

REITs Real Estate Investment Trusts

Praxisleitfaden

von

Peter Barkow, Johannes K. Borsche, Dr. Tobias Just, Dr. Ulrich Kater, Patrick Kiss, Dr. Helmut Knepel, Barbara Knoflach, Thomas Körfggen, Christian A. Lange, Stefan Leibold, Oliver Puhl, Frank Rackensperger, Dr. Jürgen Schäfer, Ireneus Stanislawek, Ewald Völker, Ewald Voelker, Dr. Hans Volkert Volckens

1. Auflage

[REITs Real Estate Investment Trusts – Barkow / Borsche / Just / et al.](#)

schnell und portofrei erhältlich bei beck-shop.de DIE FACHBUCHHANDLUNG

Thematische Gliederung:

[Kapitalanlagerecht](#)



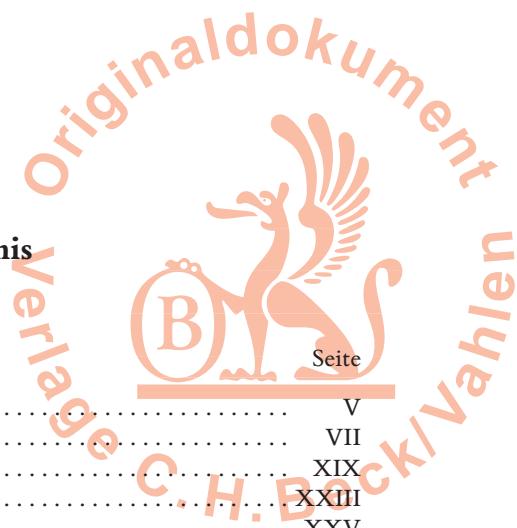
Verlag C.H. Beck München 2007

Verlag C.H. Beck im Internet:

www.beck.de

ISBN 978 3 406 56127 6

Inhaltsverzeichnis



Seite

Vorwort	V
Inhaltsübersicht	VII
Literaturverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XXIII
Autorenverzeichnis	XXV

Teil 1. Grundkonzeption und Verbreitung der Real Estate Investment Trusts . 1

1. Grundkonzeption und Verbreitung der Real Estate Investment Trusts 1

1.1 Von der Geschichte bis zur Gegenwart der Real Estate Investment Trusts (REITs)	1
1.1.1 Management	4
1.1.2 Bruttoerträge und Vermögen des REITs	4
1.1.3 Projektentwicklungstätigkeiten	5
1.1.4 Verschuldungsgrad („Leverage“)	5
1.1.5 Börsennotierung	5
1.1.6 Höhe der Ausschüttung der Gewinne	6
1.2 REITs, die liquideste Form der Direktimmobilienanlage	6
1.2.1 Real Estate als Asset-Klasse	6
1.2.2 REITs und Immobilienfonds	8
1.2.3 REITs und Aktienmärkte	10
1.3 Über die Sektoren einer Asset-Klasse	11
1.3.1 „Office REIT“	12
1.3.2 „Retail REIT“	12
1.3.3 „Industrial REIT“	13
1.3.4 „Residential REIT“	13
1.4 REITs: Verbindung von Megatrends des Kapitalmarktes in einem Wertpapier	15
1.5 Professionalisierung des Immobilienmarktes durch die Einführung von REITs	17

2. Wesentliche Kennzahlen und (Rendite-) Entwicklungen von REITs 19

2.1 Einleitung	19
2.1.1 Gang der Untersuchung	19
2.1.2 REIT ist nicht gleich REIT!	20
2.1.3 REITs als eigenständige Anlageklasse – Einordnung ins Anlageuniversum	23
2.2 Kapitalmarktkennzahlen von REITs: Renditeentwicklungen, Volatilitäten, Korrelationen im Vergleich	23

