

Gelingt der Durchbruch?

Die Hoffnungen auf das Jahr 2008 sind groß: Die Unternehmenssteuerreform wird von vielen als der eigentliche Startschuss für deutsche Real Estate Investment Trusts gesehen. Die Aussichten dafür sind gemischt.

Neue Begriffe mussten sich die Vertreter der Immobilienbranche im Jahr 2007 aneignen. Und längst nicht alle davon dürften für Freude gesorgt haben. Das Wort „Subprime“ – die euphemistische Bezeichnung von Ramschkrediten an nicht kreditwürdige private Hausbesitzer – lehrte über das Platzen der dadurch besicherten Wertpapiere dem weltweiten Finanzsystem das Fürchten. Die Turbulenzen gaben den ohnehin durch Diskussionen um vermeintliche Überbewertungen und gestiegene Zinsen gebeutelten Immobilienaktien einen zusätzlichen Schubser auf ihren Weg ins Kurstal. Das führte zur Renaissance des Wörtchens „Discount“. Die meisten Papier bestandhaltender Immobiliengesellschaften sind weniger wert, als ihr rechnerischer Anteil am Nettovermögen des Unternehmens. Und die 2007 beschlossene und seit Januar dieses Jahres geltende Reform der Unternehmensbesteuerung ergänzte das Fachjargon um das Wort Zinsschranke – mit besonders gravierenden Auswirkungen für Immobilien-Unternehmen (siehe Kasten rechts).

Einiges spricht dafür, dass diese Wörter auch im laufenden Jahr häufiger zu hören sein werden. Pessimisten befürchten, dass weitere unschöne Begriffe hinzukommen. „Kreditklem-

me“ etwa, wenn es um die Finanzierung von Immobilien-Transaktionen geht. Oder „Korrekturbedarf“ im Bezug auf die Immobilienwerte. Das Wort, das viele gerne in Verbindung mit dem Markt für deutsche Real Estate Investment Trusts hören möchten, ist „Durchbruch“. Etabliert sich die Rechtsform endlich auch in Deutschland als ernst zu nehmende Alternative für indirekte Immobilieninvestitionen? Die Aussichten dafür sind ähnlich wie die für die gesamte Branche: gemischt. REIT up betrachtet die unterschiedlichen Faktoren, die darüber entscheiden.

Immobilienmarkt – Ruhigeres Fahrwasser in Sicht?

Der oberflächliche Blick auf die Zahlen lässt selbst den kleinsten Gedanken an eine mögliche Krise absurd erscheinen. Das deutsche Investitionsvolumen in Gewerbeimmobilien erreichte 2007 mit rund 55 Mrd. Euro einen neuen Rekordwert. Diese von Jones Lang LaSalle ermittelte Zahl bedeutet gegenüber dem ebenfalls historischen Höchstwert des Vorjahres ein Plus von 11%. Weltweit allerdings ging das Transaktionsvolumen zurück: Im vergangenen Jahr wurden Objekte für umgerechnet rund 427 Mrd. Euro gehandelt, 10% weniger im Vergleich zum Vorjahr.

Doch schon auf dem zweiten Blick wird klar, dass am Immobilienmarkt längst nicht mehr eitel Sonnenschein herrscht. Im Gegenteil: Die Auswirkungen der Krise am US-Hypothekenmarkt werden erst allmählich in vollem Umfang spürbar. Da ihre Refinanzierungskanäle über die Emission von Mortgage Backed Securities weitgehend ausgetrocknet sind, vergeben Banken deutlich weniger Kredite. Kapital ist ein knappes Gut geworden – bei vielen Banken ist Mangelverwaltung das Gebot der Stunde. „Bereits zugesagte Kredite werden so gut es geht bedient, dann kommen vielleicht noch langjährige gute

Kunden dran. Darüber hinaus geht dann nicht mehr viel“, heißt es aus der Vertriebsabteilung eines Immobilienfinanzierers. Größere Transaktionen waren in der zweiten Jahreshälfte deshalb nur noch vereinzelt zu verzeichnen.

