds und des europäischen Aktienmarktes unter Berücksichtigung von Aktienmarktkrisen.....</i>	<i>126</i>
<i>Abbildung 66: Benchmarkportfolio im Zeitraum Jänner 2000 bis Februar 2009 unter Berücksichtigung der Beimischung von offenen Immobilienfonds (OIF)</i>	<i>127</i>
<i>Abbildung 67: „Spezialfonds-Dreieck“ – Vorteile für institutionelle Investoren</i>	<i>128</i>
<i>Abbildung 68: Aufteilung des Spezialfondsvermögens auf Anlegergruppen.</i>	<i>129</i>

<i>Abbildung 69: Fondsvolumen nach Fondskategorie und Zielgruppe per Ende Juli 2009, in Mio. EUR.....</i>	<i>130</i>
<i>Abbildung 70: Veranlagtes Kapital in offenen Immobilienfonds nach Anlegergruppen per Ende Juli 2009, in Mio. EUR.....</i>	<i>131</i>
<i>Abbildung 71: Aufteilung der Kapitalab- und -zuflüsse der einzelnen Fondstypen von Jänner 2008 bis Juli 2009 in Österreich, in Mrd. EUR</i>	<i>132</i>
<i>Abbildung 72: Fondsvolumen österreichischer Immobilienfonds nach einzelner Kapitalanlagegesellschaft seit Beginn im Jahr 2004-2008, in Mio. EUR.....</i>	<i>133</i>
<i>Abbildung 73: Entwicklung der Immobilien nach Kategorien von Jänner 2000 bis Jänner 2009</i>	<i>135</i>
<i>Abbildung 74: Indexierte Wertentwicklung eines offenen Immobilien-Publikumsfonds und eines REIT-Fonds von Jänner 2001 bis Februar 2006.....</i>	<i>137</i>
<i>Abbildung 75: Immobilienanlagen institutioneller Investoren</i>	<i>140</i>
<i>Abbildung 76: Entwicklung des Fondsvolumens geschlossener Fonds 2007-2008, in Mio. EUR.....</i>	<i>140</i>
<i>Abbildung 77: Grundstruktur eines geschlossenen Immobilienfonds.....</i>	<i>142</i>
<i>Abbildung 78: Darstellung der Rechtsformen und -regelungen eines geschlossenen Immobilienfonds am Beispiel der GmbH & Co. KG.....</i>	<i>143</i>
<i>Abbildung 79: Durchschnitt der Fondslaufzeit in Jahren 2007/2008</i>	<i>145</i>
<i>Abbildung 80: Zweitmarktumsätze geschlossener Fonds 2008, in Mio. EUR.....</i>	<i>146</i>
<i>Abbildung 81: Investitionsmärkte 2008 der Top 15 Immobilienfonds Ausland, in Mio. EUR.....</i>	<i>148</i>
<i>Abbildung 82: Steuerorientierte und ausschüttungsorientierte geschlossene Immobilienfonds</i>	<i>150</i>
<i>Abbildung 83: Bestandteile der Rendite eines geschlossenen Immobilienfonds</i>	<i>154</i>

<i>Abbildung 84: Durchschnitt der Rendite deutscher geschlossener Immobilienfonds nach (in rot) / vor (in orange) Steuern in Prozent.....</i>	<i>155</i>
<i>Abbildung 85: Platzierungsergebnisse geschlossener Fonds seit 1999, in Mio. EUR</i>	<i>156</i>
<i>Abbildung 86: Eigenkapitalplatzierung geschlossener Fonds in den Jahren 2006-2008, in Mio. EUR</i>	<i>156</i>
<i>Abbildung 87: Übersicht der von MPC Capital in Österreich angebotenen geschlossenen Immobilienfonds, die zum 30. Juni 2009 voll platziert waren.....</i>	<i>158</i>
<i>Abbildung 88: Public vs. Private bei Immobilien-Anlageprodukten</i>	<i>160</i>
<i>Abbildung 89: Größe von Volkswirtschaften und absolutem Immobilienvermögen, in Mrd. USD</i>	<i>164</i>
<i>Abbildung 90: Berechnung des Net Asset Value einer Immobilienaktie.....</i>	<i>166</i>
<i>Abbildung 91: Performance ausgewählter Immobilienaktien in Österreich, Frankreich, Deutschland und Großbritannien von August 2008 bis August 2009</i>	<i>168</i>
<i>Abbildung 92: Rendite-Risiko-Raster einer börsennotierten Immobilienaktiengesellschaft</i>	<i>169</i>
<i>Abbildung 93: Entwicklung des E&G DIMAX im Vergleich zum DAX von 1999-2009.....</i>	<i>170</i>
<i>Abbildung 94: Verteilung österreichischer Immobilienaktien nach Tätigkeitsfeld</i>	<i>171</i>
<i>Abbildung 95: Entwicklung von Immobilienaktien im Besitz von Privatanlegern in Österreich.....</i>	<i>172</i>
<i>Abbildung 96: Portfolio ausgewählter österreichischer Immobilienaktien nach Region</i>	<i>173</i>
<i>Abbildung 97: Portfolio ausgewählter österreichischer Immobilienaktien nach Sektor</i>	<i>174</i>

<i>Abbildung 98: Indexzusammensetzung des IATX per 20. Jänner 2010.....</i>	<i>175</i>
<i>Abbildung 99: Entwicklung des IATX im Vergleich zum ATX in den Jahren 2005-2010.....</i>	<i>175</i>
<i>Abbildung 100: Immobilienaktien von Juli 2008 bis September 2009 im Vergleich zum DJ Euro Stoxx 50.....</i>	<i>176</i>
<i>Abbildung 101: Gegenüberstellung der Anlageformen</i>	<i>180</i>
<i>Abbildung 102: REIT-Einführungen weltweit.....</i>	<i>181</i>
<i>Abbildung 103: Europäische Immobilienmärkte und deren Kapitalmarktzugang, in Mrd. EUR</i>	<i>183</i>
<i>Abbildung 104: Top 5 REITs in den USA</i>	<i>184</i>
<i>Abbildung 105: Top 5 LPTs in Australien</i>	<i>191</i>
<i>Abbildung 106: Top 5 J-REITs in Japan.....</i>	<i>196</i>
<i>Abbildung 107: Top 5 FBIs in den Niederlanden</i>	<i>201</i>
<i>Abbildung 108: Top 5 SIICs in Frankreich.....</i>	<i>206</i>
<i>Abbildung 109: Top 5 UK-REITs in Großbritannien</i>	<i>214</i>
<i>Abbildung 110: G-REITs in Deutschland</i>	<i>221</i>
<i>Abbildung 111: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf Einführungsjahr, Name, Rechtsform, Börsennotierung und Gesellschafterstruktur</i>	<i>228</i>
<i>Abbildung 112: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf das Tätigkeitsfeld und die Fremdkapitalquote</i>	<i>229</i>
<i>Abbildung 113: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Ausschüttung.....</i>	<i>229</i>
<i>Abbildung 114: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Besteuerung der REITs und Investoren im Inland.....</i>	<i>230</i>
<i>Abbildung 115: Gegenüberstellung der internationalen REITs im Bezug auf die Besteuerung der Investoren im Ausland.....</i>	<i>231</i>

<i>Abbildung 116: Steuertransparente Strukturen von Immobilienanlagen in der EU.....</i>	<i>233</i>
<i>Abbildung 117: Steuerlich ungleiche Behandlung von Investoren und Investitionen</i>	<i>234</i>
<i>Abbildung 118: Anzahl der Sektoren innerhalb der Diversifikation europäischer REITs.....</i>	<i>237</i>
<i>Abbildung 119: Entwicklung der Fremdkapitalquote vor und nach Einführung von REITs</i>	<i>239</i>
<i>Abbildung 120: Investmentfokus der in Steueroasen gegründeten REITs</i>	<i>240</i>
<i>Abbildung 121: Korrelation europäischer Wohnimmobilienmärkte im Zeitraum Jänner 1980 bis Dezember 2006</i>	<i>241</i>
<i>Abbildung 122: Vergleich des deutschen G-REITs und des österreichischen Nominal-Genussrechts</i>	<i>252</i>
<i>Abbildung 123: Investitionsstrategie des s IMMO Invest Genussscheines per 30.09.2009.....</i>	<i>254</i>
<i>Abbildung 124: Performance des s IMMO Invest Genussscheines per 28.02.2010.....</i>	<i>255</i>

7. LITERATURVERZEICHNIS

ABERDEEN IMMOBILIEN KAPITALANLAGEGESELLSCHAFT MBH (Hrsg.): *DEGI International setzt Anteilscheinrücknahme aus*. Frankfurt, 2009.

http://www.google.at/url?sa=t&source=web&cd=4&ved=0CCIQFjAD&url=http%3A%2F%2Fwww.finanplanung-nachmass.de%2FInvestmenfonds%2FInformationen%2FFondsinformationen%2FDegi%2FDegi_International_0911.pdf&ei=5ruhTL_3NIHCswbw8c2KBQ&usg=AFQjCNEPLAYTqxtak_MLxPANwKfM-MkI1Q.

Aktualisierungsdatum: 06.01.2010.

APA: *Ausgabe des "Constantia Real Estate" der CPB Immobilien KAG vorübergehend ausgesetzt*. http://www.ots.at/presseaussendung/OTS_20090722_OTS0158/ausgabe-des-constantia-real-estate-der-cpb-immobilien-kag-voruebergehend-ausgesetzt.

Aktualisierungsdatum 02.01.2010.

AXA INVESTMENT MANAGERS DEUTSCHLAND (Hrsg.): *AXA Immoselect bedient weiterhin keine Rückgaben*. <http://www.axa-im.de/index.cfm?pagepath=presse/newsID=026B5865-90F8-EDF5A9A15268FFF9AAD7&CFNoCache=TRUE&servedoc=027E0541-1708-7D7E-1B7489D21E96B00B>. Aktualisierungsdatum: 06.01.2010.

BA-CA REAL INVEST: *Real Invest Europe: Vorübergehende Aussetzung der Anteilsschein-Rücknahme*. http://www.realinvest.at/news/cms,id,28,nodeid,21,_language,de.html.

Aktualisierungsdatum 14.01.2010a.

BA-CA REAL INVEST: *Geschlossene Real Invest Immobilien-Investments: Simply the Best!* http://www.realinvest.at/news/cms,id,22,nodeid,21,_language,de.html.

Aktualisierungsdatum 21.08.2010b.

BALS, Werner: *Offene Immobilienfonds*. In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias: *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

BARTSCH, Julian: *Diskussionsstand zu REITs in Österreich*. Unveröffentlichtes Manuskript (Interview). Wien, 2010.

BECKER, Martin: *G-REITs im Vergleich mit traditionellen Immobilien-Aktiengesellschaften*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

BENK, Kay; HAB, Lars Helge; JOHANNING, Lutz; SCHWEIZER, Denis; RUDOLPH, Bernd: *Offene Immobilienfonds als wesentlicher Baustein einer erfolgreichen Asset Allocation*. WHU Otto Beisheim School of Management, Lehrstuhl für Empirische Kapitalmarktforschung und Ludwig-Maximilians-Universität München, Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung, Arbeitspapier, 2008.

BERG, Bernhard; SCHUMACHER, Christoph; TRÜBESTEIN, Michael: *G-REITs aus Sicht von Versicherungsunternehmen und Pensionskassen*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

BILLAND, Frank: *Offene Immobilienfonds*. In: SCHÄFER, Jürgen; CONZEN, Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen*. München: Verlag C. H. Beck oHG, 2005.

BÖRSE-EXPRESS (Hrsg.): *CA Immo verschiebt Reit-Börsegang auf das zweite Halbjahr*. <http://www.boerse-express.com/pages/635248>. Aktualisierungsdatum 19.02.2010.

BONE-WINKEL, Stephan; MÜLLER, Tobias; PFRANG, Dominique C.: *Bedeutung der Immobilienwirtschaft*. In: SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie. Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.

BONE-WINKEL, Stephan; PFEFFER, Tobias: *Bedeutung von nicht börsengehandelten REITs*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008a.

BONE-WINKEL, Stephan; PFEFFER, Tobias: *Investmentstrategien von REITs*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008b.

BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner; FORSTER-KRAUS, Stefanie; PFRANG, Dominique: *Historische Entwicklung von REITs in globaler Perspektive*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

BONE-WINKEL, Stephan; SCHULTE, Karl-Werner; FOCKE, Christian: *Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut*. In: SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie. Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.

BONE-WINKEL, Stephan; SOTELO, Ramon; VÄTH, Arno; BECKER, Martin: *Real Estate Investment Trusts*. In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

BORSCHKE, Johannes: *Börsengang – to do's*. In: SCHÄFER, Jürgen (Hrsg.): *REITs Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick, Aufbau und Management, Investitionen in REITs, Praxisleitfaden*. München: Verlag C. H. Beck oHG, 2007.

BREUER, Wilhelm: *Investor Relations bei REITs*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

BUNDESMINISTERIUM FÜR FINANZEN (Hrsg.): *Sondervorschriften für Immobilienfonds*.
<https://findok.bmf.gv.at/findok/showBlob.do;jsessionid=530B338BC1D874DD7969BEC624173010?base=RLPdf&rid=645>. Aktualisierungsdatum:
06.01.2009.