	Seite
2.2.1 Renditeentwicklung der REITs im Vergleich zum Immobilienmarkt . . .	23
2.2.2 Weltweite REIT-Renditen im Vergleich zu Aktienmärkten	28
2.2.2.1 Indexauswahl für die Renditevergleichsanalysen	28
2.2.2.2 Renditevergleich von Aktien und REITs mit strukturellen Schwächen	29
2.2.2.3 REIT-Renditen schlagen Aktienrenditen in den letzten Jahren	29
2.2.2.4 REIT-Renditen im Vergleich mit anderen Anlageklassen	36
2.2.3 Volatilität der REITs im Vergleich mit anderen Anlageklassen	37
2.2.3.1 Volatilität der REITs im Vergleich mit dem Aktienmarkt	37
2.2.3.2 Volatilität der REITs im Vergleich mit weiteren Anlageklassen	39
2.2.4 Korrelationen und Betafaktoren von REITs	40
2.2.4.1 Korrelation der REITs mit dem Immobilienmarkt	40
2.2.4.2 Korrelation und Betafaktoren der REITs im Vergleich zu Ak- tienmärkten	41
2.2.4.3 Korrelation und Betafaktoren der REITs im Vergleich zu ande- ren Anlageklassen	44
2.3 Weitere Aspekte von REITs	44
2.3.1 Zinssensitivität von REITs	44
2.3.2 REIT als Dividendenmotor	46
2.3.3 Immobilien sind inflationssicher-REITs auch?	48
2.3.4 REITs in der Portfoliotheorie	50
2.4 Zusammenfassung und Ausblick für den deutschen REIT	52
3. Gesamtwirtschaftliche Betrachtung und Erfahrungen	52
3.1 REITs: Gesamtwirtschaftliche Bedeutung	53
3.1.1 REITs als Kapitalmarktinstrument	53
3.1.2 Gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienmärkte	56
3.2 Erfahrungen mit REITs	58
3.2.1 Datenlage und Marktentwicklungen	59
3.2.2 Steuerausfälle umstritten: Das Beispiel Frankreich	61
3.2.3 Zunehmender Reifegrad bei weiterem Wachstum: die USA	63
3.2.4 Professionalisierung	65
3.2.5 Transparenz	66
3.2.6 Verhältnis zu bestehenden Anlageformen	67
3.3 Entwicklungen internationaler Immobilientransaktionen und Rolle von REITs	68
3.4 Fazit: Veränderungspotenzial durch REITs	70
Teil 2. Aufbau und Management von REITs in Deutschland	71
1. Entwicklung der Immobilienaktien in Deutschland	71
1.1 Überblick	71
1.1.1 Abgrenzung des Marktsegments	71
1.1.2 Deutscher Immobilienaktienindex	72
1.1.3 Performanceverzerrung	74
1.2 Klassifizierung von Immobilienaktiengesellschaften in Deutschland	75

1.3 Analyse der geringen Bedeutung	81
1.3.1 Phasen der Marktentwicklung	81
1.3.1.1 Phase bis 1999	81
1.3.1.2 Phase 1999–2003	82
1.3.1.3 Phase 2004 bis heute	82
1.3.2 Mangelnde Kapitalverkehrsfreiheit als Entwicklungshindernis	83
1.3.3 Investorenverhalten	83
1.3.3.1 Institutionelle Investoren	84
1.3.3.2 Private Anleger	84
1.3.4 Das Scheitern von Geschäftsmodellen als Branchenproblem	85
1.3.4.1 Insolvenzen	85
1.3.4.2 Going Private	86
1.4 Perspektiven für Immobilienaktien in Deutschland	87
1.4.1 Einbettung in einen europäischen Kapitalmarkt	87
1.4.2 IFRS – Neues Denken im Rechnungswesen	87
1.4.3 Rückkopplungseffekte	88
1.5 Summary	89
2. Anforderungen an einen erfolgreichen Börsengang	90
2.1 Erwartungen internationaler Investoren an den G-REIT	90
2.2 Einleitung: Aktuelles Marktumfeld und Entwicklungstrends	90
2.3 Erfolgsfaktoren börsennotierter Immobilien-Aktiengesellschaften	94
2.3.1 Management und Track Record	99
2.3.2 Portfolio	99
2.3.3 Strategie und Ertragsstrukturen	101
2.3.4 Kapitalstruktur und steuerliche Transparenz	101
2.3.5 Größe und Liquidität	102
2.3.6 Transparenz und Corporate Governance	102
3. Die REIT-Aktiengesellschaft	104
3.1 Einleitung	106
3.2 Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen der REIT-Aktiengesellschaft	107
3.2.1 Rechtsnatur der REIT-Aktiengesellschaft	107
3.2.2 Erlaubte Tätigkeit der REIT-Aktiengesellschaft	108
3.2.2.1 Unternehmensgegenstand gemäß § 1 Abs. 1 Nr. 1 REITG	108
3.2.2.2 Errichtung von Zweigniederlassungen	110
3.2.2.3 Tochtergesellschaften und Beteiligungen	110
3.2.2.4 Erwerb eigener Aktien	113
3.2.2.5 Ausschluss des Immobilienhandels	114
3.2.3 Grundkapital und Aktienart	114
3.2.3.1 Grundkapital gemäß § 6 AktG	114
3.2.3.2 Aktienform und -gattung	115
3.2.3.3 Inhaber- oder Namensaktien	115
3.2.3.4 Vinkulierte Namensaktien	115
3.2.4 Firma der REIT-Aktiengesellschaft	116
3.2.4.1 Geschützte Begriffe	116