Er rechne nicht vor Jahresmitte mit einer Wende zum Besseren, sagte Colin Dyer, President und CEO von Jones Lang LaSalle, im November im Rahmen der EuroFinanceWeek in Frankfurt am Main. Die Eurohypo, führender Anbieter gewerblicher Immobilienfinanzierungen in Europa, wird nach >>

Zinsschranke

Strenge Regeln mit Hintertürchen

„Die Zinsschranke bei der Körperschaftsteuer ist gegen eine übermäßige Fremdkapitalfinanzierung der Unternehmen gerichtet.“ So begründet das Bundesfinanzministerium die Einführung einer Regelung mit weitreichenden Konsequenzen für die Immobilienwirtschaft. Seit dem 1. Januar 2008 können Unternehmen Netto-Zinsaufwendungen – also den Saldo aus gezahlten und erhaltenen Zinsen – nur noch bis zu einer Höhe von 30% des Ergebnisses vor Steuern, Zinsen und Abschreibungen (EBITDA) steuerlich geltend machen.

Mit der neuen Regel möchte die Bundesregierung nach eigenem Bekunden Steuersparmodellen einen Riegel vorschieben. Im Blick hat sie dabei insbesondere grenzüberschreitende konzerninterne Fremdfinanzierungen mit dem Ziel, Gewinne ins Ausland zu verschieben. Das Modell: Die deutsche Tochter nimmt bei einer anderen Konzern-Gesellschaft mit Sitz in einem Niedrigsteuerland einen Kredit auf, die darauf zu zahlenden Zinsen drücken das zu versteuernde Ergebnis im Inland. Die Zinseinnahmen der ausländischen Tochter werden häufig nur mit einem geringen Satz belastet, in einigen Staaten sogar überhaupt nicht besteuert. Ferner solle die Zinsschranke verhindern, dass sich internationale Konzerne „gezielt über ihre deutschen Töchter auf dem Kapitalmarkt verschulden und über die gezahlten Zinsen vor allem in Deutschland die Steuerbemessungsgrundlage verringern.“

Ausdrücklich nicht belastet werden sollen Unternehmen, die ohne steuerliche Gestaltungen eine hohe Außenfinanzierung aufweisen. Sie können der Besteuerung über die so genannte Escape-Klausel entfliehen. Liegt die Eigenkapitalquote der Einzelgesellschaft nicht um mehr als einen Prozentpunkt unter der des gesamten Konzerns, gilt die Zinsschranke nicht.

Generell keine Anwendung findet die Zinsschranke bei Betrieben, die nicht oder nur anteilmäßig zu einem Konzern gehören. Mittelständler sollen durch einen Freibetrag geschützt werden: Liegen die Nettozinsen unter

1 Mio. Euro, sind sie weiterhin voll abzugsfähig. Unter der Annahme eines Zinssatzes von 5% ergibt sich daraus eine maximal mögliche Nettoverschuldung von 20 Mio. Euro.

Für die Immobilienwirtschaft kann die Regel gravierende Auswirkungen haben. Sie finanziert ihre Investitionen zu einem erheblichen Teil durch Fremdkapital und dürfte in den meisten Fällen mit ihren Nettozinsen über der Freibetragsgrenze liegen. „Wenn die Zinsaufwendung steuerlich unberücksichtigt bleibt, kann dies in manchen Unternehmen leicht zu einem negativen Cash-flow führen“, so Dr. Hans Volkert Volckens, Rechtsanwalt in der Kanzlei Beiten Burkhardt.

Bei den Unternehmen hat deshalb bereits die fieberhafte Suche nach Wegen begonnen, die Zinsschranke zu umgehen. Viele Gesellschaften setzen auf die Escape Klausel, zum Beispiel die auf Einkaufszentren spezialisierte Deutsche Euroshop AG oder die Hamborner AG, die nach Darstellung ihres Vorstandssprechers Roland J. Stauber diesen Weg allerdings erst in den kommenden Jahren gehen muss.

Wem diese Alternative nicht offen steht, der versucht es über den Freibetrag. Hierzu wird das Vermögen eines Unternehmens einschließlich der Darlehen auf verschiedene Einzelgesellschaften verteilt, die dann jeweils weniger als 1 Mio. Euro Zinsen zahlen. Nach der ebenfalls seit 2008 geltenden neuen Abgabenverordnung werden solche Konstruktionen vom Finanzamt aber nur anerkannt, wenn das Unternehmen nachweist, dass es einen Grund für die Umstrukturierung hat. Die Beschränkung der Haftung wird vielfach als erfolgversprechende Variante genannt. Rechtsanwalt Volckens sieht das skeptisch: „Man wird bei Weitem nicht in jedem Fall gegenüber dem Finanzamt überzeugend darlegen können, dass ein Bürogebäude plötzlich nicht mehr von einer einzigen, sondern von 15 Gesellschaften gehalten werden kann.“

Worten ihres Vorstandsvorsitzenden Bernd Knobloch aufgrund der schwierigen Refinanzierung im laufenden Jahr „signifikant weniger Neugeschäft“ abschließen.

