

Schriftenreihe

Financial Services Management

Herausgeberrat

Dr. Mathias Bopp, PricewaterhouseCoopers AG, Zürich

Prof. Dr. Wolfgang L. Brunner, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Prof. Dr. Notger Carl, Fachhochschule Würzburg-Schweinfurt

Prof. Dr. Michael Feucht, Hochschule Augsburg

Prof. Dr. Matthias Fischer, Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg

Prof. Dr. Roland van Gisteren, Hochschule der Sparkassen-Finanzgruppe, Potsdam

Dieter Hoffmann, Sparda-Bank Berlin eG, Berlin

Hon.-Prof. Dr. Ewald Judt, Wirtschaftsuniversität Wien

Prof. Dr. Hans-Rüdiger Kaufmann, University of Nicosia

Prof. Eckhard Klett, Hochschule Biberach

Dr. Thomas Lungkofler, LGT Treuhand AG, Vaduz

Dr. Hans-Joachim Massen, Bundesverband deutscher Banken, Berlin

Prof. Dr. Frank W. Mühlbradt, Fachhochschule Regensburg

Prof. Dr. Matthias Müller-Reichart, Fachhochschule Wiesbaden

Prof. Dr. Werner Nann, Fachhochschule für Technik und Wirtschaft Berlin

Dkfm. Josef Redl, P.S.K.-Versicherung AG, Wien

Prof. Dr. Franz J. Sartor, Fachhochschule Köln

Prof. Dr. Rudolf Stickler, Fachhochschule des bfi Wien

Prof. Dr. André Tomfort, Fachhochschule für Wirtschaft Berlin

Publikationen der Schriftenreihe:

Dennis Teuber:

Die Konsolidierung des deutschen Zeitungsmarktes.

Ist angelsächsisches Beteiligungskapital wirklich unausweichlich?

Financial Services Management, Bd. 1, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-095-0

Tim Keggenhoff:

Entscheidungsfaktoren für Immobilieninvestitionen in China

Financial Services Management, Bd. 2, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-096-7

Wiebke Merbeth:

Die private Studienfinanzierung in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 3, Berlin 2007, ISBN 978-3-89998-117-9

Andreas Monschein:

Regulatorischer Bedarf und regulatorische Möglichkeiten von Hedge-Fonds im internationalen Kontext

Financial Services Management, Bd. 4, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-125-4

Christoph Kopschina:

Interne Kundenorientierung in Theorie und Praxis am Beispiel einer regional tätigen Genossenschaftsbank

Financial Services Management, Bd. 5, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-138-4

Philipp Judt:

Einstellungen von KonsumentInnen zu biometrischen Authentifizierungsverfahren

Financial Services Management, Bd. 6, Berlin 2008, ISBN 978-3-89998-143-8

Matthias A. Bauer:

Steuerbegünstigte Real Estate Investment Trusts als neue Asset-Klasse in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 7, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-148-3

Daniel Kügler:

Islamic Finance. Neue Ansätze bei Immobilientransaktionen und deren Finanzierung in Deutschland

Financial Services Management, Bd. 8, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-156-8

Ronald Dietrich / Raik Kasch / Philipp Zühlke:

Immobilienrecht in der VR China. Due Diligence im Rahmen einer Investition

Financial Services Management, Bd. 9, Berlin 2009, ISBN 978-3-89998-161-2

Financial Services Management – Band 7

Matthias A. Bauer

**Steuerbegünstigte Real Estate Investment Trusts
als neue Asset-Klasse in Deutschland**

Bibliografische Information Der Deutschen Bibliothek

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.ddb.de> abrufbar.

Gedruckt auf holz- und säurefreiem Papier, 100 % chlorfrei gebleicht.

