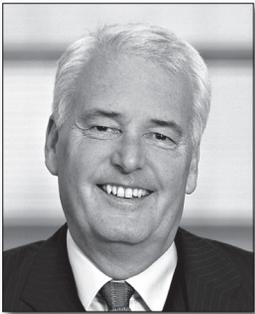


## Pro und Kontra

## G-REIT mit viel Potenzial

**Der deutsche REIT ist besser als sein Ruf, verteidigt der Autor das bislang kaum genutzte Investitionsvehikel. Zwar seien im Detail – wie dem Ausschluss von Wohnungsbeständen und den Streubesitz-Regeln – noch Nachbesserungen ratsam, doch bietet die börsennotierte Immobilienaktie mit Steuerprivileg für Bestandhalter und Investoren noch Potenziale, die bislang ungenutzt oder sogar unerkannt geblieben sind. Auch gegenüber der Politik sollte stärker betont werden, wie REITs den Wohnungsmarkt zusätzlich stabilisieren könnten, statt ideologische Grabenkämpfe zuzulassen. (Red.)**



**Dr. Oscar Kienzle,** Sprecher des Vorstands, IC Immobilien Holding AG, Unterschleißheim.

Das deutsche REIT-Gesetz ist nach seinem Inkrafttreten mit viel Kritik bedacht worden, und auch den schwachen Start des REIT-Segments in Deutschland hat man neben der Entwicklung der Kapitalmärkte gern den gesetzlichen Rahmenbedingungen angelastet. Dabei werden oft die bislang ungenutzten Potenziale übersehen, die REITs für den deutschen Kapital- und Immobilienmarkt bieten – und bei näherem Hinsehen erweist sich das deutsche REIT-Gesetz auch keineswegs als so schlecht, wie es mitunter dargestellt wird. Gewiss ließen sich einige Regelungen im Detail verbessern, zum Beispiel ist der Ausschluss von vor 2007 errichteten Wohnungsbeständen ein Geburtsfehler, der schnellstmöglich behoben werden sollte. Doch die Erfahrungen der beiden bislang bestehenden REITs zeigen, dass sich auf dieser Grundlage durchaus arbeiten lässt.

### Optimierungschancen

Wenn die Diskussion um eine Reform des REIT-Gesetzes nun nach der Bundestagswahl neu angefacht worden ist, dann sollte dies sicherlich genutzt werden, um Verbesserungen in den Punkten durchzusetzen, wo die bisherigen Regelungen noch nicht optimal den Erfordernissen in der Praxis entsprechen, etwa bei den Streubesitz-Regeln. Davon abgesehen, sollte die Diskussion

sich jedoch vor allem auch mit den spezifischen Vorteilen von REITs befassen, die bislang nur ansatzweise thematisiert und genutzt worden sind.

Gerade in diesem Zusammenhang ließen sich auch gute Gründe finden, um das unsinnige, weil rein ideologisch motivierte und sachlich kaum zu begründende Verbot von Bestandswohnungskäufen durch deutsche REITs aufzuheben. Um die Fragwürdigkeit dieser Regelung zu verstehen, muss man sich nur vergegenwärtigen, dass jeder Finanzinvestor auch mit sehr geringem Eigenkapitaleinsatz und womöglich auch nur sehr kurzfristig ausgerichteter spekulativer Investitionsstrategie sehr wohl Bestandswohnungen in Deutschland erwerben darf, was auch in größerem Umfang geschehen ist. Auch jedem ausländischen REIT stünde diese Möglichkeit offen – nur eben nicht den deutschen.

Dass der als Begründung für das Verbot bemühte Mieterschutz in Deutschland so umfassend gewährleistet ist wie sonst in kaum einem anderen Land und auch in keiner Weise davon abhängt, ob der Vermieter ein REIT, eine Privatperson oder eine kommunale Wohnungsgesellschaft ist, wurde bereits an anderer Stelle mehrfach thematisiert. Demgegenüber standen diejenigen Merkmale, die gerade einen REIT zum nahezu idealen langfristigen Wohnimmobilieninvestor machen, bisher kaum im Fokus.