BVI (Hrsg.): *Investment Information. REITs flexibel, einfach und steuerlich transparent ausgestalten. REITs und Offene Immobilienfonds im Wettbewerb gleich behandeln*.
Frankfurt, 2005 [Format: PDF, Zeit: 30.12.2009, Adresse: http://www.presseraum-offene-immobilienfonds.bvi.de/export/sites/vpr/de/presseinformationen/archiv/pm2005/bvi_01032005/pm010305_bvi.pdf].

BVI (Hrsg.): *Offene Immobilienfonds-FAQ*. <http://www.bvi.de/de/sonderseiten/faqs/oif/index.html>. Aktualisierungsdatum: 30.12.2009a.

BVI (Hrsg.): *Investment Information 50 Jahre Offene Immobilienfonds in Deutschland*.
Wiesbaden, 2009b [Format: PDF, Zeit: 17.12.2009, Adresse:
http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm_23062009/2009_06_23_50_Jahre_OIFs_oa.pdf].

BVI (Hrsg.): *Investment Information. Offene Immobilienfonds: Risikominderung durch geographische Streuung*. Frankfurt, 2009c [Format: PDF, Zeit: 17.12.2009, Adresse:
http://www.bvi.de/de/presse/pressemitteilungen/presse2009/pm_07122009/2009_12_07.pdf].

BVI (Hrsg.): *Offene Immobilienfonds*. http://www.bvi.de/de/investmentfonds/fondsarten/offene_immobilienfonds/index.htht. Aktualisierungsdatum: 17.12.2009d.

BVI (Hrsg.): *Spezialfonds – maßgeschneiderte Vermögensverwaltung für institutionelle Anleger*. Frankfurt, 2009e [Format: PDF, Zeit: 16.12.2009, Adresse:
http://www.bvi.de/de/investmentfonds/fonds_fuer_institutionelle/index.html].

BVI (Hrsg.): *BVI schlägt Maßnahmen zur Liquiditätssteuerung Offener Immobilienfonds vor*. Frankfurt, 2009f [Format: PDF, Zeit: 18.12.2009, Adresse: http://www.presseraum-offene-immobilienfonds.bvi.de/export/sites/vpr/de/presseinformationen/bvi_100209/pm100209_bvi.pdf].

BVI (Hrsg.): *Investment 2009. Daten, Fakten, Entwicklungen*. Frankfurt, 2009g [Format: PDF, Zeit: 14.12.2009, Adresse: http://www.bvi.de/de/sonderseiten/bestellcenter/Downloads/jahrbuch_2009.pdf].

BVI (Hrsg.): *REITs können indirekte Immobilienanlagen ergänzen*. Frankfurt, 2009h [Format: PDF, Zeit: 06.01.2010, Adresse: http://www.bvi.de/de/bibliothek/jahrbuecher/offene_immobilienfonds/offene_immofonds_jb06/jb06_7985.pdf].

BVI (Hrsg.): *Morgan Stanley P2 Value setzt Ausgabe von Fondsanteilen an Anleger ab dem 13. Juli 2009 wegen zu erwartender Abwertungen vorübergehend aus*. Frankfurt, 2009i [Format: PDF, Zeit: 18.12.2009, Adresse: <http://www.presseraum-offene-immobilienfonds.bvi.de/export/sites/vpr/de/presseinformationen/morgan130709/morgan130709.pdf>].

CA-IMMO (Hrsg.): *Presseinformation. CA Immo gründet Deutschland-Tochter in Form eines REITs*. Wien, 2007 [Format: PDF, Zeit: 02.03.2010, Adresse: http://www.caimmoag.com/fileadmin/user_upload/pdf/final_PA_reit_0407.pdf].

DARIC, Christine: *Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées: the French example*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

DITT, Uwe: *Offene Immobilienfonds aus Sicht eines Sachverständigen*. In: BVI (Hrsg.): *50 Jahre Offene Immobilienfonds*. Wiesbaden, 2009.

EBNER, Gernot; UBL, Eva: *Die österreichische Versicherungswirtschaft aus Sicht der Finanzmarktstabilität: eine Analyse der Jahre 2002 bis 2008*. In: ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK (Hrsg.): *Finanzmarktstabilitätsbericht 18*. Wien, 2009.

ELLWANGER & GEIGER (Hrsg.): *Dimax-Titelliste*. Stuttgart, 2010a [Format: PDF, Zeit: 08.01.2010, Adresse: <http://www.privatbank.de/downloads/dimax-titelliste/Dimax-Titelliste.pdf>].

ELLWANGER & GEIGER (Hrsg.): *Dimax vs. DAX*. Stuttgart, 2010b [Format: PDF, Zeit: 08.01.2010, Adresse: http://www.privatbank.de/download/dimax_vs_dax].

EPF-FEPI (Hrsg.): *Pressemitteilung Maastricht University Report*. Brüssel, 2007 [Format: DOC, Zeit: 03.03.2010, Adresse: <http://www.epf-fepi.com/index2.html>].

EPRA (Hrsg.): *Progress on REIT Regimes in Europe*. Schipol Airport, 2006.

EPRA (Hrsg.): *European REITs and Cross-border Investment. A Discussion Paper*. Schipol Airport, 2008a.

EPRA (Hrsg.): *Press Release. EPRA launches European REITs cross-border investment initiative*. Stockholm, 2008b [Format: PDF, Zeit: 26.02.2010, Adresse: http://www.epra.com/media/EPRA_launches_EU_REITs_cross-border_investment_initiative.pdf].

EPRA (Hrsg.): *Historical data requests*. <http://www.epra.com/indices.jsp>.
Aktualisierungsdatum: 30.08.2010.

EPRA RESEARCH (Hrsg.): *Monthly Statistical Bulletin*. Schipol Airport, July 2009.

EPRA RESEARCH (Hrsg.): *Monthly Market Review*. Schipol Airport, July 2010.

EPRA REPORTING (Hrsg.): *Global REIT Survey. December 2008. A Comparison of the Major REIT Regimes around the World*. Schipol Airport, 2008.

EPRA REPORTING (Hrsg.): *Global REIT Survey. September 2009. A Comparison of the Major REIT Regimes around the World*. Brüssel, 2009.

ERNST, Dierk; FREITAG, Uwe: *Geschlossene Immobilienfonds*. In: SCHÄFER, Jürgen; CONZEN, Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen*. München: Verlag C. H. Beck oHG, 2005.

ERSTE IMMOBILIEN KAG (Hrsg.): *Produktinfo*. <http://www.ersteimmobilien.at/productinfo.asp>. Aktualisierungsdatum: 03.11.2009.

ERSTE GROUP (Hrsg.): *CEE Real Estate – October 2009*. Wien, 2009.

FARHAT, Roland H.: *Asset-Management von REITs – Plädoyer für einen REIT-internen research-basierten Ansatz*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

FESSLER, Pirmin; MOOSLECHNER, Peter; SCHÜRZ, Martin; WAGNER, Karin: *Das Immobilienvermögen privater Haushalte in Österreich*. In: ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK (Hrsg.): *Geldpolitik & Wirtschaft. Quartalsheft zur Geldpolitik und Wirtschaft*. Ausgabe Q2/09. Wien, 2009.

FINANCE & ETHICS RESEARCH (Hrsg.): *Immobilienreport, 10. Dezember 2009*. Wien, 2009 [Format: PDF, Zeit: 06.01.2010, Adresse: <http://www.software-systems.at/newsletter/public/2009-48-FER-Immobilienreport%20101209.pdf>].

FINK, Andreas: *REITs können indirekte Immobilienanlagen ergänzen*. DSWR (Hrsg.), Frankfurt, 2007 [Format: PDF, Zeit: 30.12.2009, Adresse: http://www.bvi.de/de/bibliothek/sonstige_veroeffentlichungen/offene_immobilienfonds/fink_0506_dswr_119/fink_0506_dswr_119.pdf].

FINSINGER, Jörg: *Lebensversicherungsvergleiche*. In: *Versicherungswirtschaft*, Heft 4/1997, S. 208 – 215.

FUNK, Bernhard: *Established REIT structures: the US, the Netherlands, Belgium and Japan*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

FUNK, Bernhard; SCHULZ-EICKHORST, Till: *REITs und REIT-Fonds*. In: SCHULTE, Karl-Werner; ACHLEITNER, Ann-Kristin; SCHÄFERS, Wolfgang; KNOBLOCH, Bernd (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Banking. Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking*. Köln: Immobilien Informationsverlag Rudolf Müller GmbH & Co. KG, 2002.

GEFÖX: *Die Entwicklung der Anbieterzahl in Österreich*. Wien, 2008 [Format: PDF, Zeit: 14.01.2010, Adresse: http://gefoex.at/picture/gefoex_studie_auszug.pdf].

GLASCOCK, John L.; PARK, Abraham: *Property Investment Trusts in the UK*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

GONDRING, Hanspeter: *Immobilienwirtschaft. Handbuch für Studium und Praxis*. München: Verlag Franz Vahlen GmbH, 2004.

GROBE HONEBRINK, Josef M.; SCHMIDT, Thomas: *Steuerliche Aspekte von G-REITs – Besteuerung einer REIT-Aktiengesellschaft und ihrer Aktionäre*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

HAHN, Franz R.; MAGERL, Christa: *Vermögen in Österreich*. In: WIFO (Hrsg.): *Monatsberichte 1/2006*. Wien, 2006.

HSH NORDBANK (Hrsg.): *Real Estate Finance 02/08*. Hamburg, 2008 [Format: PDF, Zeit: 14.02.2010, Adresse: http://www.immobiliengoekonomik.de/fileadmin/docs/HSH_Nordbank_Real_Estate_Finance_Newsletter_Juni_2008.pdf].

HU, Dapeng; PENNINGTON-CROSS, Anthony: *The Evolution of Real Estate in the Economy*. In: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 7, No. 2 (2001), S. 169-176.

HUDSON, Michael: *Real Estate Bubbles, Trade and Exchange Rates: The Balance-of-Payments Dimension of Today's Bubble Economies*. In: *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*. Berlin, o.V., 2007.

HUESMANN, Matthias: *German REITs. Einführung von Real Estate Investment Trusts in den deutschen Kapitalmarkt*. Berlin: VDM Verlag Dr. Müller e. K. und Lizenzgeber, 2005.

HUGHES, Fraser; CIELEBACK, Marcus: *G-REITs within an expanding global REIT universe*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

HUTTER, Stephan: *Kapitalmarktrechtliche Anforderungen beim Börsengang des G-REIT*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

IMF International Monetary Fund: *Financial Market Turbulence. Global Financial Stability Report*. Oktober 2007.

IMMOBILIEN MAGAZIN (Hrsg.): *Das REITs-Wort kommt nach Österreich*. <http://www.immobilien-magazin.at/ireds3/page.php?P=77>. Aktualisierungsdatum: 03.03.2010.

IMMOBILIEN MAGAZIN (Hrsg.): *Gegenüberstellung des G-REITs und des österreichischen Nominal-Genussrechts*. [Format: PDF, Zeit: 03.03.2010, Adresse: http://www.immobilien-magazin.at/bilder/G-Reit1_Online.pdf].

IR BETEILIGUNGSVERWALTUNGSGESELLSCHAFT MBH & CO AVENIR E KG:
Informationsmemorandum. Wien, 2009.

JOHANNING, Lutz: *Offene Immobilienfonds aus Perspektive der Wissenschaft*. In: BVI (Hrsg.): *Symposium "Offene Immobilienfonds 2009"*. Wiesbaden, 2009.

KARL, Peter: *Entwicklung des offenen Immobilienfonds in Österreich*. Unveröffentlichtes Manuskript (Interview). Wien, 2010.

KIFF, John; MILLS, Paul: *Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets*. International Monetary Fund, Working Paper WP/07/188, 2007.

KNEBEL, Andreas; SCHMIDT, Thomas: *Rechtliche und steuerliche Aspekte von REITs im internationalen Vergleich – REITs in den USA, Frankreich, Großbritannien und Deutschland*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

KNOFLACH, Barbara A.: *G-REITs im Vergleich mit offenen und geschlossenen Immobilienfonds*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

KOK, Nils; EICHHOLTZ, Piet: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*. Paris, 2008 [Format: PPT, Zeit: 28.01.2010, Adresse: <http://www.uli.org/~media/Documents/Events/Conferences/Europe/Paris/Paris2008/EUREIT%20ppt.ashx>].

KOK, Nils; EICHHOLTZ, Piet: *The EU REIT and the Internal Market for Real Estate*. Maastricht, 2007 [Format: PDF, Zeit: 28.01.2010, Adresse: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1081198].

KOTTMANN, Bernd; WEBELER, Rolf-Moritz; WICHMANN, Ralph: *Börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften*. In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

LEIBOLD, Stefan: *Entwicklung der Immobilienaktien in Deutschland*. In: SCHÄFER, Jürgen (Hrsg.): *REITs. Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick. Aufbau und Management. Investitionen in REITs. Praxisleitfaden*. München: Verlag C.H. Beck oHG, 2007.