© Weißensee Verlag, Berlin 2009
Simplonstraße 59, 10245 Berlin
Tel. 0 30 / 91 20 7-100
www.weissensee-verlag.de
e-mail: mail@weissensee-verlag.de

Alle Rechte vorbehalten

Umschlagbild: Entwurf des Neubaus der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main
(© Stefan Laub, Wien, www.laublab.com)
Umschlagentwurf: Sascha Krenzin, Weißensee Verlag, Berlin

Printed in Germany

ISSN 1863-7663
ISBN 978-3-89998-148-3

Geleitwort

Matthias Bauer hat als Gegenstand seiner Untersuchung die Real Estate Investment Trusts gewählt. Zunächst erläutert er die Kapitalstruktur, die REIT-Kategorien und das Geschäftsmodell eines REIT im Vergleich zu offenen Immobilienfonds und geschlossenen Immobilienfonds. Er analysiert die gesellschaftsrechtlichen, die kapitalmarktrechtlichen, die ökonomischen und die steuerrechtlichen Aspekte von REITs. Danach werden das Risiko-Rendite-Profil aus Investorensicht analysiert und die Bewertungsmöglichkeiten eines REIT an zwei Fallbeispielen illustriert.

Herr Bauer kommt zum Ergebnis, dass der G-REIT zukünftig eine wichtigere Rolle spielen wird als heute. Derzeit haben zehn Unternehmen Interesse, den REIT-Status zu erlangen und weitere haben sich bereits als Vor-REIT registrieren lassen. Die REITs müssten Equity-Stories analog der US-REITs aufbauen, um nachhaltig das Vertrauen der Investoren zu gewinnen. Matthias Bauer hat mit seiner Arbeit eine umfassende und kritische Analyse des REIT-Marktes in Deutschland durchgeführt. Die Untersuchung schließt eine Lücke im Bereich der Publikationen zu Immobilieninvestments. Sie wurde an der Georg-Simon-Ohm-Hochschule Nürnberg mit einem Preis ausgezeichnet.

Nürnberg, im Herbst 2008

Prof. Dr. Matthias Fischer

3.2	Kapitalmarktrechtliche Aspekte	50
3.2.1	Vor-REIT	50
3.2.2	Börsenzulassung	51
3.2.2.1	Voraussetzungen	51
3.2.2.2	Beispiel: REIT-Segment der Deutschen Börse AG	52
3.2.3	Aktienstreuung	53
3.3	Ökonomische Aspekte	54
3.3.1	Kapitalstruktur	54
3.3.2	Portfoliostruktur	55
3.3.3	Ertragsstruktur	56
3.3.4	Gewinnverwendung	57
3.4	Steuerrechtliche Aspekte	58
3.4.1	Steuerbegünstigung der REIT-AG	58
3.4.2	Exit-Tax	60
4.	G-REIT aus Investorensicht	61
4.1	Besteuerung auf Gesellschafterebene	61
4.1.1	Natürliche Personen	61
4.1.2	Juristische Personen	64
4.2	Rendite-Risiko-Profil	66
4.2.1	Rendite	67
4.2.2	Risiko	71
4.2.3	Portfoliooptimierung	75
4.3	Liquidität	78
5.	G-REIT Valuation	81
5.1	Bewertungsunterschiede zu herkömmlichen Aktien	81
5.2	Bewertungsmethoden	83
5.2.1	Net Asset Value	83
5.2.2	Discounted Cash Flow Methode	84
5.2.3	Dividend Discount Model	87
5.3	Fallstudie: Bewertung der „Alstria Office REIT-AG“	87
5.3.1	Immobilienportfolio	91
5.3.2	Bewertung	92
5.3.3	Fazit	98

5.4	Fallstudie: Bewertung der „Fair Value REIT-AG“	98
5.4.1	Immobilienportfolio	102
5.4.2	Bewertung	104
5.4.3	Fazit	109
6.	Zusammenfassung und Ausblick	110
	Anhang	113
	Literaturverzeichnis	115
	Rechtsquellenverzeichnis	120

Abkürzungs- und Akronymverzeichnis

a.a.O.	am angegebenen Ort
AktG	Aktiengesetz
AnlV	Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungen (Anlageverordnung)
AOX	Alstria Office REIT-AG (Börsenkürzel)
APV	Adjusted-Present-Value
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs Berater
Bd.	Band
BGBI.	Bundesgesetzblatt
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BörsG	Börsengesetz
BörsZulV	Verordnung über die Zulassung von Wertpapieren zum regulierten Markt einer Wertpapierbörse (Börsenzulassungs-Verordnung)
BT-Drucks.	Bundtags-Drucksache
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CDAX	Composite Deutscher Aktienindex
CDU	Christlich Demokratische Union
CSU	Christlich Soziale Union
DAX	Deutscher Aktienindex
D.C.	District of Columbia
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividend Discount Model
Div.	Dividende
DJ	Dow Jones
DJ Industrial Av.	Dow Jones Industrial Average Index
DVFA	Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management
EBIT	Earnings before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EG	Europäische Gemeinschaft
erg.	ergänzte
EStG	Einkommensteuergesetz
et al.	et alii (und andere)
EU	Europäische Union
EV	Enterprise Value
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum

FFO	Funds From Operations
FTSE	Financial Times Stock Exchange
FVI	Fair Value Reit-AG (Börsenkürzel)
FWB	Frankfurter Wertpapierbörse
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GewSt	Gewerbesteuer
GewStG	Gewebesteuergesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
G-REIT	German Real Estate Investment Trust
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
HEV	Halbeinkünfteverfahren
HGB	Handelsgesetzbuch
Hrsg.	Herausgeber
HSBC	Hongkong and Shanghai Banking Corporation
IDW ES4	Institut der Wirtschaftsprüfer: Grundsätze ordnungsmäßiger Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen
IFRS	International Financial Reporting Standards
InvG	Investmentgesetz
InvStG	Investmentsteuergesetz
IPO	Initial Public Offering
IR	Investor Relations
ISIN	International Security Identification Number
i.V.m.	in Verbindung mit
IW	Institut der deutschen Wirtschaft Köln
KAGG	Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
KSt	Körperschaftsteuer
KStG	Körperschaftsteuergesetz
KWG	Kreditwesengesetz
Ldt.	Limited
ML	Merrill Lynch
MSCI	Morgan Stanley Capital International
n.a.	nicht angegeben
NAREIT	National Association of Real Estate Investment
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System
NAV	Net Asset Value
OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
OGAW	Organisation für gemeinsame Anlagen von Wertpapieren

o.J.	ohne Jahresangabe
o.O.	ohne Ortsangabe
o.V.	ohne Verfasser
p.a.	per annum
PE	Private Equity
Q	Quartal
qm	Quadratmeter
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz)
REPE	Real Estate Private Equity
RX-REIT	Real Estate Investment Trust Index der Deutschen Börse
S.à.r.l.	Société à responsabilité limitée
SIIC	Sociétés d'Investissements immobiliers cotées
SolZ	Solidaritätszuschlag
S.p.A.	Società per azioni (italienische AG)
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SWAT	Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats
S&P 500	Standard & Poor`s 500 (Aktienindex)
TRA	Tax Reform Act
UPREIT	Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust
USA	United States of America
V	Unternehmensgesamtwert
V(E)	Unternehmensgesamtwert bei vollständiger Eigenfinanzierung
wacc	weighted average cost of capital
WestLB	Westdeutsche Landesbank
WKN	Wertpapier Kennnummer
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Gliederung der Arbeit.....	17
Abbildung 2:	Marktkapitalisierung US-amerikanischer REITs.....	24
Abbildung 3:	Internationale REIT-Strukturen.....	24
Abbildung 4:	Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt.....	26
Abbildung 5:	Anzahl US-amerikanischer REITs.....	29
Abbildung 6:	REITs im Anlageuniversum.....	32
Abbildung 7:	Investmentgesetz.....	34
Abbildung 8:	Einkommensglättungseffekt.....	37
Abbildung 9:	Einflussforderung und -gewährung bei Projektentwicklungen.....	41
Abbildung 10:	Erlaubte Tätigkeiten eines G-REIT.....	46
Abbildung 11:	Phasen des Börsengangs.....	52
Abbildung 12:	Transparenzanforderungen der Börsen-Standards.....	53
Abbildung 13:	Steuerlicher Status der REIT-Tochtergesellschaften und Einkunftsarten.....	59
Abbildung 14:	Renditevergleich (USA).....	68
Abbildung 15:	Durchschnittliche Rendite (USA).....	69
Abbildung 16:	Dividendenrendite (USA).....	70
Abbildung 17:	Risikodefinition.....	71
Abbildung 18:	Klassifizierung von Immobilienrisiken.....	72
Abbildung 19:	Volatilitäten von US-REITs und anderen Anlageklassen.....	73
Abbildung 20:	Risikoadjustierte Gesamtrendite.....	74
Abbildung 21:	Rendite-Risiko-Spektrum.....	75
Abbildung 22:	Diversifikationseffekt (Multi-Asset-Portfolio USA).....	77
Abbildung 23:	Diversifikationseffekt (Fixed-Income-Portfolio USA).....	78
Abbildung 24:	DCF-Methoden im Überblick.....	85
Abbildung 25:	Unternehmensgeschichte der Alstria Office REIT-AG.....	88
Abbildung 26:	Aktienkurs der Alstria Office REIT-AG im Vergleich zum DAX.....	89
Abbildung 27:	Aktionärsstruktur Alstria Office REIT-AG.....	90
Abbildung 28:	Portfoliodiversifikation Alstria Office REIT-AG.....	92
Abbildung 29:	Zusammenführung der Ergebnisse Alstria Office REIT-AG.....	98
Abbildung 30:	Unternehmensgeschichte der Fair Value REIT-AG.....	99
Abbildung 31:	Aktienkurs der Fair Value REIT-AG im Vergleich zum DAX.....	100
Abbildung 32:	Aktionärsstruktur der Fair Value REIT-AG.....	101
Abbildung 33:	Roll-Up-Prozess.....	102
Abbildung 34:	Zusammenführung der Ergebnisse Fair Value REIT-AG.....	109
Abbildung 35:	Internationale REIT-Strukturen im Vergleich.....	113

