

# Speaker's Corner

Kontrovers und herausfordernd – die Artikel, die Monat für Monat in immobilien**manager** erscheinen, sollen Sie nicht nur informieren, sondern auch anregen. Haben Sie eine andere Meinung zu einem Thema? Wollen Sie beipflichten oder widersprechen? Dann nutzen Sie unsere Speaker's Corner und schreiben uns einen Leserbrief.

## „Die wirklichen Gründe“

**LESERBRIEF** ■ Eine Replik auf „Mission Impossible II“ (G-REIT in der Sackgasse), immobilien**manager** Ausgabe 10-2008, von Caspar Freiherr von Weichs.

In seinem Artikel führt Martin Beier für ihn wesentliche Gründe für den bisherigen Misserfolg des G-REIT an der Börse an, die mit dieser Replik korrigiert werden. Gleichzeitig sollen die wirklichen Gründe herausgearbeitet werden.

1. Die Behauptung, die Börsenkapitalisierung sei mit insgesamt 600 Millionen Euro für die beiden gelisteten REITs zu klein, ist richtig. Sie war auch bereits bei Emission richtig, und deshalb haben die Beteiligten an dieser Stelle zu ehrgeizig und letztlich fehlerhaft gehandelt. Das hat die Börse mit Kursabschlägen bestraft. Vom Markt gefordert werden für G-REITs Markt-kapitalisierungen des NAV möglichst bei etwa einer Milliarde Euro oder mehr.
2. Die Behauptung, der Vertrieb verkaufe in den Banken lieber offene Fonds, weil die Banken daran besser verdienen, ist sehr weit hergeholt, weil über 80 Prozent der Anleger offener Fonds in sehr kleinteilige, monatliche Sparpläne einzahlen, bei denen die Stückerträge

(zum Beispiel fünf Prozent Provision auf 300 Euro pro Monat sind 15 Euro pro Monat) die Stückkosten von zehn bis zwölf Euro pro Monat kaum decken.

3. Die Behauptung, die Vor-REITs würden in der Steuerfalle stecken, weil in 2010 für alle Vor-REITs der Vorteil der Exit-Tax (Versteuerung des Buchgewinns der Grundstücksverkäufer mit dem halben Steuersatz) auslaufe, ist sachlich falsch. Richtig ist, dass der Steuervorteil für die Einbringung in einen REIT oder Vor-REIT am 31. Dezember 2009 ausläuft und dass der Vor-REIT vom Zeitpunkt der Einbringung an noch vier Jahre bis zum Börsenlisting Zeit hat. Dazu ist anzumerken, dass ein Börsenlisting im Vergleich zum IPO ohne großen Aufwand erreichbar ist.
4. Die Behauptung, der G-REIT benötige einen Free Float von 25 Prozent für Privatinvestoren, ist ebenfalls sachlich falsch. Richtig ist, dass der G-REIT bei IPO einen Free Float von 25 Prozent benötigt, bei dem kein Anteilseigner



Caspar Freiherr von Weichs ist Seniorpartner bei Weichs Management Consultants.

mehr als drei Prozent direkt halten darf. Aber drei Prozent von einer Milliarde Euro sind 30 Millionen Euro, keine Summe für Privatanleger.

Der REIT ist ein Kapitalmarktprodukt, gefüllt mit Immobilien. Man muss es deshalb aufbereiten, kontrollieren, managen, an die Börse bringen und an der Börse monitoren wie ein Kapitalmarktprodukt und nicht wie eine Immobilie. Gleichzeitig muss man das Immobilienportfolio optimieren. Die meisten Branchenteilnehmer, vor allem die der ersten beiden REITs, haben schnelle, aber nicht die führenden

Immobilienmanager der Republik. Die emittierenden Banken hätten die Emission verhindern sollen, wie es andere, verantwortlichere Banken bei mindestens zehn geplanten und bisher nicht emittierten REITs getan haben. Abwarten können ist eine wesentliche Tugend für den Erfolg am Kapitalmarkt.

Die wirklichen Gründe für den bisherigen Misserfolg des G-REIT an der Börse sind wohl andere:


1. Die rückwirkende Verabschiedung des Gesetzes im Frühjahr 2007 per 1. Januar 2007 kam, als das für erfolgreiche Emissionen notwendige Zeitfenster des Kapitalmarktes aus dem Sommer 2006 längst geschlossen war.
2. Die interessierten Emittenten hatten in der Mehrzahl zu wenig Zeit, um wegen der Unsicherheit über das letztendlich gültige Gesetz ihre Konzepte sorgfältig fertig zu stellen und vor allem die Immobilienveräußerer ins Boot zu holen.
3. Die gleichzeitig mit dem REIT-Gesetz 2006 beschlossene Unternehmenssteuerreform reduzierte die gesamte Ertragssteuerbelastung von etwa 40 auf rund 29,8 Prozent ab 2007 und damit auch die Exit-Tax von etwa 20 auf 14,9 Prozent. Damit lohnte es sich vor allem für Unternehmen, mit der Übertragung an einen REIT noch zu warten.

Aus diesem Potenzial wären also selbst bei optimalen Kapitalmarktbedingungen vor 2007 keine Emissionen gefolgt.

4. Die mit 45 Prozent sehr hohen Eigenkapital-Anforderungen und der insgesamt eher schwach besetzte Markt der börsennotierten, echten Immobilien-AGs machten eine Umwandlung von AGs in REITs, wie sie zeitgleich erfolgreich in UK stattfand, unmöglich.
5. Beide emittierten REITs haben mit kaum für möglich gehaltenen Konzeptionsfehlern wie gemischten Assetklassen (Alstria), einem anfangs zu hoch ausgewiesenen NAV und nicht REIT-fähigen Sozialimmobilien im Portfolio (Fair Value) das Vertrauen in das neue Börsenprodukt nicht erhöht.

Es wäre Aufgabe der Lobbyisten und auch der Presse gewesen, die drei wesentlichen Unterschiede zwischen REIT und Immobilien-AG herauszuarbeiten:

1. Dass der REIT im Unterschied zur klassischen Immobilien-AG die Immobilienanlage steuerlich mit der Direktanlage auf eine Ebene stellt. Deshalb ist bei im Übrigen gleichen Bedingungen ein Discount auf den NAV in Höhe von etwa 30 Prozent bei einer AG angemessen und bei einem REIT nicht.

2. Des Weiteren betreiben die meisten AGs in mehr oder weniger großem Umfang das Entwicklungsgeschäft, von dem der Kapitalmarkt eine höhere Rendite erwartet wegen des implizierten Risikos. Diese Rendite kann aber in den meisten Fällen nicht angemessen dargestellt werden. Deshalb erfolgt ein weiterer Discount zu Recht. So etwas ist beim REIT weitestgehend ausgeschlossen.
3. Der REIT hat ein gesetzlich vorgeschriebenes Eigenkapital von 45 Prozent, das eine sehr viel höhere Solvabilität und damit ein besseres Rating als die meisten Immobilien-AGs zur Folge hat. Aus diesen Gründen ist der G-REIT, wenn sorgfältig sowie in ausreichender Größenordnung konzipiert und zum richtigen Zeitpunkt emittiert, ein besonders für institutionelle Anleger hochinteressantes Produkt. 

## **Ihre Meinung ist gefragt – diskutieren Sie mit!**

*WAS IST LOS MIT DEM  
G-REIT? WANN NIMMT ER  
FAHRT AUF?*

Was haben Sie zu diesem Thema zu sagen? Einfach Mail an: **redaktion@immobilienmanager.de**