	Seite
3.2.4.2 Privilegierte Unternehmen	116
3.2.4.3 Anmeldung zum Handelsregister	118
3.2.5 Sitz der REIT-Aktiengesellschaft	119
3.2.6 Schadensersatzansprüche der Minderheitsaktionäre bei Verlust des REIT-Status	119
3.2.6.1 Regelungsgegenstand des Schadensersatzanspruchs	119
3.2.6.2 Ausgestaltung des Schadensersatzanspruchs	120
3.2.6.3 Garantie- oder Verschuldenshaftung	120
3.2.6.4 Schadensersatzanspruch in der Satzung	121
3.3 Wirtschaftliche Voraussetzungen der REIT-Aktiengesellschaft	123
3.3.1 Portfoliostruktur der REIT-Aktiengesellschaft	123
3.3.2 Ertragsstruktur der REIT-Aktiengesellschaft	125
3.3.3 Gewinnverwendung der REIT-Aktiengesellschaft	125
3.3.3.1 Grundsätze zur Ermittlung des Ausschüttungsvolumens	126
3.3.3.2 Berücksichtigung von Verlustvträgen	127
3.3.3.3 Ausschluss des § 150 AktG bei der Ermittlung des Ausschüttungsvolumens	127
3.3.4 Mindesteigenkapital, Fremdkapitalaufnahme	128
3.3.5 Überprüfung der Statusvoraussetzungen	129
3.4 Kapitalmarktrechtliche Aspekte der REIT-Aktiengesellschaft	130
3.4.1 Börsenzulassung der REIT-Aktiengesellschaft	130
3.4.1.1 Voraussetzungen für eine Zulassung der Aktien zum Amtlichen Markt	130
3.4.1.2 Voraussetzungen für eine Zulassung der Aktien zum Geregelten Markt	132
3.4.1.3 Zulassungsverfahren	133
3.4.1.4 REIT-Segment der FWB	134
3.4.2 Mindestaktienstreuung der REIT-Aktiengesellschaft	134
3.4.2.1 Gesetzliche Mindeststrebessitzquote	134
3.4.2.2 Folgen einer Unterschreitung der Streubesitzquote	135
3.4.2.3 Entschädigungsregelung in der Satzung	137
3.4.2.4 Steuerungsmaßnahmen durch die REIT-Aktiengesellschaft	137
3.4.3 Beschränkung der Beteiligung eines Aktionärs	138
3.4.3.1 Gesetzliche Höchstbeteiligungsgrenze für direkten Aktienbesitz	138
3.4.3.2 Folgen eines Verstoßes gegen die Höchstbeteiligungsgrenze	138
3.4.3.3 Maßnahmen der REIT-Aktiengesellschaft im Falle eines Verstoßes durch einen Aktionär	140
3.4.4 Folgepflichten der Börsenzulassung	142
3.4.4.1 Verbot von Insidergeschäften, §§ 12 ff. WpHG	142
3.4.4.2 Ad hoc Mitteilungspflichten	143
3.4.4.3 Directors' Dealings	144
3.4.4.4 Führung von Insiderverzeichnissen	144
3.4.4.5 Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß §§ 21 ff. WpHG	145
3.4.4.6 Zulassung zum Amtlichen oder Geregelten Markt mit weiteren Zulassungsfolgepflichten (<i>Prime Standard</i>) an der FWB	146