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Deutsche Immobilienaktie.....	39
Tabelle 2:	Synopse der Anlageformen	42
Tabelle 3:	Klassifikation typischer Vermögensgegenstände	56
Tabelle 4:	Schema zur Ermittlung der Ausschüttungsverpflichtung	58
Tabelle 5:	Wettbewerbsvorteile durch Exit-Tax	60
Tabelle 6:	Berechnung der Gesamtsteuerbelastung – Natürliche Person 2008 ..	63
Tabelle 7:	Berechnung der Gesamtsteuerbelastung – Natürliche Person 2009 ..	64
Tabelle 8:	Berechnung der Gesamtsteuerbelastung – Juristische Person	66
Tabelle 9:	Renditekennzahlen deutscher REITs.....	70
Tabelle 10:	Korrelationskoeffizienten (USA).....	76
Tabelle 11:	Marktkapitalisierung und Streubesitz der G-REITs	79
Tabelle 12:	Liquiditätsmessung G-REITs.....	80
Tabelle 13:	Zusammenfassung der GuV-Rechnung von „Equity Residential“	82
Tabelle 14:	Berechnungsverfahren des NAV	83
Tabelle 15:	Berechnung des Free Cash Flow	86
Tabelle 16:	Stammdaten im Überblick – Alstria Office REIT-AG	89
Tabelle 17:	SWAT-Analyse der Alstria Office REIT-AG	91
Tabelle 18:	Bilanz der Alstria Office REIT-AG	93
Tabelle 19:	GuV-Rechnung der Alstria Office REIT-AG.....	93
Tabelle 20:	Ergebnisprognose der Alstria Office REIT-AG	94
Tabelle 21:	NAV-Berechnung Alstria Office REIT-AG.....	95
Tabelle 22:	Peer-Group Zusammenstellung der Alstria Office REIT-AG	96
Tabelle 23:	Peer-Group-Berechnung der Alstria Office REIT-AG.....	97
Tabelle 24:	Multiplikatoren-Berechnung der Alstria Office REIT-AG.....	97
Tabelle 25:	Stammdaten im Überblick – Fair Value REIT-AG	99
Tabelle 26:	SWAT-Analyse der Fair Value REIT-AG	101
Tabelle 27:	Gesamtportfolio der Fair Value REIT-AG	103
Tabelle 28:	Bilanz der Fair Value REIT-AG	104
Tabelle 29:	GuV-Rechnung der Fair Value REIT-AG	105
Tabelle 30:	Ergebnisprognose der Fair Value REIT-AG	106
Tabelle 31:	NAV-Berechnung Fair Value REIT-AG.....	107
Tabelle 32:	Peer-Group-Berechnung Fair Value REIT-AG	108
Tabelle 33:	Multiplikatoren-Berechnung Fair Value REIT-AG.....	108
Tabelle 34:	Berechnung der Gesamtsteuerbelastung – Natürliche Person 2008 ..	114

1. Einleitung

„Produktinnovationen und neue Vertriebswege müssen nachdrücklich unterstützt werden. Dazu wollen wir die Rahmenbedingungen für neue Anlageklassen in Deutschland schaffen. Hierzu gehören:

Die Einführung von Real Estate Investment Trusts unter der Bedingung, dass die verlässliche Besteuerung beim Anleger sichergestellt wird und positive Wirkungen auf Immobilienmarkt und Standortbedingungen zu erwarten sind [...]“

Koalitionsvertrag vom 11. November 2005

Die Vielfalt und Ausgestaltung von Finanzinstrumenten entscheiden unter anderem über die Attraktivität eines Kapitalmarktes und damit einhergehend, wie effizient die Transformation von Sparkapital in Investitionen vollzogen wird. Real Estate Investment Trusts (= REITs), tragen dazu bei, Vermögen in den Immobiliensektor zu lenken und sind ein weltweit bekanntes Finanzvehikel. Hierzulande wurden sie durch das Gesetz über „deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen“ vom 28. Mai 2007 rückwirkend zum 01. Januar 2007 eingeführt.

Als größter Immobilienmarkt Europas und drittgrößter der Welt bietet Deutschland zwar bereits die Möglichkeit indirekt in Grundbesitz zu investieren (beispielsweise mittels Immobilienfonds), jedoch hat sich die Bundesregierung bewusst entschieden, ein weiteres Kapitalmarktinstrument zu etablieren um den einheimischen Finanzplatz zu stärken.¹

Vor dem Hintergrund der zunehmenden Globalisierung und dem erhöhten Wettbewerbsdruck der Volkswirtschaften um die Gunst der Investoren, muss dieser Schritt als logische Konsequenz gewertet werden. Das Nachbarland Frankreich beispielsweise kodifizierte bereits 2003 ein REIT-Gesetz und eröffnete sich hierdurch einen breiten Zugang zum internationalen Kapitalmarkt. Nicht zuletzt um komparative Nachteile für die deutsche Immobilien- und Finanzwirtschaft zu vermeiden, die ein dauerhaftes Nichtpartizipieren mit sich brächte, sah sich der Gesetzgeber zum Handeln aufgefordert.

1.1 Problemstellung und Zielsetzung der Arbeit

Umfragen zufolge genießt die Immobilie als Anlageform in Deutschland einen hohen Stellenwert.² Viele private Investoren betrachten sie gar als Teil ihrer Altersversorgung. Jedoch können zahlreiche Kleinanleger die notwendigen Eigenmittel zum Erwerb einer Liegenschaft nicht aufbringen oder scheuen den Folgeaufwand der

¹ Vgl.: CDU, CSU und SPD (Hrsg.): Gemeinsam für Deutschland. Mit Mut und Menschlichkeit. Koalitionsvertrag von CDU, CSU und SPD geschlossen am 11. November 2005, S. 86.

² Vgl.: Pilz, Gerald: Immobilienaktien und REITs. Investmentchancen für Anleger, München 2007, S. 3.

Vermietung. Um ihnen dennoch die Teilnahme am (lukrativen) Immobilienmarkt zu ermöglichen, können sie mittlerweile auf eine Fülle alternativer (indirekter) Anlageprodukte zurückgreifen.³

Während Immobilienfonds und -aktien in Deutschland eine lange Tradition haben, ist der deutsche REIT (= G-REIT) nur Wenigen bekannt.⁴ Erst langsam – gut ein Jahr nach der Verabschiedung des Gesetzes – dringt das Thema in das Blickfeld der öffentlichen Diskussion.

Bisherige Publikationen der nationalen Fachpresse befassen sich vorwiegend mit dem Konstrukt des neuen Finanzvehikels als solchem, jedoch liegen bis dato kaum systematische Wirkungsanalysen vor.⁵ Dies mag vor allem am Mangel belastbaren Datenmaterials liegen.

An dieser Stelle setzt die vorliegende Arbeit an und

- untersucht die These: „Steuerbegünstigte REITs als neue, eigenständige Assetklasse in Deutschland“ und
- geht der Frage nach: „Haben G-REITs das Potential, traditionelle indirekte Immobilienanlageformen vom Markt zu verdrängen?“

Hierfür wird das neue Finanzvehikel in das Anlagespektrum der Immobilieninvestitionen eingeordnet und aus Investorensicht betrachtet. Insbesondere die praxisrelevante Auseinandersetzung mit steuerlichen Gesichtspunkten sowie Ertrags- und Risikoaspekten sollen dazu beitragen, die Entwicklungschancen der G-REITs zu beurteilen.