Hier wäre zunächst einmal die Beschränkung von Portfolioumschichtungen auf maximal 20 Prozent innerhalb eines Jahres zu nennen, woraus sich indirekt für die von einem REIT gehaltenen Immobilien eine im Schnitt mindestens fünfjährige Haltedauer ergibt. Allein schon vor diesem Hintergrund ist nicht anzunehmen, dass REITs zu den „Schnelldrehern“ gehören würden, die Wohnungsbestände zum Zwecke kurzfristiger

Spekulationen erwerben und Erhaltungsinvestitionen, wenn überhaupt, dann allenfalls in Form oberflächlicher „Pinselsanierungen“ vornehmen. Vielmehr dürften REITs sich aus Mietersicht eher als relativ „sichere“ Eigentümer erweisen, die nicht zuletzt auch dank ihrer Eigenkapitalstärke über die nötigen Mittel verfügen, um Instandhaltungsinvestitionen wirklich im nötigen Umfang durchzuführen.

### Element zur Marktstabilisierung

Auch mit Blick auf die Kapital- und Immobilienmärkte – und gerade auch angesichts der Erfahrungen in der globalen Finanzkrise – sollten die Potenziale von REITs als marktstabilisierendes Element stärker als bisher in den Mittelpunkt gerückt werden. Ihre vergleichsweise hohe Eigenkapitalstärke und ihre typischerweise langfristig ausgerichtete Investitionsstrategie unterscheiden sie fundamental von zahlreichen anderen Marktakteuren. So haben viele Immobilien-Aktiengesellschaften derzeit mit Problemen zu kämpfen, die aus einer hohen Fremdfinanzierung resultieren. Dies wiederum erhöht – als ein wichtiger Einflussfaktor – auch die Volatilität ihrer Aktienkurse. Sind die Immobilienaktiva nur zu 50 Prozent fremdfinanziert, bewirkt eine zehnpromtente Veränderung der Immobilienwerte eine mindestens 20-prozentige Veränderung des Aktienkurses.

Da die Fremdfinanzierungsquote vielfach deutlich höher liegt, schlagen Marktwertveränderungen der Immobilien meist sogar wesentlich stärker auf den Aktienkurs durch. Zudem üben sie einen direkten Einfluss auf die operative Handlungsfähigkeit des Unternehmens aus, wenn dessen Eigenkapital sukzessive aufgezehrt wird. Derartige Effekte sind natürlich auch durch die sich aus dem REIT-Gesetz ergebende Mindest-Eigenkapitalquote von 45 Prozent nicht hundertprozentig auszuschließen, allerdings sind ihre Wahrscheinlichkeit und ihr Ausmaß dadurch von vornherein deutlich begrenzt. Mit einer solchen, sachlich fundierten Darstellung der Vorteile von REITs im Vergleich zu Immobilienunternehmen anderer Rechtsformen wäre dem deutschen REIT-Markt weit mehr gedient als mit einem anhaltenden Streit um ideologische Positionen. Denn der G-REIT ist nicht schlecht – seine Potenziale werden bislang nur noch nicht in vollem Umfang erkannt und genutzt.

## Ohne Korrektur keine Zukunft

In seiner aktuellen Struktur hat der deutsche REIT wohl keine Zukunft, prophezeit der Autor. Dabei stört ihn nicht nur das Verbot, in Wohnungsbestände investieren zu dürfen. Auch die Ausschüttungsvorgaben und die Einschränkung des Portfoliohandels würden Immobilien- und Aktieninvestoren die Lust auf REIT-Engagements verderben. Zudem leide die Attraktivität des Vehikels unter der Fragmentierung des europäischen REIT-Marktes. Als Lösung regt er einen harmonisierten Europa-REIT an, der grenzüberschreitende Immobilieninvestitionen beflügeln würde. (Red.)



**Johann Kowar**,  
Vorsitzender der  
geschäftsführenden  
Direktoren, conwert  
Immobilien Invest  
SE, Wien.

die Umwandlung in einen REIT ernsthaft in Erwägung zu ziehen. Jede Regulierung ist immer automatisch ein Eingriff in die unternehmerische Handlungsfreiheit. Kritisch zu sehen ist zum Beispiel die Mindest-Eigenkapitalquote für REITs. Eine sinnvollere Grenze wäre bei 30 Prozent.

### Handel unverzichtbar

Ein weiterer Aspekt, der insbesondere für Wohnungsgesellschaften stark nachteilig wirkt, ist die sehr eingeschränkt mögliche Immobilienhandelstätigkeit. Vor allem Wohnungsunternehmen generieren Gewinne weniger über die Mietrendite, sondern vielmehr über den Wertzuwachs der Immobilien. Diese Wertzuwächse können nur durch den regelmäßigen Verkauf des Wohnungsbestands realisiert werden. Es wäre daher sinnvoll, wenn Wohnungs-REITs jährlich 25 Prozent des Bestands verkaufen dürften.