LEIBOLD, Stefan; NASS, Patrick: *Recent REIT structures in Europe: France, Germany and the UK*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

LOYENS & LOEFF (Hrsg.): *Immobilien Bulletin*. Frankfurt, 2007 [Format: PDF, Zeit: 03.02.2010, Adresse: <http://www.loyensloeff.com/nl-NL/News/Publications/Newsletters/Immobilien/Bulletin%20September%203%202007.PDF>].

MANTLER, Hans Christian: *Genussrechte als Instrument der Unternehmensfinanzierung*. In: SCHRAGL, Markus; STEFANER, Markus (Hrsg.): *Handbuch Genussrechte. Steuerliches Planungsinstrument, rechtliche und bilanzielle Rahmenbedingungen*. Wien: Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., 2010.

MARSCHNER, Ernst: *Steuerliche Sonderfragen bei Genussrechten im außerbetrieblichen Bereich*. In: SCHRAGL, Markus; STEFANER, Markus (Hrsg.): *Handbuch Genussrechte. Steuerliches Planungsinstrument, rechtliche und bilanzielle Rahmenbedingungen*. Wien: Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., 2010.

MATZEN, Frank J.; SCHÄFERS, Wolfgang; TRÜBESTEIN, Michael: *Aspekte der Unternehmensbewertung von G-REITs*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

MAURER, Raimond; SEBASTIAN, Steffen; STEPHAN, Thomas G.: *Immobilienindizes im Portfolio-Management*. Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt/Main, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Working Paper Series, No. 52, 2000.

MPC: *Alle Immobilien auf einen Blick*. http://www.mpc-capital.at/contell/cms/server/mpc-capital_at/Produkte/Immobilienfonds/Track_Record.html. Aktualisierungs-datum 13.01.2010.

MUELLER, Glenn R.: *What will the Next Real Estate Cycle Look Like?* In: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 2 (2002), S. 115-125.

NACK, Ulrich: *Direkte vs. indirekte Immobilienanlagen*. In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

NAREIT (Hrsg.): *REIT Industry Fact Sheet. September 2009*. [Format: PDF, Zeit: 03.11.2009a, Adresse: <http://www.reit.com/Portals/0/PDF/RW0909.pdf>].

NAREIT (Hrsg.): *Historical REIT Industry Market Capitalization: 1971-2008*. <http://www.reit.com/IndustryDataPerformance/MarketCapitalizationofUSREITIndustry/tabid/85/Default.aspx>. Aktualisierungsdatum: 10.11.2009b.

OPITZ, Gerhard: *Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds*. In: SCHULTE, Karl-Werner; ACHLEITNER, Ann-Kristin; SCHÄFERS, Wolfgang; KNOBLOCH, Bernd (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Banking*. Köln: Rudolf Müller GmbH & Co. KG, 2002.

ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK (Hrsg.): *Fakten zu Österreich und seinen Banken*. Wien, 2009 [Format: PDF, Zeit: 30.12.2009, Adresse: http://www.oenb.at/de/img/3_fakten_final_de_lang_v011209_tcm14-138276.pdf].

PÄSLER, Rüdiger H.: *REITs aus Sicht des BVI: Investmentfonds als beste Lösung*. [Format: PDF, Zeit: 16.02.2009, Adresse: http://privatkunden.union-investment.de/analysewissen/wissen/experteneck/6f7e6436f2e72f44b8914fad27b7a9f2.0.0/pa_if_132005.pdf].

PEHM, Nadja: *Markt- und Angebotsanalyse von fondsgebundenen Lebens- und Rentenversicherungen in Österreich*. Wien: Universität Wien, Dipl. 2003.

PEHM, Nadja: *US Subprime: „The rise and fall“ – eine kritische Analyse der US-Hypothekenmarktkrise*. Regensburg: Universität Regensburg, Seminararbeit 2007.

PFNÜR, Andreas: *Betriebliche Immobilienökonomie*. Heidelberg: Physica-Verlag, 2002.

PFNÜR, Andreas; ARMONAT, Stefan: *Desinvestment von Unternehmensimmobilien unter besonderer Berücksichtigung der Vermarktungsmöglichkeiten*. Universität Hamburg, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Arbeitsbereich Öffentliche Wirtschaft, Arbeitspapier Nr. 32, 2004.

PILZ, Gerald: *Immobilienaktien und REITs. Investmentchancen für Anleger*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2007.

PRAMERICA REAL ESTATE INVESTORS (DEUTSCHLAND) GMBH (Hrsg.): *TMW Immobilien Weltfonds verlängert Aussetzung der Anteilrücknahme um bis zu neun Monate – Auszahlpläne werden bedient*. München, 2009. [Format: PDF, Zeit: 06.01.2010, Adresse: <http://www.weltfonds.de/img/8bd48bc0bedfb3c77eb7aec0c2ad7f99bbb5b28bbfb5a48bc9b7b27bc9b680ddc3a7af8689ae73bec1b9b7c679a7b287c4c47799bbcb9486.pdf>].

PUHL, Oliver: *Anforderungen an einen erfolgreichen Börsengang*. In: SCHÄFER, Jürgen (Hrsg.): *REITs Real Estate Investment Trusts. Marktüberblick, Aufbau und Management, Investitionen in REITs, Praxisleitfaden*. München: Verlag C.H.Beck oHG, 2007.

PWC (Hrsg.): *Worldwide REIT Regimes Country Summaries*. Berlin, 2008.

PwC (Hrsg.): *Belgian and Dutch REIT going cross-border in the light of the European fundamental freedoms. Benelux real estate insights Issue 1 – November 2009.*

Amsterdam, 2009 [Format: PDF, Zeit: 03.02.2010, Adresse:

<http://www.pwc.com/gx/en/asset-management/publications/benelux-real-estate-insights.html>].

PROBST, Christian; SEDLACEK, Günther: *Österreichische Investmentfonds werden wieder vermehrt nachgefragt.* In: ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK (Hrsg.): *Statistiken. Daten & Analysen.* Ausgabe Q4/09. Wien, 2009.

REBITZER, Dieter W.: *Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestition sowie Immobilieninvestoren.* In: SCHÄFER, Jürgen; CONZEN, Georg: *Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen.* München: Verlag C.H. Beck oHG, 2005.

REHRING, Christian; SEBASTIAN, Steffen: *Diversifikationseffekte durch Investitionen in G-REITs.* In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts.* Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

REITUP: *Morgenluft.* No. 4 (2009), S. 10-15.

ROLAND BERGER (Hrsg.): *REITs – Chancen für den deutschen Immobilien- und Finanzmarkt.* Frankfurt, 2006 [Format: PDF, Zeit: 22.02.2010, Adresse: http://www.rolandberger.com/media/pdf/rb_press/RB_Reits_D_20060927.pdf].

ROSENHAIN, Thomas: *Reits können offene Immobilienfonds nicht ersetzen.* Frankfurt, 2006 [Format: PDF, Zeit: 30.12.2009, Adresse: http://www.bvi.de/de/bibliothek/sonstige_veroeffentlichungen/offene_immobilienfonds/paesler_spk030206/paesler_spk_030206.pdf].

ROTTKE, Nico B.; SCHLUMP, Patrick: *Strategieentwicklung.* In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement.* Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

SCHÄFERS, Wolfgang; HELLER, Norbert J.; KÖRNER, Jan; PUHL, Oliver: *Erfolgsfaktoren beim Börsengang von German Real Estate Investment Trusts (G-REITs)*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

SCHÄFERS, Wolfgang; KOHL, Nicolas; SCHULTE, Karl-Werner: *Corporate Governance bei Real Estate Investment Trusts*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

SCHÄFERS, Wolfgang; KOHL, Nicolas; SCHULTE, Karl-Werner: *Wertorientierte Steuerung von G-REITs*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

SCHNECK, Ottmar: *Wird die Bedeutung der G-REITs für die Finanzierung von Unternehmen unterschätzt?* Tübingen, 2007 [Format: PDF, Zeit: 15.01.2009, Adresse: http://www.schneck-rating.de/uploads/media/Artikel_Bedeutung_der_G-Reits__Magazin_Kredit_und_Rating_Praxis__06-2007_.pdf].

SCHOELLERBANK: *Steuerbroschüre 2009*. <http://www.schoellerbank.at/home/notes/Content/attachment/G2D84FE/Steuerbroschuere.pdf>. Aktualisierungsdatum: 21.08.2010.

SCHULTE, Karl-Werner; HOLZMANN, Christoph: *Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie*. In: SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie. Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.

SCHULTE, Karl-Werner; SCHÄFERS, Wolfgang: *Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin*. In: SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie. Band I. Betriebswirtschaftliche Grundlagen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008.

SEB ASSET MANAGEMENT AG (Hrsg.): *Pressemitteilung*. http://www.sebassetmanagement.de/de/presse/pressebereich/pressearchiv/pressearchiv-einzelansicht/news/seb_immoinvest_verlaengert_aussetzung_der_anteilscheinruecknahme/cHash/faaa92b65d20dc76753621c3468ef9a0/. Aktualisierungsdatum: 06.01.2010.

SEBASTIAN, Steffen: *Liquidationstransformation durch Immobilien-Investmentgesellschaften. Theoretische Fundierung und Implikationen für Gestaltung von Immobilienfonds in der Praxis*. Johann-Wolfgang-Goethe-Universität Frankfurt/Main, Lehrstuhl für Investment, Portfolio Management und Alterssicherung, Arbeitspapier, 2003.

SEBASTIAN, Steffen: *Real Estate Finance*. Vorlesung Universität Regensburg, Lehrstuhl der International Real Estate Business School, 2007.

SEDLACEK, Günther: *Die Entwicklung von Immobilienaktien im Aktienportfeuille österreichischer privater Haushalte von 1999 bis 2007*. In: ÖSTERREICHISCHE NATIONALBANK (Hrsg.): *Statistiken Q2/08*. Wien, 2008.

SIEBEL, Rudolf: *Immobilienaktien / REITs: Die Assetklasse der Zukunft*. Frankfurt, 2005 [Format: PDF, Zeit: 30.12.2009, Adresse: http://www.bvi.de/de/bibliothek/sonstige_veroeffentlichungen/offene_immobilienfonds/invesco_vortrag/reits_folien_rs051004.pdf].

SOTELO, Ramon: *Immobilien-Anlageprodukte im Vergleich*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008a.

SOTELO, Ramon: *Märkte für Immobilienanlagen und Immobiliennutzungen*. In: SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie. Band IV. Volkswirtschaftliche Grundlagen*. München: Oldenbourg Wissenschaftsverlag GmbH, 2008b.

SPARKASSEN IMMOBILIEN AG (Hrsg.): *s-IMMO Invest*. http://www.sparkassenimmobilienag.at/s_IMMO_Invest/sPortal.portal?_windowLabel=LABEL_MENU&_urlType=action&LABEL_MENU_zz=85446.75355550095&LABEL_MENU_pc=2&LABEL_MENU_sh=f0faedc1630469fcf0d1bf0aaa282d6&cci=Channels/Unternehmen/SC/strategie_pg.akp&desk=simmoag_de_0786&&navigationLink=TRUE&menu_navigationId=nav_gd_s20Immo20Invest.xml&menu_chronicleId=09002ee280205a4b&navigationId=nav_gd_s20Immo20Invest.xml. Aktualisierungsdatum: 03.03.2010.

STATISTIK AUSTRIA: *Räumliche Angaben über Österreich. Flächennutzung 2005*. http://www.statistik.at/web_de/dynamic/Common/019492. Aktualisierungsdatum: 12.01.2010.

STATISTIK AUSTRIA: *Arbeitsmarktstatistik. 3. Quartal 2009. Mikrozensus-Arbeitskräfteerhebung*. [Format: PDF, Zeit: 13.01.2010, Adresse: http://www.statistik.at/web_de/statistiken/arbeitsmarkt/erwerbstaetige/index.html].

STEINBACH, Martin: *REITs an der Deutschen Börse – Zulassung und Folgepflichten*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

TPA HORWATH: *Immobilien-Service. Die Besteuerung unbeweglichen Vermögens in Österreich*. Wien, 2010.

TRÖGER, Marcus: *Wertorientierter Ansatz zur Optimierung von Unternehmensimmobilien*. Nürtingen-Geislingen, Hochschule für Wirtschaft und Umwelt, Dipl. 2008.

THOMAS, Matthias; WELLNER, Kirstin: *Diversifikation nach Nutzungsarten und Regionen*. In: SCHULTE, Karl-Werner; THOMAS, Matthias (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2007.

UBS (Hrsg.): *UBS Real Estate verlängert Aussetzung der Rücknahme der Anteilscheine*. Frankfurt, 2009. [Format: PDF, Zeit: 06.01.2010, Adresse: http://www.ubs.com/1/ShowMedia/globalam/gre/europe/germany/news/archive?contentId=167007&name=20090424_verlaengerung.pdf].

VÄTH, Arno: *Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT. Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle '98*. Köln: Immobilieninformationsverlag Rudolf Müller GmbH & Co. KG, 1999.

VGF (Hrsg.): *Offizielle VGF Marktzahlen 2008*. [Format: PDF Zeit: 13.01.2009, Adresse: http://www.vgf-branchenzahlen.de/fileadmin/VGF_Marktzahlen/Uebersicht_Grafiken/VGF%20Marktzahlen%202008%20Auswahl%20Grafiken.pdf].