³ Vgl.: ebenda, S. 1.

⁴ Beispielhaft kann hier das Gabler Wirtschaftslexikon herangezogen werden, welches in seiner 16. Auflage vom September 2004 den Begriff „REITs“ nicht listet.

⁵ Vgl.: Stock, Stefan/Teske, André: Einführung des REIT in Deutschland. Ein allgemeiner Überblick über den Stand der Diskussion, in: der Betrieb, Heft 4, o.O. 2005, S. 187-194.

1.2 Aufbau der Arbeit

Nachfolgende Abbildung zeigt schematisch die Gliederung der Arbeit.

Abbildung 1:
Gliederung der Arbeit



Quelle: Eigene Darstellung

Die abgebildete Makrostruktur weist eine zweigliedrige Unterteilung in einen theoretischen und einen analytischen Teil auf. Um den Untersuchungsgegenstand adäquat bearbeiten zu können, ist eine vorangestellte theoretische Abhandlung des REIT als Unternehmen und als Anlageprodukt notwendig. Dies geschieht nach der Einführung im zweiten Teil der Arbeit. Hierbei werden zunächst das Geschäftsmodell und die Grundkonzeption eines REIT erläutert und Differenzierungsmerkmale zu alternativen Anlageprodukten herausgearbeitet.

Die Ausstattungsmerkmale des G-REIT als Aktiengesellschaft werden im dritten Kapitel erörtert, um die nationalen gesellschafts- und kapitalmarktrechtlichen Spezifikationen darzustellen. Abschließend befasst sich dieses Kapitel mit der Besteuerung auf Gesellschaftsebene.

Der vierte Gliederungspunkt der Arbeit liefert einen fließenden Übergang zwischen theoretischem und analytischem Teil. Vorangestellt wird die Darstellung der G-REITs aus Investorensicht unter dem Blickwinkel der Besteuerung auf Gesellschafterebene. Da zu einer finalen Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von REITs gegenüber konkurrierenden Investitionsmöglichkeiten auch eine fiskale Sichtweise erforderlich ist, hat dieser Vorgang seine Berechtigung. Weiterhin wird in selbigem Kapitel eine Performancemessung sowohl unter komparativen Gesichtspunkten als auch unter Berücksichtigung der markt- und produktimmanenten Risiken vorgenommen. Aktuelle Ereignisse der Subprime-Krise⁶ können und werden im Rahmen dieser Diplomarbeit nicht im Detail Beachtung finden, sondern lediglich exemplarisch aufgeführt. Der Grund liegt in der weltweiten Interdependenz einer solchen Krise und würde dem Charakter der Allgemeingültigkeit nicht gerecht werden.

⁶ Der Begriff „Subprime-Krise“ bezeichnet eine Reihe von Verlusten bei Finanzintermediären infolge gesunkener Immobilienpreise und nicht bedienter Kredite in den USA. Näheres zur Subprime-Krise siehe: Shiller, Robert: Historic Turning Points in Real Estate, in: Cowles Foundation Discussion Paper No. 1610, New Haven 2007.

Im fünften Abschnitt steht die analytische Bewertung der G-REITs zum Zwecke der Grenzpreisfindung im Fokus der Betrachtung. Hierbei werden zunächst Bewertungsunterschiede zu herkömmlichen Aktien herausgearbeitet und anschließend gängige Methoden zur Entwicklung eines fairen Preises für REITs vorgestellt. Anhand zweier Fallstudien kommen verschiedene Verfahren der Grenzpreisfindung auch zur praktischen Anwendung.

Abgerundet wird die Diplomarbeit durch das sechste Kapitel, das sich mit der Beurteilung und den Zukunftsaussichten beschäftigt. Gewonnene Erkenntnisse werden zusammengefasst und explizit zur Beantwortung der untersuchungsgegenständlichen Fragestellung, ob REITs traditionelle indirekte Immobilienanlageformen verdrängen, herangezogen.