	Seite
3.4.4.7 Veröffentlichung und Mitteilung von Finanzberichten und Geschäftsmitteilungen	146
3.4.4.8 Sonstige Zulassungsfolgepflichten	146
3.4.4.9 Anwendbarkeit des Wertpapiererwerbs- und Übernahme- gesetzes	147
3.5 Steuerliche Behandlung der REIT-Aktiengesellschaft	147
3.5.1 Steuerbefreiung der REIT-Aktiengesellschaft	148
3.5.1.1 Beginn der Steuerbefreiung	149
3.5.1.2 Steuerliche Wirkung des Eintritts in den REIT-Status	149
3.5.1.3 Anwendung der sogenannten „Exit Tax“	150
3.5.1.4 Gewerbesteuerliche Folgen auf Ebene der Immobilien- Personengesellschaft	150
3.5.1.5 Steuerliche Entstrickung ausländischer Immobilien	151
3.5.2 Besteuerung auf Unternehmensebene	151
3.5.2.1 Keine steuerliche Privilegierung der Tochterebene	151
3.5.2.2 Ausländische Immobilienbestände	152
3.5.2.3 Einzelne Gestaltungsüberlegungen	153
3.5.3 Besteuerung auf Ebene der REIT-Aktionäre	155
3.5.3.1 Eintritt in den REIT-Status	155
3.5.3.2 Laufende Erträge	156
3.5.3.3 Einführung einer Abgeltungsteuer für REIT-Ausschüttungen	156
3.5.3.4 Ausschüttungen ausländischer REITs	157
3.5.3.5 Besteuerung ausländischer Aktionäre	157
3.5.3.6 Veräußerungsgewinne	158
3.5.4 (Straf-) Zahlung	159
3.5.4.1 Einleitung	159
3.5.4.2 Einzelne Zahlungstatbestände	159
3.5.5 Ende der Steuerbefreiung	160
3.5.6 Steuerliche Privilegierung durch Einführung einer so genannten „Exit Tax“	162
3.5.6.1 Beschränkung auf REIT-Aktiengesellschaft und Vor-REIT ...	162
3.5.6.2 Zeitliche Anwendung	162
3.5.6.3 Keine Anwendung auf Privatvermögen	162
3.5.6.4 Anwendung für ausländische Eigentümer?	163
3.5.6.5 Umfang der Privilegierung	163
3.5.6.6 Beschränkung des Anwendungsbereiches der Exit Tax	163
3.5.6.7 Entfall der steuerlichen Privilegierung gemäß § 3 Nr. 70 Satz 2 EStG	164
3.5.6.8 Keine EK 02-Privilegierung	165
3.5.7 Grunderwerbsteuerliche Implikationen	165
3.5.7.1 Immobilienerwerb durch die REIT-Aktiengesellschaft	165
3.5.7.2 Formwechsel immobilienhaltender Personengesellschaften zur REIT-Aktiengesellschaft	166
3.5.7.3 Grunderwerbsteuerlich relevante Vorgänge auf Gesellschafter- ebene nach Erwerb	166
3.5.8 Abgabe Steuererklärung	167
3.6 Der Vor-REIT	168
3.6.1 Rechtsnatur des Vor-REIT	168