VGF (Hrsg.): *Pressemitteilung*. [Format: PDF Zeit: 13.01.2009, Adresse: http://www.vgf-branchenzahlen.de/fileadmin/VGF_Marktzahlen/Uebersicht_Grafiken/PM_Marktzahlen.pdf].

VOLCKENS, Hans Volckert: *First experience with the new REIT structure in Germany: tips and pitfalls*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008a.

VOLCKENS, Hans Volckert: *Synthetische REIT-Strukturen im Vergleich zum G-REIT*. In: BONE-WINKEL, Stephan; SCHÄFERS, Wolfgang; SCHULTE, Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Real Estate Investment Trusts*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008b.

VÖIG (Hrsg.): *Österreichischer Immobilien-Investmentfondsmarkt – Historisch*. [Format: XLS Zeit: 06.01.2009a, Adresse: http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/x17E57ACB3C8CD9DDC1257545004EECBB].

VÖIG (Hrsg.): *Wie werden österreichische Investmentfonds besteuert?*

http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/xFBDF06144A449F17C12574F3006A53A4. Aktualisierungsdatum: 06.01.2009b.

VÖIG (Hrsg.): *Qualitätsstandards der österreichischen Immobilien-*

Investmentfondsbranche. [Format: PDF Zeit: 06.01.2009c, Adresse: [http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/xD7AF1DF51C554887C1257547125CB90A/\\$file/2009%20Qualitätsstandards%20Immobilien-Investmentfondsbranche.pdf](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/xD7AF1DF51C554887C1257547125CB90A/$file/2009%20Qualitätsstandards%20Immobilien-Investmentfondsbranche.pdf)].

VÖIG (Hrsg.): *Gegenüberstellung des Bundesgesetz über Immobilien-Investmentfonds*

zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 69/2008a. [Format: PDF Zeit: 06.01.2009, Adresse:

[http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1256E3F0003792B/$file/ImmoInvFG_Gegen%C3%BCberstellung_de_e)

[40BC58C3C7C1256E3F0003792B/\\$file/ImmoInvFG_Gegen%C3%BCberstellung_de_e](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1256E3F0003792B/$file/ImmoInvFG_Gegen%C3%BCberstellung_de_e)
[n_69_2008.pdf](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1256E3F0003792B/$file/ImmoInvFG_Gegen%C3%BCberstellung_de_e)].

VÖIG (Hrsg.): *Bundesgesetz über Immobilien-Investmentfonds zuletzt geändert durch das*

Bundesgesetz BGBl. I Nr. 69/2008b. [Format: PDF Zeit: 06.01.2009, Adresse:

[http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1256E3F00037924B/$file/Immobilien-Investmentfondsgesetz%20BGBl.69-2008.pdf)

[256E3F00037924B/\\$file/Immobilien-Investmentfondsgesetz%20BGBl.69-2008.pdf](http://www.voeig.at/voeig/internet_3.nsf/sysPages/33874F40BC58C3C7C1256E3F00037924B/$file/Immobilien-Investmentfondsgesetz%20BGBl.69-2008.pdf)].

WAGNER, Alexander: *Sonderfragen im Zusammenhang mit Personengesellschaften*. In:

SCHRAGL, Markus; STEFANER, Markus (Hrsg.): *Handbuch Genussrechte. Steuerliches*

Planungsinstrument, rechtliche und bilanzielle Rahmenbedingungen. Wien: Linde Verlag

Wien Ges.m.b.H., 2010.

WELLNER, Kirstin: *Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems. Zur*

Optimierung von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios. In:

PELZL, Wolfgang (Hrsg.): *Reihe: Immobilienmanagement. Band 3*. Norderstedt: Books

on Demand, 2003.

WELT ONLINE (Hrsg.): *Fondskrise treibt REIT-Aktienplan an*. Berlin, 2004 [Format: PDF, Zeit: 29.12.2009, Adresse: http://www.welt.de/print-welt/article348216/Fondskrise_treibt_REIT_Aktienplan_an.html].

WELT ONLINE (Hrsg.): *CA Immo stellt Pläne für deutschen REIT auf den Prüfstand*. Berlin, 2007 [Format: PDF, Zeit: 01.03.2010, Adresse: http://www.welt.de/welt_print/article1437485/CA_Immo_stellt_Plaene_fuer_deutschen_Reit_auf_den_Pruefstand.html].

WIENER BÖRSE (Hrsg.): *Richtlinien für den IATX*. Wien, 2007 [Format: PDF, Zeit: 18.01.2010, Adresse: <http://www.indices.cc/static/cms/sites/indices/media/de/pdf/download/rules/richtlinien-iatx.pdf>].

WIENER BÖRSE (Hrsg.): *Indexzusammensetzung*. <http://www.indices.cc/indices/details/iax/composition/>. Aktualisierungsdatum: 20.01.2010a.

WIENER BÖRSE (Hrsg.): *Chart*. <http://www.indices.cc/indices/details/iax/chart/>. Aktualisierungsdatum: 20.01.2010b.

WIESNER, Werner: *Vorliegen von Nominal- oder Substanzgenussrechten*. In: RWZ Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen 2006/41, Heft 5 (2006), S. 138-139.

WIRTSCHAFTSBLATT (Hrsg.): *Neuer Zweitmarkt für geschlossene Fonds*. Wien, 2007. <http://www.wirtschaftsblatt.at/archiv/267521/index.do>. Aktualisierungsdatum: 15.01.2010.

WIRTSCHAFTSBLATT (Hrsg.): *Bank Austria startet dreifache Immo-Offensive*. Wien, 2009. <http://www.wirtschaftsblatt.at/home/oesterreich/branchen/392157/index.do>. Aktualisierungsdatum 14.01.2010.

WIRTSCHAFTSBLATT (Hrsg.): *Erste Bank scheitert mit Prag-Immofonds*. Wien, 2010. <http://www.wirtschaftsblatt.at/home/boerse/bwien/404509/index.do>. Aktualisierungsdatum: 17.01.2010.

WM-AG (Hrsg.): *Der Markt*. Wien, 2009a [Format: PDF, Zeit: 14.01.2010, Adresse: http://www.wm-ag.at/downloads/wmag_dermarkt.pdf].

WM-AG (Hrsg.): *Unternehmenspräsentation*. Wien, 2009b [Format: PDF, Zeit: 14.01.2010, Adresse: <http://www.wm-ag.at/downloads/wmagunternehmenspraesentation.pdf>].

WM-AG (Hrsg.): *I. WM-AG Expertentag*. Wien, 2009c [Format: PDF, Zeit: 14.01.2010, Adresse: http://www.wm-ag.at/downloads/wmag_expertentag.pdf].

WUNDERLICH, Anabel: *EU-REIT. Future or Fiction*. Saarbrücken: VDM Verlag Dr. Müller Aktiengesellschaft & Co KG, 2009.

ZELL, Samuel: *REIT history in the US: a look at Equity Office Properties Trust*. In: ROTTKE, Nico B. (Hrsg.): *Handbook Real Estate Capital Markets*. Köln: Immobilien Manager Verlag IMV GmbH & Co. KG, 2008.

Ich habe mich bemüht, sämtliche Inhaber der Bildrechte ausfindig zu machen und ihre Zustimmung zur Verwendung der Bilder in dieser Arbeit eingeholt. Sollte dennoch eine Urheberrechtsverletzung bekannt werden, ersuche ich um Meldung bei mir.

8. ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
ABS	Asset Backed Securities
AFM	Authority for the Financial Markets
AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
Art.	Artikel
ATX	Austrian Traded Index
BIP	Bruttoinlandsprodukt
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CITA	Corporate Income Tax
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
d.h.	das heißt
DIMAX	Deutscher Immobilien Aktien Index
DSCR	Debt Service Cover Ratio
E&G DIMAX	Ellwanger & Geiger Deutscher Immobilien Aktien Index
ELO	European Landowners' Organization
EOI	Effective Exchange of Information
EPF	European Property Federation
EPRA	European Public Real Estate Association
EStG	Einkommenssteuergesetz
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EU-REIT	European Real Estate Investment Trust
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FBI	Fiscale Beleggingsinstelling
ff.	fortfolgende (Seiten)
FMA	Finanzmarktaufsicht
FTSE	Financial Times Stock Exchange
GBP	Great Britain Pounds

GDP	Gross Domestic Product
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
G-REIT	German Real Estate Investment Trust
GPR	Global Property Research
GuV	Gewinn und Verlustrechnung
HMRC	Her Majesty's Revenue & Customs Department
IATX	Immobilien Austrian Traded Index
iHv	in Höhe von
ImmoInvFG	Immobilien-Investmentfondsgesetz
inkl.	inklusive
ITL	Investment Trust Law
JPY	Japanischer Yen
J-REIT	Japanese Real Estate Investment Trust
KES _t	Kapitalertragssteuer
KG	Kommanditgesellschaft
KÖSt	Körperschaftssteuer
LPM	Lower Partial Moment
LPT	Listed Property Trust
max.	maximal
MBS	Mortgage Backed Securities
mind.	mindestens
Mio.	Million(en)
MIT	Managed Investment Trust
Mrd.	Milliarde(n)
NAREIT	National Association of Real Estate Investment Trusts
NAV	Net Asset Value
OIF	offener Immobilienfonds
OPCI	Organismes de placement collectif dans l'immobilier
p.a.	per annum
PID	Property Income Dividend
QRS	Qualified REIT Subsidiaries
REIT	Real Estate Investment Trust
REIT-G	Real Estate Investment Trust-Gesetz

RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
RX	REIT-Auswahlindex
S.	Satz/Seite
SIIC	Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées
TEGoVA	The European Group of Valuers' Associations
UK-REIT	United Kingdom
ULI	Urban Land Institute Europe
UPREIT	Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust
USA	Vereinigte Staaten von Amerika (United States of America)
usw.	und so weiter
vgl.	vergleiche
VÖIG	Vereinigung Österreichischer Investmentgesellschaften
Z	Ziffer(n)/Zahl(en)
z.B.	zum Beispiel

9. ANHANG

Anhang 1: Top-Fonds: Offene Immobilienfonds international

Fondsname	Perf. 3 Jahre	Perf. 1 Jahr	Perf. 5 Jahre	Outperf. 3 Jahre	TER	Vola 36 Mon.	Sharpe 36 Mon.	Treynor 36 Mon.
grundbesitz europa	23,39	3,34	30,19	27,34	0,69	3,43	1,18	0,15
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	19,60	4,80	35,80	23,48	1,17	1,21	2,48	-0,13
CS Property Dynamic	17,69	4,75	*	20,17	1,20	0,36	5,76	1,03
CS Real Estate Fund Interswiss	17,63	7,46	*	20,61	0,76	1,51	1,47	0,35
hausInvest europa	16,54	3,96	21,46	19,16	0,69	0,62	2,90	0,19
KanAM grundinvest Fonds	15,82	4,13	28,10	18,29	0,99	0,83	1,89	0,30
Unilmmo: Deutschland	15,65	2,96	17,93	18,38	0,67	1,68	0,94	0,08
KanAM US-grundinvest Fonds	15,08	2,60	30,00	17,66	0,73	0,66	2,09	-0,93
Deka-ImmobilienGlobal	14,58	3,68	23,55	17,70	0,90	0,62	2,22	-1,16
Unilmmo: Global	14,05	3,51	23,38	16,55	0,86	0,77	1,37	0,14
UBS (D) Euroinvest Immobilien Fonds	13,92	-0,20	24,11	21,10	0,68	0,88	2,67	-0,34
TMW Immobilien Weltfonds	13,87	2,56	*	16,78	0,86	0,89	1,26	0,15
SEB ImmoInvest	13,84	4,05	22,78	16,59	0,60	0,67	1,59	-0,22
grundbesitz global	13,80	2,48	25,61	16,32	0,69	1,15	0,86	-0,12
Unilmmo: Europa	13,32	3,25	17,46	16,12	0,66	0,81	1,14	0,25
hausInvest global	13,26	1,83	21,89	15,62	1,04	1,16	0,68	0,10
DEGI International	12,87	2,89	21,41	15,55	1,12	0,68	1,13	-0,12
UBS (D) 3 Kontinente - Immobilien	12,86	1,92	21,68	15,34	0,94	0,91	0,77	-0,22
Real Invest Austria	12,82	3,02	21,91	14,77	0,86	0,53	1,02	0,68
CS Euroreal	12,60	3,53	19,87	15,37	0,70	0,22	3,18	0,99
WestInvest InterSelect	12,60	2,41	*	14,70	0,76	0,80	0,64	-0,06
DEGI Global Business	12,57	1,54	*	19,33	0,66	2,76	0,67	-0,45
Deka-ImmobilienEuropa	12,57	2,96	19,55	15,62	0,74	0,67	1,16	0,12
AXA Immosolutions	12,45	2,42	*	14,40	0,63	1,25	0,34	-0,04

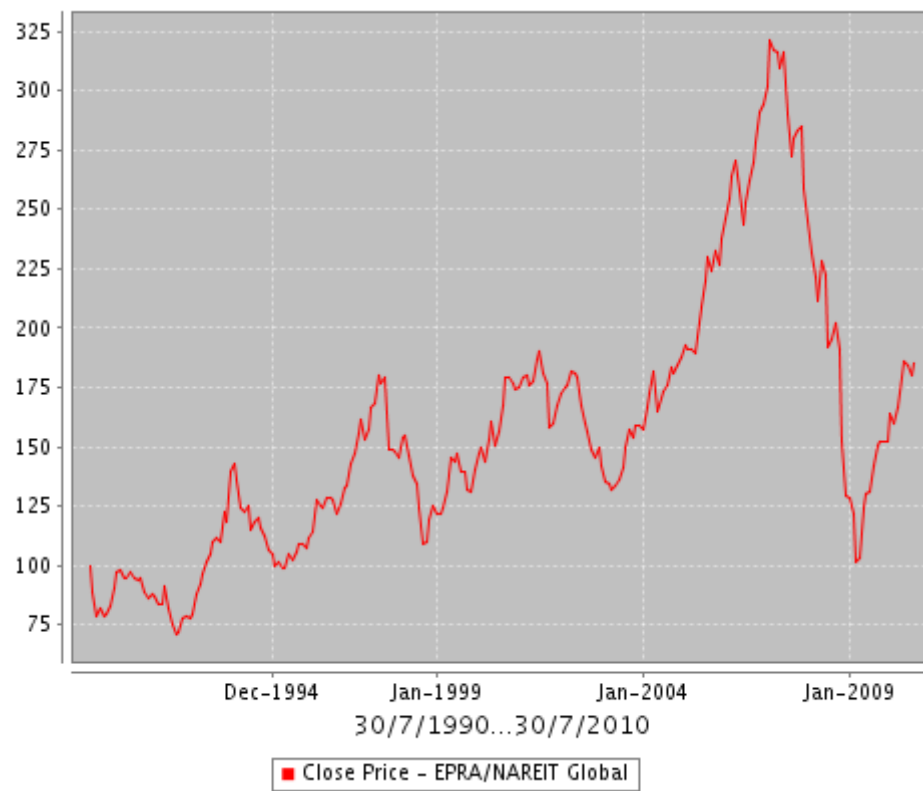
Quelle: Finance & Ethics Team (2009), S. 13.