1.3 Kritischer Literaturüberblick

Das zu behandelnde Thema erfordert eine breite Lektüre. Die hierfür notwendige Literaturrecherche soll an dieser Stelle nicht nur überblickartig dargestellt, sondern auch kritisch hinterfragt werden. Grundlage der Aufgabenstellung sowie der Behandlung der Literatur bilden die Primärquellen. Hierzu zählen das REIT-Gesetz vom 28. Mai 2007, der Koalitionsvertrag vom 11. November 2005, die Rede des Bundesfinanzministers „Reformen für den Finanzplatz Deutschland“ vom 30. August 2006 sowie kausale Rechtsquellen.

Des Weiteren werden zur Untersuchung der Thematik Sekundärquellen herangezogen, die sowohl aus Monographien als auch aus Aufsatzsammlungen bestehen. Zunächst sollen hierbei bewusst nur solche Werke betrachtet werden, die die Komplexität des deutschen REIT in den Mittelpunkt ihrer Arbeit stellen. Die sachgerechte Behandlung des gestellten Themas macht es dienlich und notwendig, ebenfalls Schriften aus einem breiteren Kontext zu verwenden. Wertvoll sind an dieser Stelle diverse Querverweise innerhalb der zunächst verwendeten Literatur.

In jüngerer Vergangenheit, spätestens nach Unterzeichnung des Koalitionsvertrages, erschienen vielfältige Werke, die sich grob in zwei Gruppen einteilen lassen. Während sich die erste Gruppe vorwiegend dem rechtlichen Aspekt durch Kommentierung des REIT-Gesetzes widmet, legt die zweite ihren Schwerpunkt auf den wirtschaftlichen Bereich hinsichtlich Marktumfeld und -relevanz. Quantitativ betrachtet, ist der Umfang des zur Verfügung stehenden Materials im Vergleich zu den Veröffentlichungen anderer Finanzprodukte relativ gering. Der Stand der Forschung ist verhältnismäßig unausgereift und muss sich daher einer anekdotischen Evidenz bedienen, die häufig auf Vermutungen von zu erwartenden Effekten beruht.

Nachfolgend wird eine Bibliographie aufgeführt, welche die einschlägigen und am häufigsten zitierten Schriften kurz darstellt. In diesem Fall liefert sie keine vollständigen

dige Übersicht zu einem Gegenstand, sondern beschränkt sich auf die themenrelevante Literatur. Die Zusammenstellung der Titel erfolgt hierbei zweckmäßig nach dem Wert der vorgestellten Werke.⁷

Innerhalb der Kommentierungen lässt sich keine Rangfolge festlegen, da die verwendeten Werke von Marcus Helios⁸ sowie von Andreas Striegel⁹ als gleichwertig anzusehen sind. Beide bieten eine hilfreiche Auslegung und Bewertung des Gesetztextes. Sie liefern eine umfangreiche Einführung und sind für fachfremde Leser verständlich geschrieben. Dennoch lässt sich ein Unterscheidungsmerkmal der beiden Kommentare feststellen; während die Autoren des Beck-Verlages (Helios) das Gesetz durch reinen Fließtext erklären, findet sich bei Striegel eine übersichtliche Darstellung durch Verwendung von Tabellen und Graphiken. Innerhalb der Diplomarbeit werden die Kommentare vor allem im dritten Kapitel zur Beschreibung der Ausstattungsmerkmale des G-REIT herangezogen.

Im Gegensatz zu den fachlich versierten Ausführungen der eben beschriebenen Literatur sei aus der Reihe der juristischen Gruppierung an dieser Stelle auf das Werk von Kilian Wimmer¹⁰ verwiesen, welches jedoch den selbstgestellten Anforderungen nicht gerecht wird. Weder wird ein hinreichender Überblick über die rechtliche Ausgestaltung des G-REIT gegeben, noch ist das Buch heute von Relevanz, da sich der Autor lediglich am Referententwurf und nicht am Gesetz orientiert. Aus diesen Gründen wurde das Buch nur ergänzend gelesen ohne wesentliche Erkenntnisse oder Thesen des Autors zu übernehmen.