Es ist auch nicht gut, dass ein REIT in Deutschland nur begrenzt an Projektentwicklungen beteiligt sein darf. Auch hier wird der Unternehmer in seiner individuellen Gestaltungsfreiheit beschnitten. Der Anleger soll durch diese Regel vor einem zu hohen Risiko bewahrt werden. Gleichzeitig kann diese Regel auch eine Renditeeinbuße für den Aktionär bedeuten, weil die Gesellschaft nur begrenzt in attraktive hochrentable Projektentwicklungen investieren darf. Hier sollte die Grenze deutlich angehoben werden.

### Dividendenkürzung ermöglichen

Kritisch ist auch zu sehen, dass ein REIT 90 Prozent des Gewinns als Dividende grundsätzlich ausschütten muss. Sicherlich bietet dies dem Aktionär auf der

einen Seite die Sicherheit stabiler und kontinuierlicher Erträge. Auf der anderen Seite kann dieser Zwang ein Unternehmen auch in eine existenzbedrohliche Situation manövrieren. Während einer Finanzkrise sind Unternehmen auf Liquidität angewiesen. Wenn nicht die Möglichkeit besteht, eine Dividende ausfallen zu lassen oder deutlich weniger als die 90 Prozent des Gewinns auszuschütten, um so die finanzielle Situation der Gesellschaft zu stabilisieren, kann dies verheerende Folgen für das Unternehmen haben.

Problematisch sind allerdings nicht nur die spezifischen Regulierungen in Deutschland, sondern auch die Tatsache, dass verschiedene europäische Länder unterschiedliche Regelungen für REITs haben. Hier ist eine europaweite Harmonisierung dringend erforderlich. Nur so kann eine europäische REIT-Kultur entstehen, die mit dem amerikanischen Markt vergleichbar ist. Dies würde auch die Attraktivität gegenüber internationalen Aktieninvestoren deutlich erhöhen und auf diese Weise internationales Kapital anlocken. Die unterschiedlichen gesetzlichen Regelungen in den einzelnen Ländern wirken aktuell jedoch eher abschreckend auf Investoren.

### Europäischer REIT gefragt

Um die Attraktivität des REIT-Segments zu erhöhen, reicht es nicht aus, in das Regelwerk aufzunehmen, dass auch in Bestandswohnungen investiert werden darf. Flankierend hierzu müssen einige Regulierungen gelockert oder ganz abgeschafft werden. Wichtig wäre zum Beispiel, dass REITs deutlich mehr als Immobilienhändler auftreten dürfen. Das ist vor allem für Wohnungsgesellschaften wichtig, die gerade in diesem Bereich den Großteil der Erträge erwirtschaften können.

Wenn diese Forderungen umgesetzt werden, wird Wohnungs-REITs eine reelle Chance gegeben. Anderenfalls wird der erhoffte Boom in diesem Segment ausbleiben. Zudem wäre es generell wünschenswert, wenn die europaweite Harmonisierung der zahlreichen REIT-Gesetzgebungen gelingen würde, um internationale Investoren stärker anzulocken.

Das aktuelle REIT-Gesetz in Deutschland muss dringend nachgebessert werden. Dabei ist es nicht allein damit getan, dass in Zukunft auch in Bestandswohnungen investiert werden darf. Das bisherige Gesetz ist in erster Linie auf Bestandshalter von Gewerbeimmobilien ausgerichtet, die sich über die Befreiung von der Körperschaft- und Gewerbesteuer freuen dürfen. Dies ist für viele dieser Unternehmen ein guter Grund, sich in einen REIT umzuwandeln.

Bei Wohnungsunternehmen verhält es sich anders. Die Wohnimmobilie ist auf der einen Seite zwar ein äußerst krisenresistentes Investment und daher aktuell bei Anlegern sehr beliebt, andererseits sind die Renditen im Schnitt nach Abzug der Finanzierungskosten geringer als im Gewerbebereich. Zudem gibt es bei Investitionen in Denkmalschutzimmobilien eine Sonderabschreibungsmöglichkeit, wodurch die Steuerlast weiter minimiert wird und häufig gegen Null läuft. Der steuerliche Vorteil des Wohnungs-REITs gegenüber einer herkömmlichen Wohnungs-AG wäre in der Realität unerheblich.

Aus diesem Grund ist es notwendig, dass einige Regulierungen im REIT-Gesetz entschärft oder ganz abgeschafft werden. Erst dann würden Wohnungsgesellschaften anfangen,