Anhang 2: Titelliste des E&G DIMAX

E&G-DIMAX Stand:		08.01.10			
Gesellschaft	BLP	Schlusskurs Vortag	Marktkapitalisierung	Hoch	Tief
		PX LAST	CUR_MKT_CAP	HIGH_52WEEK	LOW_52WEEK
1st Red AG (ehem. Stilwerk AG)	SXL GR Equity	2,15	43.000.000	2,69	0,60
A.A.A. AG Allg. Anlagenverwaltung vormals Seilwollf AG von 1890	AAA GR Equity	1,85	34.547.410	2,15	1,00
Adler Real Estate AG	ADL GR Equity	0,60	9.300.000	1,03	0,50
AGROB AG	AGR GR Equity	9,20	33.972.370	12,50	6,00
AIG International Real Estate AG	ARE GR Equity	8,28	34.845.520	12,70	6,22
Austria Office AG	AOX GR Equity	8,03	450.240.000	8,60	2,88
Alta Fides	AL4 GR Equity	12,00	77.550.000	16,10	10,00
AMIRA Verwaltungs AG	VWK GR Equity	486,01	38.783.600	589,00	460,00
Anterra AG	ANT1 GR Equity	3,10	10.416.000	4,10	1,85
Areal Immobilien und Beteiligungs-AG	KNS GR Equity	0,55	590.850	0,70	0,05
Ariston Real Estate AG	A3E GR Equity	1,82	15.691.000	3,68	1,60
AVW Immobilien AG	AV7 GR Equity	1,80	21.933.600	3,20	1,75
Bastfaserkontor AG	BFK GR Equity	1.200,00	11.376.000	1700,00	1200,00
Bauverein zu Hamburg	BVH GR Equity	3,40	81.200.650	3,49	1,51
BBi Bürgerliches Brauhaus Immobilien AG	BBi GR Equity	10,08	53.820.000	12,00	4,50
Berliner AG f. Beteiligungen	BFI GR Equity	1.800,00	28.800.000	2000,00	1800,00
Colonia Real Estate AG	KBU GR Equity	4,81	136.038.800	5,20	1,93
CR Capital Real Estate AG	CRZ GR Equity	1,15	16.950.000	2,15	0,78
CWI Real Estate AG	CW6 GR Equity	5,00	13.750.000	11,61	4,28
Design Bau AG	D2B GR Equity	2,64	13.675.200	3,10	1,84
Deutsche Beamtenvorsorge Immobilienholding AG	DVU GR Equity	0,04	231.245	0,14	0,00
Deutsche Euroshop AG	DEQ GR Equity	25,00	952.118.700	25,25	18,66
Deutsche Grundstücksauktionen AG	DGR GR Equity	11,00	17.600.000	13,55	8,90
Deutsche Immobilien Holding AG	DEG1 GR Equity	1,62	113.400.000	2,00	0,89
Deutsche Real Estate AG	DRE2 GR Equity	1,50	28.815.080	4,90	1,00
Deutsche Wohnen AG	DWNI GR Equity	7,54	617.686.800	10,04	4,24
DIC Asset AG	DAZ GR Equity	9,19	266.852.500	9,95	2,55
DR Real AG	DOL GR Equity	0,44	3.920.377	0,87	0,31
Estavis AG	ETS GR Equity	1,67	13.688.030	2,60	1,19
Fair Value REIT AG	FVI GR Equity	4,80	45.623.370	5,40	2,78
Francono West	4FR GR Equity	0,96	31.680.000	1,63	0,80
Franconofurt AG ehemals FRIMAG	FFM GR Equity	3,50	29.488.800	3,83	2,77
GAG Gemeinnütz. AG f. Wohnungsbau Köln	GWK3 GR Equity	24,00	446.472.000	25,25	12,82
GAGFAH	GFJ GR Equity	7,09	1.626.436.000	8,05	2,20
GBWAG Bayerische Wohnungs-AG	GWB GR Equity	15,80	862.680.000	17,85	8,20
GERMANIA-EPE AG	BSG GR Equity	3,33	6.660.000	4,79	1,00
GRETA Immobilien AG	GTL GR Equity	0,13	2.906.250	0,49	0,08
Grüezi Immobilien AG	GRP GR Equity	4,90	12.000.000	12,36	3,85
GWB Immobilien AG	7GB GR Equity	2,13	13.833.000	2,70	1,00
HAHN-Immobilien-Beteiligungs-AG	H4I GR Equity	2,05	25.404.000	4,25	1,20
Hamborner AG	HAB GR Equity	8,06	185.347.800	8,84	5,30
Hasen-Immobilien AG	ABH GR Equity	59,95	26.889.600	81,30	56,00
Haus & Heim Wohnungsbau-AG	HUH GR Equity	1.600,00	18.620.000	3700,00	1600,00
HELMA Eigenheimbau AG	H5E GR Equity	7,35	19.318.000	8,91	1,60
Hilf Hanseatische Immobilien Invest AG	H1I GR Equity	2,24	6.160.000	3,03	1,50
IC Immobilien AG	I7O GR Equity	3,70	10.024.000	6,10	2,40
IFM Immobilien AG	IFM GR Equity	8,02	73.958.500	8,58	4,52
IMW Immobilien AG	GARY GR Equity	10,00	164.666.700	17,40	6,50
Incity Immobilien	IC8 GR Equity	11,00	28.737.500	11,50	4,55
Informica Real Invest AG	IDE GR Equity	1,08	9.266.950	1,30	0,62
IVG Immobilien AG	IVG GR Equity	5,86	732.060.000	9,96	3,28
KWG Kommunale Wohnen AG	BIW GR Equity	4,74	42.914.000	5,00	2,11
MAGNAT Real Estate Opportunities GmbH & Co.KG	M5RK GR Equity	3,84	20.313.600	5,30	2,50
Nymphenburg Immobilien-AG	LBN GR Equity	259,00	145.547.600	387,00	242,00
OAB Osnabrücker Anlagen- und Beteilig.-AG	OAB GR Equity	0,48	240.000	0,78	0,24
Orco Germany	O5G GR Equity	0,68	30.725.940	2,04	0,15
Patrizia Immobilien AG	P1Z GR Equity	3,24	167.337.300	4,25	1,10
POLIS AG	PQL GR Equity	9,90	106.310.600	10,61	5,26
PRIMAG AG	P9R GR Equity	0,82	3.569.000	1,52	0,72
Rathgeber AG	WJR GR Equity	2.100,00	132.300.000	2100,00	1723,00
RCM Beteiligungs AG	RCM GR Equity	1,56	22.230.000	1,73	1,16
Real2 Immobilien AG (ehem. GIVAG)	GIVA GR Equity	0,40	2.778.750	0,60	0,35
Rücker Immobilien AG	RUC GR Equity	1,25	4.709.185	1,49	1,00
Schlossgartenbau AG	SGB GR Equity	562,00	118.020.000	600,00	480,70
SEE Real Estate AG	SR8 GR Equity	5,20	6.755.265	5,38	3,30
Sinner AG	SIN GR Equity	14,80	25.752.000	18,90	13,24
SPAG St. Petersburg Immobilien und Beteil.-AG	PIB3 GR Equity	4,20	343.850	65,76	3,00
TAG Tegernsee AG	TEG GR Equity	4,56	151.401.000	5,06	1,12
VIB Vermögen AG	VIH GR Equity	6,45	108.656.700	6,97	2,84
Vivacon AG	VIA GR Equity	0,77	15.689.440	3,61	0,44
Westgrund	WEG1 GR Equity	1,29	12.073.600	2,48	1,13
Windsor AG	WIR GR Equity	1,60	14.776.110	2,13	1,21
Zucker & Co	ZUK GR Equity	0,40	71.668	1,70	0,01
			8.671.541.810		
Veränderung	30. Dez 2008	aktuell	%		
E&G-DIMAX	164,83	229,35	24,09		
Dax	4810,2	6041,72	25,60		

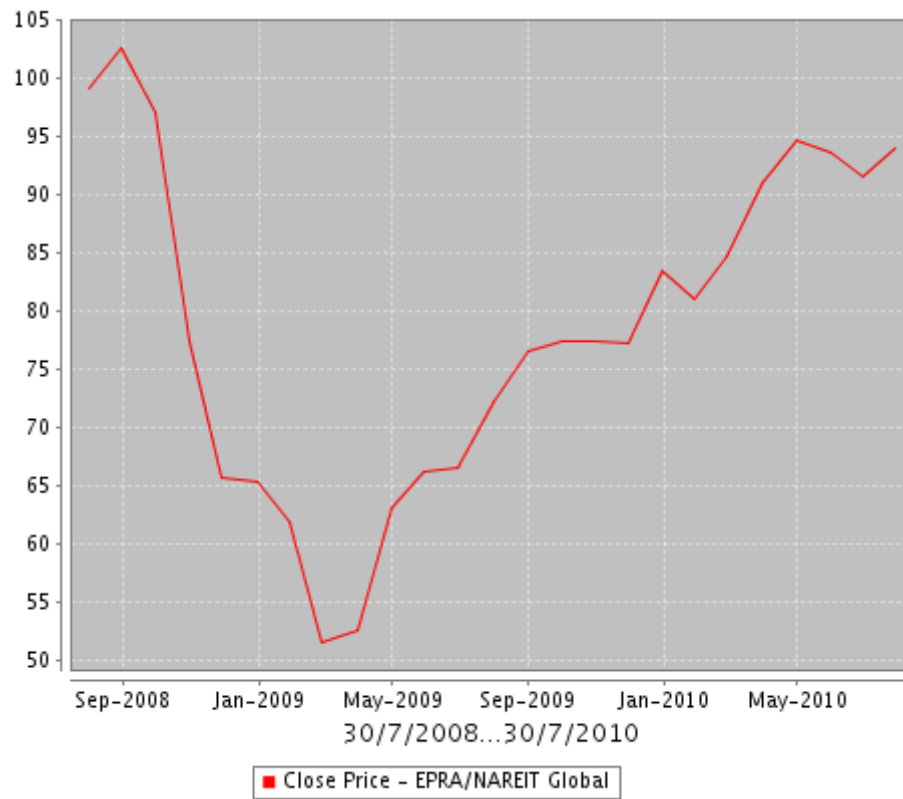
Quelle: Ellwanger & Geiger (2010a).