Im nächsten Schritt werden Titel aus der zweiten Gruppe betrachtet. Als herausragende Arbeit muss an dieser Stelle der Praxisleitfaden von Jürgen Schäfer¹¹ genannt werden. Diese Aufsatzsammlung behandelt nicht nur die Grundkonzeption sowie das Management, sondern auch das Investitionspotential von REITs und erfüllt dadurch den Anspruch an ein Standardwerk innerhalb der publizierten Literatur. Die jeweiligen Beiträge, meist geschrieben von diplomierten Volkswirten, behandeln unterschiedliche Teilaspekte und schaffen somit ein Gesamtkonstrukt. Dennoch muss der Vollständigkeit wegen erwähnt werden, dass rechtliche Aspekte nur partiell behandelt werden; insbesondere mangelt es an einer fiskalen Ebene, die lediglich durch den

⁷ Eine vollständige Angabe wird im Literaturverzeichnis aufgeführt.

⁸ Helios; Marcus/Wewel, Uwe et al.: REIT-Gesetz. Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen. Kommentar, München 2008.

⁹ Striegel, Andreas (Hrsg.): REITG. Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen mit weiteren Vorschriften. Kommentar, Berlin 2007.

¹⁰ Wimmer, Kilian: Die Besteuerung des G-REIT. Die steuerliche Behandlung des deutschen Real Estate Investment Trust, Saarbrücken 2006.

¹¹ Schäfer, Jürgen (Hrsg.): REITs. Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, München 2007.

Aufsatz von *Hans Volkens*: „Die REIT-Aktiengesellschaft“¹² abstrakt Ausdruck findet. Nichtsdestoweniger orientiert sich die vorliegende Arbeit in vielen Teilen an soeben beschriebener Aufsatzsammlung.

Auf ähnlich hohem Niveau und ebenfalls sehr dienlich zur Behandlung der Aufgabenstellung ist das Buch von Gerald Pilz.¹³ Diese Monographie stellt den deutschen REIT sowie dessen internationale Pendanten vor, wobei der Schwerpunkt auf den Ausstattungsmerkmalen der Finanzinstrumente liegt. Weiterhin geht Pilz auf alternative Immobilieninvestments ein und bietet als Besonderheit einen ausführlichen Serviceteil, indem einzelne Immobilienunternehmen vorgestellt werden. Allerdings belässt es der Autor bei der Auflistung ohne eine einschlägige Bewertung selbiger vorzunehmen, was an dieser Stelle bemängelt werden muss.

Einen hinreichenden Überblick zum Thema „REITs“ verschaffen die Werke von Matthias Huesmann¹⁴ und dem Institut der deutschen Wirtschaft Köln (= IW).¹⁵ Beide diskutieren Vor- und Nachteile, wobei Huesmann verstärkt eine kapitalmarktorientierte Betrachtung vornimmt, während das IW den Schwerpunkt auf volkswirtschaftliche Aspekte legt.

Innerhalb der zweiten Gruppe findet sich auch ein kaum hinreichender Titel von Michael Maas.¹⁶ In dieser veröffentlichten Diplomarbeit geht der Autor wenig wissenschaftlich vor und begeht grobe Fehler, die sich durch die gesamten Ausführungen ziehen. Insbesondere wurde bereits der Untersuchungsgegenstand ungünstig gewählt, welcher den deutschen REIT in Zusammenhang mit der Wohnungswirtschaft bringt. Der Verfasser übersieht hierbei offensichtlich, dass Bestandswohnmietimmobilien nicht zum Operationsfeld eines G-REIT zählen.

Zusammenfassend wurden innerhalb dieses Kapitels lediglich einige Literaturangaben herausgehoben. Aufgrund der bereits erwähnten Knappheit publizierter Werke stellen diese dennoch für die vorliegende Arbeit eine wesentliche Basis dar.

¹² Volkens, Hans Volker: Die REIT-Aktiengesellschaft, in: Schäfer, Jürgen (Hrsg.): REITs. Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, München 2007, S. 104-171.

¹³ Pilz, Gerald: Immobilienaktien und REITs. Investmentchancen für Anleger, a.a.O.

¹⁴ Huesmann, Matthias: German REITs. Einführung von Real Estate Investment Trusts in den deutschen Kapitalmarkt, Berlin 2005.

¹⁵ Institut der deutschen Wirtschaft Köln (Hrsg.): Chance für den Standort Deutschland: Der deutsche Real Estate Investment Trust (REIT), Berlin/Köln 2006.

¹⁶ Maas, Michael: REITs in Deutschland. Chancen und Risiken für die Wohnungswirtschaft, Hamburg 2008.