	Seite
3.6.2 Voraussetzungen des Vor-REIT	168
3.6.2.1 Registrierung als Vor-REIT	168
3.6.2.2 Gesellschaftsrechtliche Voraussetzungen	168
3.6.2.3 Wirtschaftliche Voraussetzungen	169
3.6.3 Dauer des Status als Vor-REIT	170
3.6.4 Steuerliche Folgen des Vor-REIT-Status	170
3.7 Zusammenfassung	171
4. Bilanzierungsfragen im Zusammenhang mit der Einführung von REIT Aktiengesellschaften	171
4.1 Verpflichtung zur Aufstellung des Jahres- bzw. Konzernabschlusses nach IFRS	172
4.2 Bilanzierung des Immobilienvermögens nach IFRS	172
4.3 Einzelfragen zur Bewertung des Immobilienvermögens zum Fair Value	173
4.4 Besonderheiten bei Tochterpersonengesellschaften	174
4.5 Leasingverhältnisse	174
4.6 Verpflichtung zur Ausschüttung von 90 % des handelsrechtlichen Jahresüberschusses der REIT AG	175
4.7 Segmentberichterstattung	175
4.8 Empfehlungen der EPRA zum Konzern- bzw. Einzelabschluss nach IFRS	176
4.9 Organisatorische Aspekte	176
4.10 Schlussbemerkungen	177
5. Börsengang – to do's	177
5.1 Einleitung	177
5.2 Schrittfolge	178
5.2.1 Vorbereitung – intern, organisatorisch, gesellschaftsrechtlich	180
5.2.2 Durchführung – Wertpapierprospekt, Verträge, Vermarktung	185
5.2.3 Abschluss – Preisfindung, Zuteilung, Notierung	187
5.3 Nächste Schritte	188
6. Langfristige Erfolgsfaktoren von REITs. Was lehrt die Entwicklung in den USA?	189
6.1 Einleitung	189
6.2 Struktur des US-amerikanischen REIT-Marktes	190
6.3 Entwicklungspfad in den USA	192
6.4 REITs in einem gemischten Anlageportfolio	194
6.4.1 Risiko-Rendite-Eigenschaften	195
6.4.2 REITs nur mäßig als Inflationshedge geeignet	196
6.5 Gibt es den optimalen REIT?	196
6.5.1 Größenvorteile von REITs	196
6.5.2 Management von REITs	197
6.5.3 Nur moderater Verschuldungsgrad	197
6.5.4 Kurzfristige Tradingmöglichkeiten begrenzt	198
6.6 Schlussbemerkungen	198

	Seite
7. Investor Relations – REITs im Dialog mit dem Kapitalmarkt	200
7.1 Einleitung	200
7.2 Definition	201
7.3 Konzeption	202
7.4 Ziele	203
7.4.1 Primärziele	203
7.4.1.1 Langfristige Maximierung des Aktienkurses	203
7.4.1.2 Senkung der Kapitalkosten	203
7.4.2 Sekundärziele	204
7.4.2.1 Vertrauensbildung/Aktionärstreue	204
7.4.2.2 Hoher Aktienkurs als Akquisitionswährung und Schutz vor Übernahmen	204
7.4.2.3 Senkung der Volatilität des Aktienkurses	204
7.4.2.4 Steigerung des Bekanntheitsgrades	204
7.4.2.5 Verbesserung des Unternehmensimages	204
7.4.2.6 Beeinflussung der Aktionärsstruktur	205
7.4.2.7 Verbesserung der Informationseffizienz des Kapitalmarktes	205
7.5 Zielgruppen	206
7.5.1 Institutionelle Investoren	206
7.5.2 Analysten	206
7.5.3 Private Investoren, Mitarbeiter	207
7.5.4 Finanzjournalisten, Anlageberater und Ratingagenturen	207
7.6 Instrumente – Pflicht und Kür	208
7.6.1 Unpersönliche Maßnahmen	208
7.6.1.1 Pflicht	208
7.6.1.2 Kür	210
7.6.2 Persönliche Maßnahmen	211
7.6.2.1 Pflicht	211
7.6.2.2 Kür	211
7.6.3 Unterstützende Maßnahmen	212
7.7 Grundsätze der Finanzkommunikation	214
7.8 Inhalte	215
7.9 Evaluation	215
7.9.1 Bekanntheitsgrad in der Financial Community	215
7.9.2 Relative Aktienkursperformance	216
7.10 Fazit	216

Teil 3. Investition in REITs/REIT-Vehikel 217

1. Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren an G-REITs 217

1.1 Immobilien als Anlage für institutionelle Investoren	218
1.1.1 Einleitung	218
1.1.2 Struktur des institutionellen Investmentmarktes	218
1.2 Arten von Immobilieninvestoren	220
1.2.1 Kategorisierung von Investoren	220
1.2.2 Spezialisierungsgrad der Investoren	222