Anhang 3: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global
in den letzten 20 Jahren



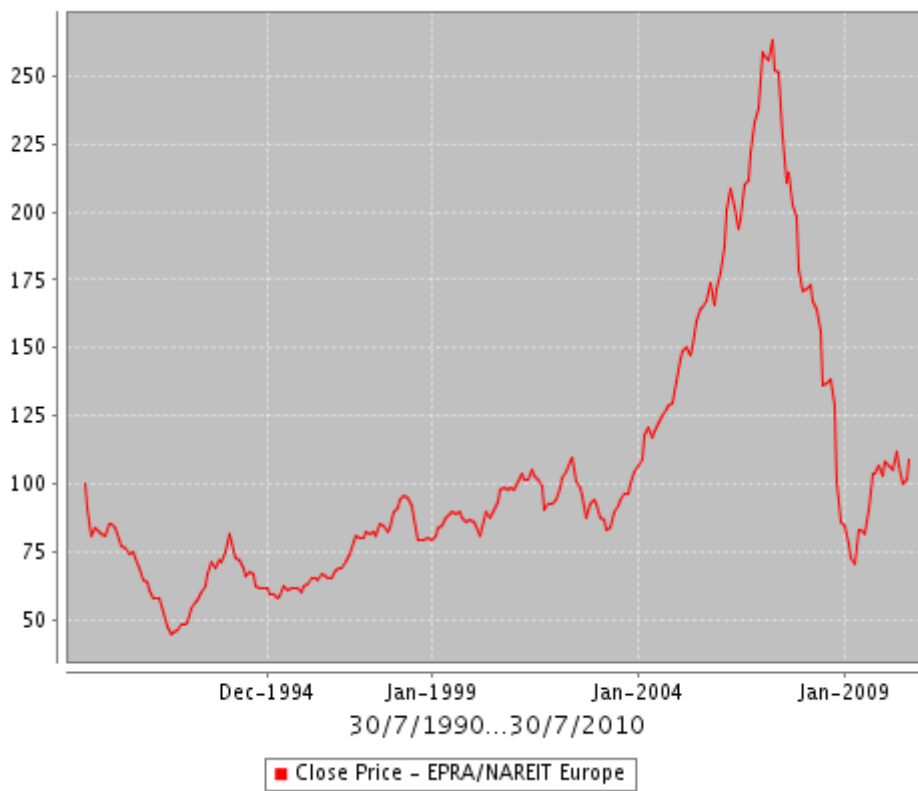
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 4: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global
in den letzten 2 Jahren



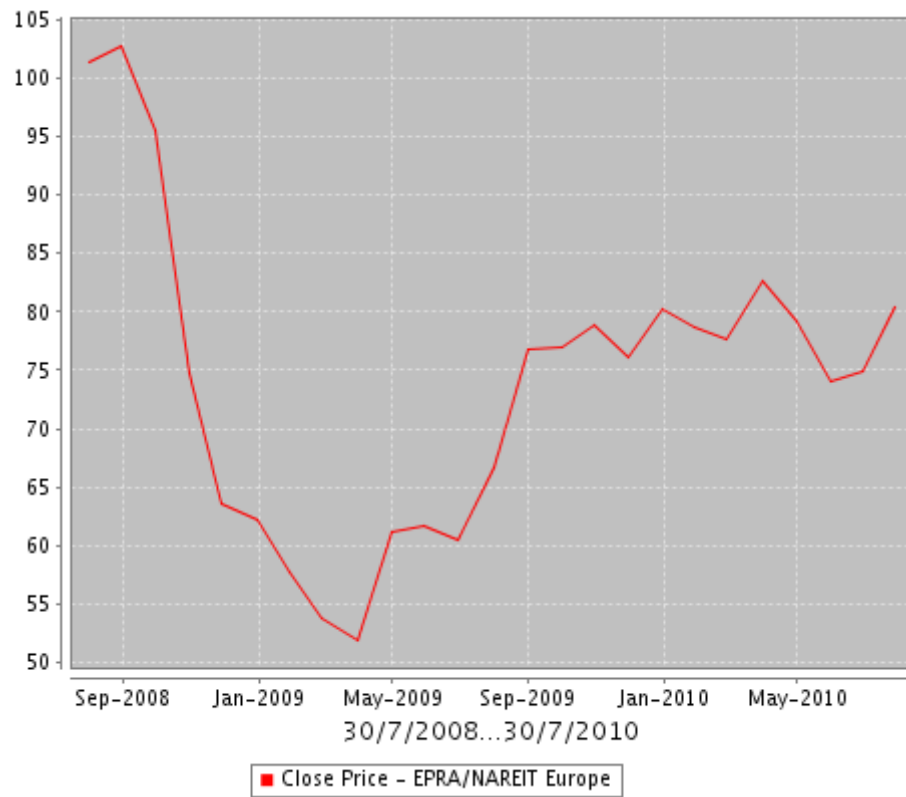
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 5: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe
in den letzten 20 Jahren



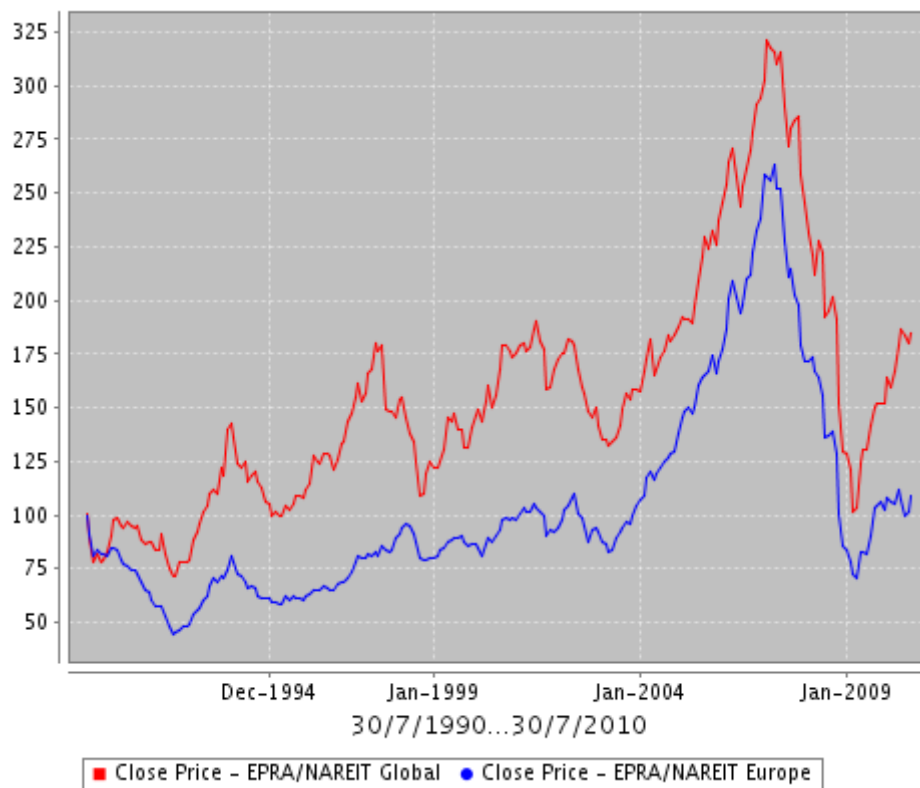
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 6: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe
in den letzten 2 Jahren



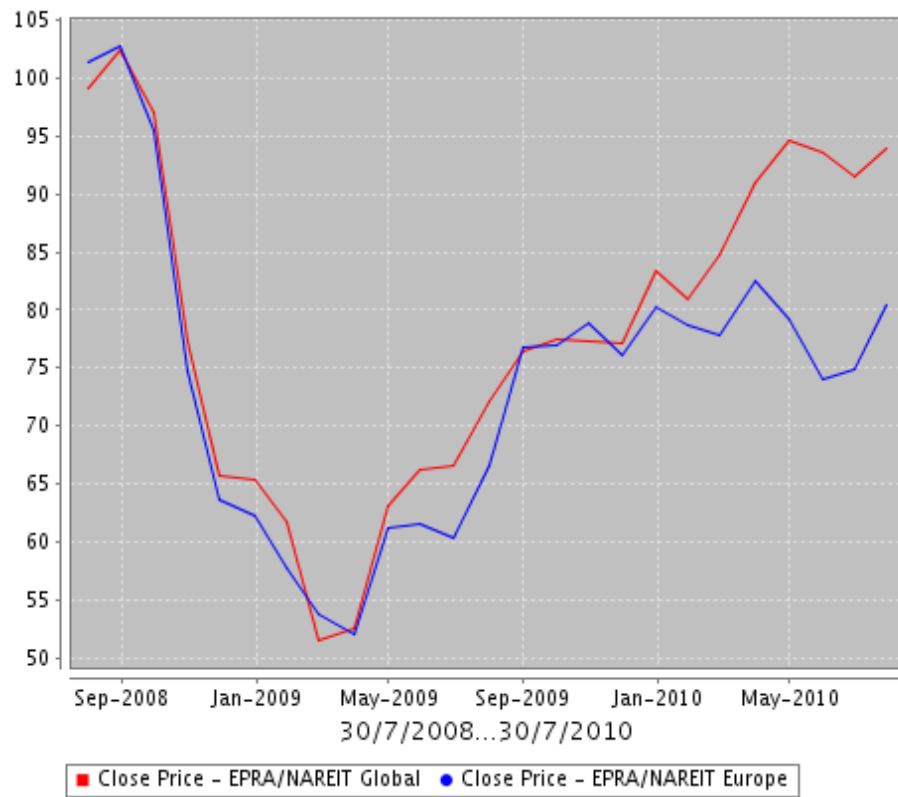
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 7: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global im Vergleich zum Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe in den letzten 20 Jahren



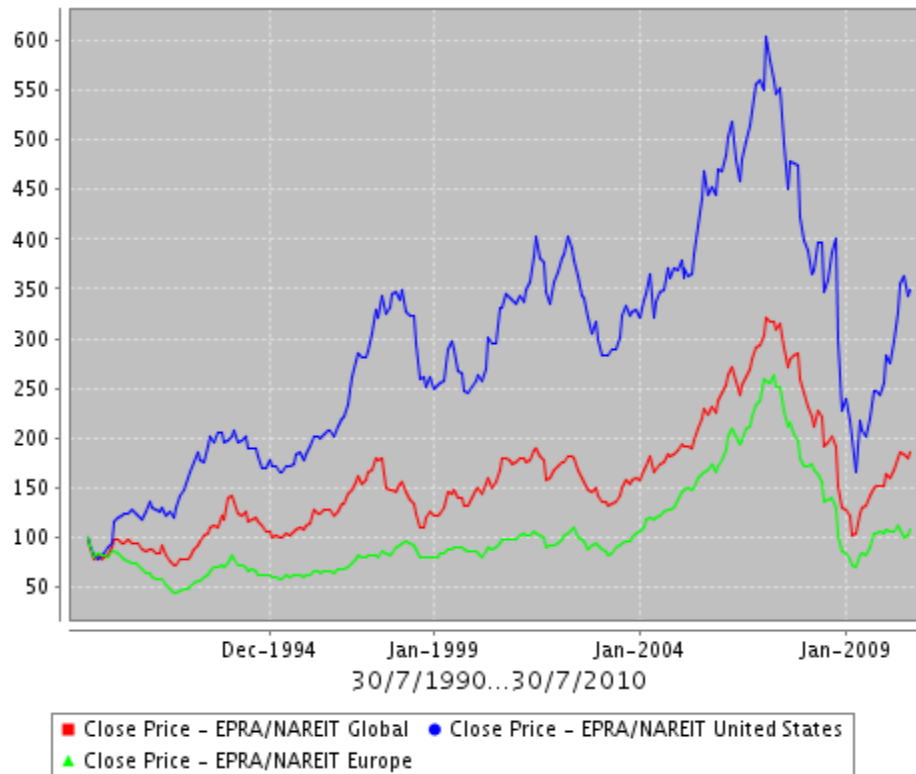
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 8: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global im Vergleich zum Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe in den letzten 2 Jahren



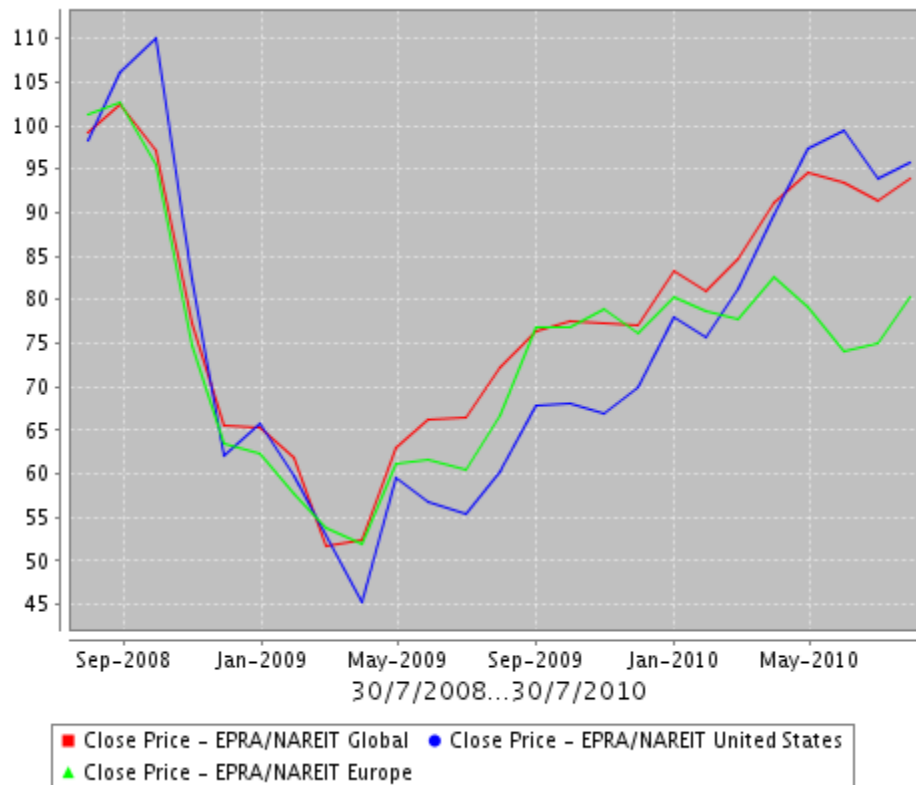
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 9: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global im Vergleich zum Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe und EPRA/NAREIT United States in den letzten 20 Jahren