Was daraus für die Immobilienbewertungen folgt, lässt sich nur schwer abschätzen. Die Nachfrage dürfte, da nicht mehr durch billiges Fremdkapital befeuert, zunächst sinken – mit entscheidenden Folgen für die Preise. Auf der anderen Seite herrscht an Eigenkapital nach wie vor kein Mangel. Das Beratungshaus DTZ argumentiert deshalb, dass die Immobilie sogar zum Gewinner der Krise werden könnte. Das höhere Risikobewusstsein der Akteure könne die Nachfrage nach hochqualitativen Anlagen steigen lassen, insbesondere hochwertige Objekte in sehr guten Lagen seien dann noch attraktiver, so die DTZ-Researcher. Allerdings erwarten auch sie „langfristige und deutlich zu spürende Effekte“ aus der Subprime-Krise.

Deren Folgen haben schon die Jahresbilanz 2007 der europäischen Immobilienaktien verhegelt. Egal ob Frankreich, Großbritannien, Niederlande oder Deutschland – überall gaben die Kurse in der zweiten Jahreshälfte deutlich nach, gegenüber dem Höchststand teilweise um mehr als 30%. In Deutschland halbierte sich der Wert des von der Deutschen Börse berechneten Immobilien-Aktienindex nahezu.

Viel Raum für weitere Abschlüsse dürfte angesichts der herrschenden Discounts auf die gemeldeten NAVs der Theorie nach nicht mehr vorhanden sein. Allerdings gelten die Börsenkurse auch als ein Indikator für die künftige Entwicklung der Nettovermögenswerte. Ein Ausgleich könnte also auch dadurch stattfinden, dass der NAV durch Abwertungen auf die Immobilienbestände sinkt.

Neue Gesetze: Rücken- oder Gegenwind?

Als „ernüchternd“ bezeichnete Dr. Eckart John von Freyend im November 2007 die Zwischenbilanz nach zwei Jahren Regierung aus Union und SPD. Der Vorsitzende des Zentralen Immobilienausschusses (ZIA), der sich selbst als Sprachrohr der deutschen Immobilienwirtschaft sieht, geißelte unter anderem die Unternehmenssteuer-Reform, durch die der Immobiliensektor besonders hart getroffen werde.

Die Sätze für Körperschafts- und Gewerbesteuer wurden vom Bundestag mit Wirkung zum 1. Januar 2008 von zuvor durchschnittlich knapp 40% auf nun etwas weniger als 30% gesenkt. Im Gegenzug wurde aber die Bemessungsgrundlage erheblich ausgeweitet: Bei der Körperschaftssteuer unter anderem durch die Einführung der Zinsschranke und bei der Gewerbesteuer dadurch, dass sämtliche Schuldzinsen zur Hälfte



Gute Stimmung: Gemeinsam mit dem Vorstand der Deutsche Börse, Frank Gerstenschläger, gab Alstria-CEO Olivier Elamine (links) das Startsignal für das REIT-Segment der deutschen Börse.

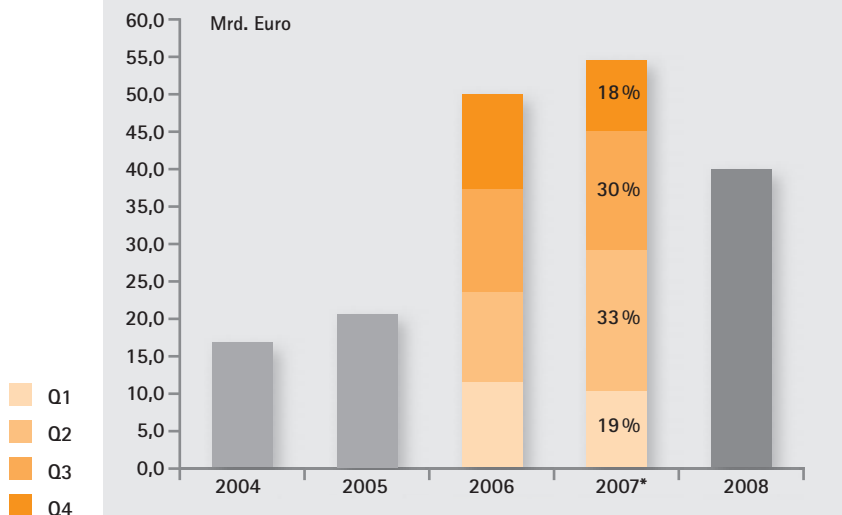
und erhebliche Teile der Ausgaben für Leasing und Mieten dem zu versteuernden Gewinn zugeschlagen werden.