	Seite
1.2.2.1 Generalist versus Spezialist	222
1.2.2.2 Anforderungen der Generalisten an den G-REIT	224
1.2.2.3 Anforderungen der Spezialisten an den G-REIT	224
1.2.3 Aktives vs. Passives Fondsmanagement	225
1.2.4 Vergleichsindizes als Benchmark für die Investoren	225
1.2.5 Investmentansätze der Investoren	226
1.2.5.1 Unzählige Investmentansätze, die sich in der Regel im Zeitab- lauf ändern	226
1.2.5.2 Top Down Ansatz	226
1.2.5.3 Stock Picking Ansatz (oder Bottom Up-Ansatz)	227
1.2.5.4 Quantitativer Ansatz	227
1.3 Anforderungen der Investoren an den G-REIT gemäß HSBC Umfragen	228
1.3.1 Allgemeines	228
1.3.1.1 Vorbemerkungen	228
1.3.1.2 Großes institutionelle Interesse an der G-REIT-Struktur	228
1.3.1.3 Der flexible französische SIIC ist die Benchmark, Trust-basier- te Modelle wenig beliebt	231
1.3.2 Bewertung einzelner G-REIT-Merkmale aus Investorensicht	233
1.3.2.1 Negative Aspekte der G-REIT-Struktur	233
1.3.2.2 Neutrale Aspekte der G-REIT-Struktur	245
1.3.2.3 Positive Aspekte der G-REIT-Struktur	248
1.3.3 Ausgestaltung des G-REITs	248
1.3.3.1 Investoren erwarten eine Dividendenrendite zwischen 3 % und 5 %	248
1.3.3.2 Welche Größe braucht ein G-REIT?	249
1.3.3.3 Gesamtrendite zwischen 6 % und 10 % erwartet	251
1.3.3.4 Klare Favorisierung eines fokussierten G-REITs	251
1.4 Investoren fordern G-REIT-Aufnahme in die DAX-Familie	253
1.5 Fazit	256
2. Investments in REITs/REIT-Produkte	258
2.1 Einführung	258
2.2 REIT-Investments	259
2.2.1 Direkte Investments in REITs	259
2.2.1.1 Generelle Erfolgsfaktoren für ein REIT-Investment	259
2.2.1.2 REITs im Vergleich zu anderen Investments und als Bestand- teil eines Multi-Asset-Portfolios	264
2.2.2 Indirekte Investments in REITs	270
2.2.2.1 Immobilienaktien-/REIT-Fonds	270
2.2.2.2 Immobiliendachfonds	272
2.2.2.3 REIT-Derivate	275
2.2.2.4 REIT-Anleihen	280
2.3 Fazit	281
3. Beurteilung von REITs	281
3.1 Top Down-Analyse	282
3.2 Bottom Up-Analyse	282

	Seite
3.3 Quantitative Bewertungsmethoden	283
3.3.1 Bewertung von REITs im Vergleich zu allgemeinen Aktien	284
3.3.2 Welche Bewertungsmethoden kommen zur Anwendung und wie werden sie im Anlageprozess gewichtet?	285
3.3.3 Bewertung von Entwicklungsprojekten	286
3.3.4 Beispiel einer Bottom Up-Analyse (Kilroy Realty Corp.)	287
3.3.5 Beispiel der Interdependenz von Top Down- und Bottom Up-Analyse	290
3.4 Beurteilung von REITs als Anlageklasse	290
3.5 Schlussbemerkungen	292
4. Rating von REITs	293
4.1 Einleitung	293
4.2 Rating von REITs: grundsätzliche Überlegungen	294
4.2.1 Aktienanalyse und Rating von REITs	295
4.2.2 Bewertung von REITs	295
4.2.3 Ratingbegriff und Ratingmethodik	297
4.2.4 Ablauf	298
4.3 Bewertungsmodell	299
4.3.1 Portfolio	300
4.3.2 Management	302
4.3.3 Finanzstrukturen	304
4.3.4 Marktbewertung	304
4.4 Nutzen von REIT-Ratings	306
Teil 4. Die Zukunft des G-REIT	307
Stichwortverzeichnis	311