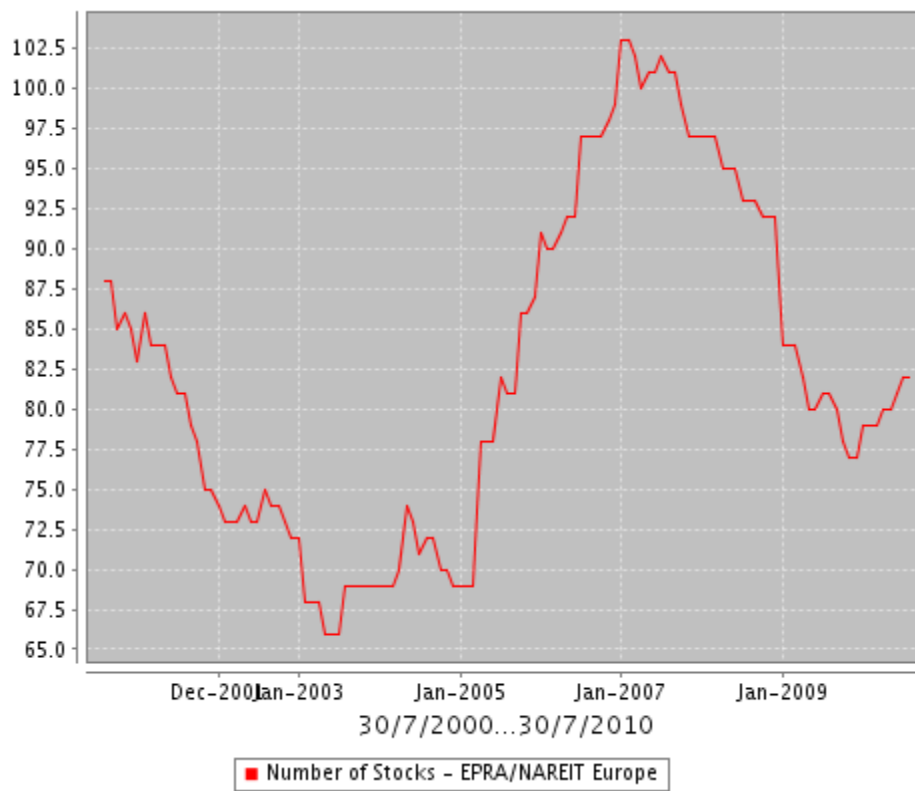
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 10: Entwicklung des Immobilienindex EPRA/NAREIT Global im Vergleich zum Immobilienindex EPRA/NAREIT Europe und EPRA/NAREIT United States in den letzten 2 Jahren



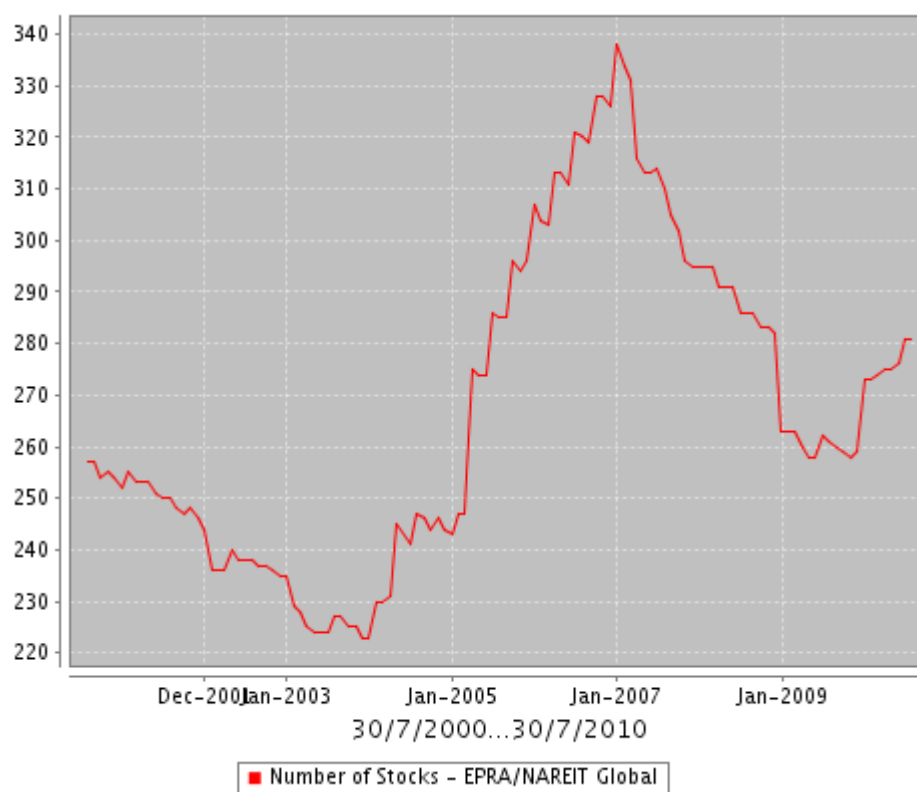
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 11: Entwicklung der Anzahl der Immobilienaktien des Immobilienindex
EPRA/NAREIT Europe in den letzten 10 Jahren



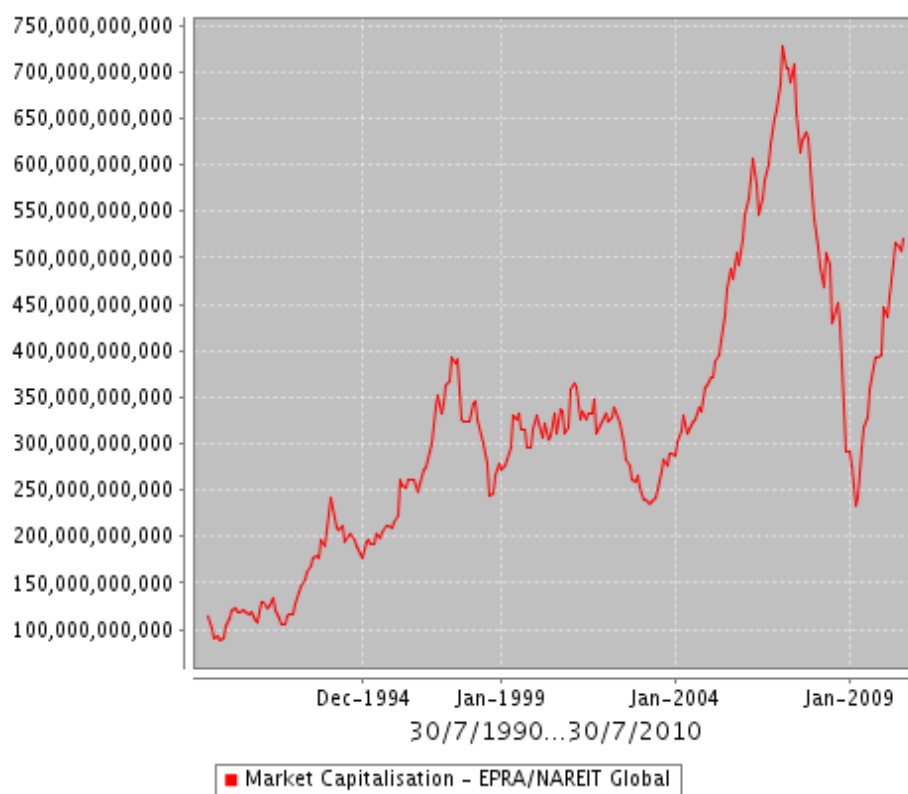
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 12: Entwicklung der Anzahl der Immobilienaktien des Immobilienindex
EPRA/NAREIT Global in den letzten 10 Jahren



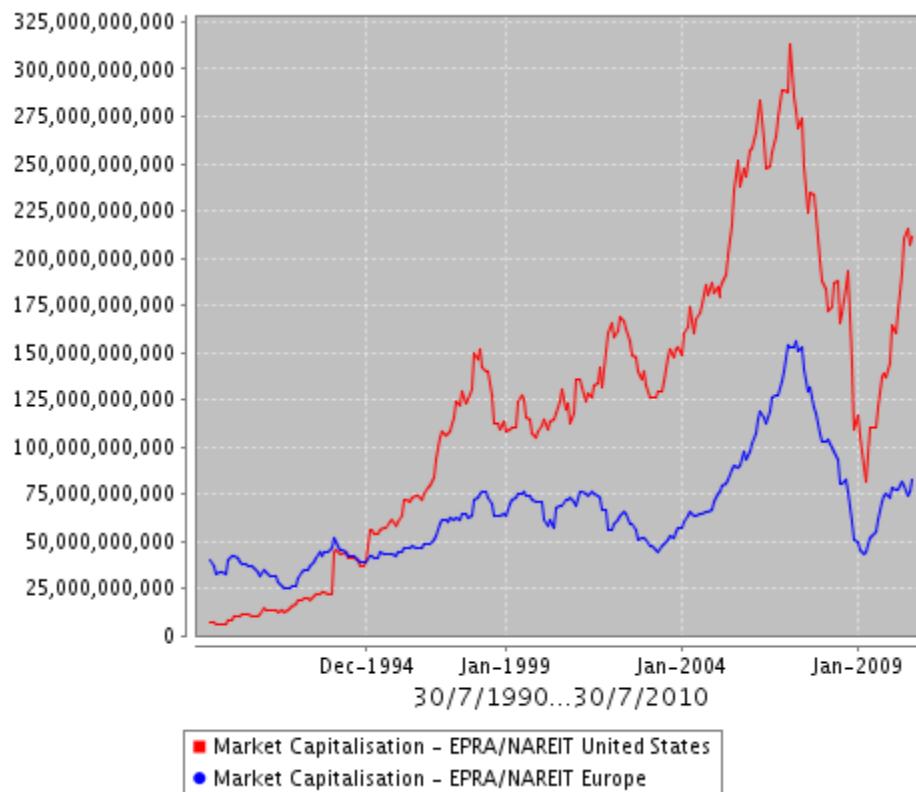
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 13: Entwicklung der Marktkapitalisierung des Immobilienindex EPRA/NAREIT
Global in den letzten 20 Jahren, in EUR



Quelle: EPRA (2010).

Anhang 14: Entwicklung der Marktkapitalisierung der Immobilienindizes
EPRA/NAREIT Europe und United States in den letzten 20 Jahren, in EUR



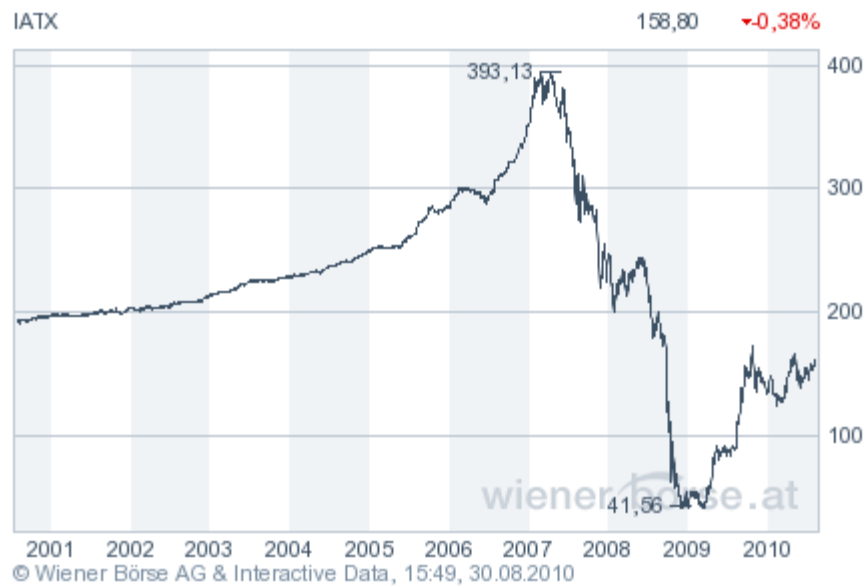
Quelle: EPRA (2010).

Anhang 15: Übersicht der Entwicklung der Immobilienindizes EPRA/NAREIT per Ende Juli 2010, in EUR

Index Description	Curr	Close Value 30-Jul	Div Yld (%) 30-Jul	Total Rtn (%) QTD	Total Rtn (%) Jul-10	Total Rtn (%) YTD	10 Yrs Vlty (%)
Global	EUR	2,025.57	3.94	3.05	3.05	15.60	18.55
Asia	EUR	1,595.16	3.72	1.53	1.53	9.69	20.05
Europe	EUR	1,904.69	4.59	7.08	7.08	3.72	18.56
North America	EUR	2,567.80	3.91	3.07	3.07	26.93	23.73
Global Ex Asia	EUR	2,312.73	4.08	4.06	4.06	19.84	21.02
Global Ex Europe	EUR	2,013.29	3.82	2.34	2.34	18.18	19.54
Global Ex North America	EUR	1,807.13	3.96	3.04	3.04	7.87	17.82
Asia	EUR	1,595.16	3.72	1.53	1.53	9.69	20.05
Pure Asia	EUR	1,681.05	3.28	1.25	1.25	9.35	20.52
Japan	JPY	1,691.41	3.14	2.04	2.04	- 8.48	29.01
Australia	AUD	1,253.87	7.06	0.98	0.98	- 1.49	17.29
Pure Australia	AUD	950.65	6.18	1.13	1.13	- 2.57	21.36
Hong Kong	HKD	2,413.18	2.43	8.63	8.63	- 1.05	31.02
Singapore	SGD	1,621.75	3.00	8.99	8.99	2.24	29.97
New Zealand	NZD	1,242.99	7.89	5.56	5.56	- 4.82	-NA-
Europe	EUR	1,904.69	4.59	7.08	7.08	3.72	18.56
Europe (Price Return)	EUR	1,255.34	-	6.95	6.95	- 0.09	18.44
Euro Zone	EUR	2,560.93	5.21	8.46	8.46	2.78	17.96
Euro Zone (Price Return)	EUR	1,556.59	-	8.44	8.44	- 1.95	17.84
Europe Ex UK	EUR	2,795.36	4.82	7.85	7.85	6.24	17.57
Europe Ex UK (Price Return)	EUR	1,727.37	-	7.83	7.83	1.60	17.46
Europe Liquid 40	EUR	1,853.24	4.69	7.85	7.85	3.91	18.98
Europe Liquid 40 (Price Return)	EUR	1,193.36	-	7.74	7.74	- 0.05	18.90
Europe Liquid 40 Ex UK	EUR	3,107.27	5.00	8.29	8.29	6.63	17.89
Europe Liquid 40 Ex UK (Price Return)	EUR	1,843.51	-	8.29	8.29	1.81	17.79
UK	EUR	1,083.19	4.16	5.64	5.64	- 0.62	23.27
UK (Price Return)	EUR	763.41	-	5.33	5.33	- 3.09	23.35
Netherlands	EUR	2,919.37	6.49	8.89	8.89	- 0.36	17.34
France	EUR	4,206.75	5.06	9.36	9.36	4.37	19.20
Austria	EUR	491.24	1.33	8.02	8.02	14.29	-NA-
Sweden	EUR	4,436.57	4.62	8.04	8.04	25.32	26.34
Germany	EUR	627.06	4.69	8.04	8.04	5.27	30.65
Switzerland	EUR	2,487.08	2.30	2.45	2.45	28.75	12.61
Belgium	EUR	2,003.60	7.36	4.17	4.17	1.50	12.73
Italy	EUR	1,486.71	2.73	2.23	2.23	- 2.76	29.14
Finland	EUR	3,154.94	3.26	12.19	12.19	4.49	27.70
UK	GBP	1,456.23	4.16	7.34	7.34	- 6.96	22.73
UK (Price Return)	GBP	1,026.31	-	7.02	7.02	- 9.27	22.82
Switzerland	CHF	2,123.72	2.30	5.72	5.72	18.31	12.63
Sweden	SEK	4,909.17	4.62	6.75	6.75	15.23	25.81
North America	USD	3,193.09	3.91	9.63	9.63	15.26	24.98
United States	USD	3,086.58	3.71	9.68	9.68	15.12	25.71
Canada	USD	5,083.71	5.86	9.18	9.18	16.62	20.75

Quelle: EPRA (2010).

Anhang 16: Entwicklung des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 10 Jahren (30.07.2000 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 17: Entwicklung des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren (30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 18: Entwicklung der Immofinanz AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren (30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 19: Entwicklung der CA Immobilien Anlage AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren

(30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 20: Entwicklung der CA Immo International AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren
(30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 21: Entwicklung der Sparkassen Immobilien AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren

(30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 22: Entwicklung der Eco Business Immobilien AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren

(30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 23: Entwicklung der Conwert Immobilien Invest SE als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren

(30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

Anhang 24: Entwicklung der Warimpex Finanz- und Bet. AG als Teil des österreichischen Immobilienindizes IATX in den letzten 2 Jahren (30.07.2008 – 30.07.2010), in EUR



Quelle: Wiener Börse (2010).

10. Zusammenfassung

Die Dissertation untersucht die Möglichkeit und das Bedürfnis einer Einführung von Real Estate Investment Trusts (REITs) in den österreichischen Immobilienkapitalmarkt. Hierbei wird auf die Vor- und Nachteile im Bezug auf die bereits bestehende Produktpalette des österreichischen Immobilienkapitalmarktes, wie offene und geschlossene Immobilienfonds und Immobilienaktien, eingegangen.

Die vorliegende Untersuchung beschäftigt sich mit dem Zeitraum 2008 bis 2010. Die immobilienwirtschaftliche Literatur hat sich dieser möglichen Positionierung von REITs in Österreich bisher wenig gewidmet. Diese Arbeit verfolgt daher das Ziel, einen Beitrag zur Diskussion rund um die besonderen Eigenschaften des REIT und dessen Bedeutung als eigenständiges Immobilienanlageprodukt zu leisten.

Die gewählte Methodik zur Bearbeitung der Fragestellung beinhaltet die Berücksichtigung von historischen Voraussetzungen, kombiniert mit aktuellen Bezügen, die die Themenwahl begründeten. Dabei wird ein pointierter Literaturquerschnitt gegeben, der sowohl Primär- als auch Sekundärliteratur sorgfältig beinhaltet. Die Voraussetzung für die Ergebnisse bildet die Herangehensweise aus drei verschiedenen Blickwinkeln – die Definition von REITs, die Abgrenzung zu weiteren Immobilienanlageprodukten und schließlich der Vergleich von führenden internationalen REIT-Strukturen. Es ist nicht Ziel der Arbeit, sich im Detail mit den in Österreich bestehenden Immobilienprodukten und deren aktueller Besteuerung zu beschäftigen.

Einleitend werden Erläuterungen zur Begriffsbildung und somit allgemeine Definitionen im Zusammenhang mit REITs gegeben. Hierbei wird auf die historische Entwicklung und die dadurch entstandenen internationalen vorherrschenden Charakteristika von REITs eingegangen.

Weiters wird eine Abgrenzung zu bestehenden Immobilienanlageprodukten durchgeführt, um den REIT gegenüber offenen Immobilienfonds, geschlossenen Immobilienfonds und Immobilienaktien zu positionieren. Diese Eingliederung in die Anlagemöglichkeiten am

Immobilienkapitalmarkt erfolgt im Kontext des deutschen Immobilienkapitalmarktes, da dieser die gesamte Palette der indirekten Immobilienanlageprodukte in sich vereint.

Der dritte Blickwinkel konzentriert sich auf bereits bestehende REITs-Märkte und vergleicht dazu die sieben bedeutendsten internationalen Strukturen: USA, Australien, Japan, Niederlande, Frankreich, Großbritannien und Deutschland. Die Abgrenzungen zwischen den verschiedenen Strukturen resultieren aus historischen, strukturellen, gesellschaftsrechtlichen und steuerrechtlichen Aspekten.

Die Schlussfolgerungen dieser drei Abschnitte werden anschließend unter dem Gesichtspunkt eines einheitlichen EU-REIT-Systems beleuchtet. Anknüpfend an diese länderübergreifende Makrofragestellung untersucht die Dissertation die Möglichkeit zur Einführung am Mikrostandort Österreich. Der Fokus wird dabei auf die Gegenüberstellung mit dem verbrieften Nominal-Genussrecht gelegt, das in Teilen seiner Funktion, wie z. B. der steuerlichen Transparenz für den Investor, einer REIT-Struktur ähnelt.

Während für andere Kapitalmärkte die steuerliche Transparenz des Produktes ein Hauptargument für die Einführung des REITs darstellte, bestünden bereits die Voraussetzungen für eine solche Transparenz in Österreich. Dieses innovative Moment für andere Länder gälte somit in Österreich in abgeschwächter Form. Andererseits stellt die vorliegende Arbeit aber eine Reihe von möglichen Vorteilen für den österreichischen Kapitalmarkt dar, die Investoren, Unternehmen und letztlich auch dem Staat nützen können.

Die Ergebnisse dieser Arbeit legen den Schluss nahe, dass die Einführung von REITs in den österreichischen Kapitalmarkt mit Emittenten, die hohes Vertrauen der Marktteilnehmer genießen, positive Impulse bringt, den Anleger im Sinne der Portfoliodiversifikation nützen und als eindeutiges Signal für den neuerlichen Aufschwung des Immobilienmarktes gesehen werden kann.

11. Abstract

This thesis examines the need for the introduction of Real Estate Investment Trusts (REITs) into the Austrian real estate market. It gives an overview about advantages and disadvantages of real estate investment products in Austria, such as open- or closed-end property funds or even real estate stocks.

The present paper deals with the years 2008 to 2010. A possible launch of REITs in Austria has received little attention in the literature on real estate. Therefore, the aim of this thesis is to add an input to the discussion on the special characteristics of REITs as well as its contribution as a separate real estate investment product in the Austrian real estate investment market.

On the one hand various historical data is combined with actual valuations of existing REITs structures. On the other hand this paper takes into consideration various primary and secondary sources on real estate in general. The following three main approaches were applied in order to achieve the results of the present research study: firstly, the definition of REITs itself; secondly, the distinction to other existing real estate investment products; and thirdly, the comparison of leading international REITs markets. This PhD thesis does not examine in detail the existing real Austrian real estate products and their current taxation.

In reference to the definition of REITs, this paper shows their historical development as well as the growth of different international REITs structures.

The situation of REITs within other competing real estate investment products is the most important part of the examination. The focus lies on the German real estate investment market which combines all relevant investment products in one single market: open-end and closed-end property funds, real estate stocks and REITs.

In addition, seven international main markets are compared with existing REITs markets: the USA, Australia, Japan, the Netherlands, France, the United Kingdom and Germany.

The differences between those structures are divided in historical, structural, company-law and tax-based characteristics.

Summarizing all different issues a general EU REITs system is discussed which aims to combine various European structures to enable one single structure. The thesis also shows the possibility to establish such a structure within the micro environment of Austria. It considers the reasons why investors should use REITs in Austria and which are not mainly based on fiscal advantages.

Implementing REITs in Austria requires issuers enjoying the highest level of trust. It could contribute not only to a better portfolio diversification for the investor but also to a positive development of the real estate investment segment in Austria.

Ultimately, the thesis stresses the fact that REITs can definitely be established in Austria under certain circumstances.

12. Lebenslauf

Wissenschaftlicher Werdegang:

seit 10/06

Universität Wien

Doktoratsstudium der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften,
Studienrichtung Internationale Betriebswirtschaft,

Forschungsgebiet Immobilien (Real Estate Investment Trusts,
Immobilienaktiengesellschaften, offene und geschlossene
Immobilienfonds),

Dissertation am Institut für Finanzwirtschaft mit dem Titel
*„Ist die Einführung eines österreichischen Real Estate Investment
Trusts für den inländischen Kapitalmarkt
sinnvoll ?“*, Betreuer: o.Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger

09/07 – 06/08

Universität Regensburg (Deutschland)

Institut für Immobilienwirtschaft

09/03 – 07/04

Université Paris Dauphine (Frankreich)

08/03

Diplomarbeit am Lehrstuhl für Finanzdienstleistungen mit dem
Titel *„Markt- und Angebotsanalyse der fondsgebundenen Renten-
und Lebensversicherungen in Österreich“*,

Betreuer: o.Univ.-Prof. Dr. Jörg Finsinger

10/99 – 01/05

Universität Wien

Diplomstudium der Internationalen Betriebswirtschaft,
Schwerpunkte Financial Services und Internationales Management

Beruflicher Werdegang:

seit 09/13

babymoments GmbH

Geschäftsführende Gesellschafterin

- Geschäftsgegenstand ist die Organisation, Betreuung und Begleitung von Babypartys bis hin zum 1. Geburtstag des Kindes und gleichzeitig der Verkauf von Dekorationsartikeln für diese Events (auch über den Webshop www.babymoments.at).

01/08 - 02/14

Erste Group Immorent AG

Account Manager Real Estate, International Large Corporates

- Akquisition und Betreuung von internationalen Großkunden und multinationalen Konzernen in den Ländern Deutschland, Polen, Tschechien, Slowakei, Ungarn, Ukraine, Russland, Slowenien, Kroatien, Serbien, Rumänien, Bulgarien.
- Prüfung von Projektunterlagen aus Sicht eines zukünftigen Eigentümers (Chancen und Risiken, Verwertbarkeit, Drittnutzung, Optimierungspotenzial, Bewertung Immobilie, etc.).
- Strukturierung von Finanzierungen im Bereich gewerblicher Immobilien unter Berücksichtigung risiko- und verwertungstechnischer, steuer- und rechtlicher Gesichtspunkte.

10/06 – 12/07

Meinl Success Finanz AG

Investmentberaterin

09/04 – 09/06

Bank Gutmann AG

Vorstandsassistentin, Teamleitung aller AssistentInnen

04/02 – 09/03

Fidelis Vermögensberatungs-GmbH

Selbständige Vermögensberaterin

02/01 – 04/02

SKE Unternehmensgruppe

Sonstiges:

Seminare: 05/10 Real Estate Evaluation advanced
01/09 Liegenschaftsbewertung
04/08 Bilanzinterpretation

06/98 Siegerin des österreichischen Bundesredewettbewerbes aller
höheren Schulen