Da selbst nicht steuerpflichtig, sind REITs von den Änderungen direkt nicht betroffen, ihre Entwicklung wird aber dennoch von den Änderungen beeinflusst. Durch die geringeren Steuersätze schmilzt zunächst der Vorteil der Steuertransparenz gegenüber klassischen Immobilien-AGs. Es sinkt allerdings auch die Steuerlast auf die beim Eintritt in den REIT-Status zu hebenden Bewertungsreserven auf den Immobilienbesitz. Außerdem müssen sich Vorstände von REIT-AGs nicht den Kopf zerbrechen, wie sie mit den neuen Steuergesetzen umgehen.

Die Unternehmen sparen dadurch Kosten für mögliche Umstrukturierungen. Denn die können auf die steuerpflichtigen Immobilien-AGs zukommen. So erwartetet Sven Annutsch, Head Corporate Finance & Investor Relations der auf Wohnungen fokussierten Vivacon, einen „zusätzlichen internen und externen Beratungsaufwand“ aus der Reform für das Unternehmen. Dadurch könne Vivacon die Zinsschranke dann allerdings umgehen. Ähnlich sieht es Alfred Hoschek, Chief Investment Officer der Patrizia Immobilien AG. „Die Zinsschranke bringt für mittelständische, kapitalintensive Unternehmen einen hohen Strukturierungs- und Kontrollaufwand mit sich“, sagt er. Aussagen, ob und wie stark sich bei Patrizia der Steueraufwand durch die Zinsschranke erhöht, wollte das Unternehmen allerdings nicht treffen.

Auch die Regeln zur Gewerbesteuer-Zahlung auf Schuldzinsen können REITs gelassen sehen. Dass gezahlte Mieten und Leasing-Raten zu 75% der Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer hinzugerechnet werden, könnte allerdings bei man-

Gewerbeimmobilien – Transaktionen in Deutschland



* Prognose, Stand: 14. Dezember 2007
Quelle: Jones Lang LaSalle

chem Unternehmen die Lust dämpfen, selbst genutzte Objekte zu verkaufen und zurück zu mieten und so das für REITs verfügbare Immobilien-Angebot schmälern.

Weitaus stärker geprägt als durch alle neuen Gesetze dürfte der REIT-Sektor durch eine nicht beschlossene Regelung werden: Die Weiterentwicklung des Rechtsrahmens für Real Estate Investment Trusts selbst. Noch im März, bei der Verabschiedung des REIT-Gesetzes, hatte es geheißen, dass einige offen gebliebene Punkte bis Jahresende geklärt werden sollten. Dabei ging es unter anderem um die derzeit herrschende dop-

pelte Besteuerung von Erträgen, die REITs im Ausland erzielen. Sie ergibt sich daraus, dass die Gewinne aus Vermietung und Verpachtung zunächst im Land, in dem das Objekt liegt, besteuert werden und dann beim REIT-Anleger über die volle Dividendenbesteuerung ein zweites Mal. Die Große Koalition konnte sich hier aber nicht auf eine gemeinsame Linie einigen, das Problem zu lösen. Selbst die Korrektur offensichtlicher Fehler und Unklarheiten im Gesetz, lässt sich derzeit im politischen Berlin nicht durchsetzen. Das Thema REITs stehe derzeit schlichtweg nicht auf der Agenda und die Bereitschaft, das zu ändern, sei bei den Finanzpolitikern der Koalition gering ausgeprägt, argumentieren Insider. Weit reichende Nachbesserungen am Gesetz, etwa die Möglichkeit, dass REITs auch in Wohnungsbestände investieren dürfen, sind nach ihrer Ansicht unter den gegebenen politischen Verhältnissen vollkommen ausgeschlossen.

Der REIT-Sektor: Volle Fahrt voraus?

Wer REIT werden will, wird sich also mit den gegebenen Bedingungen abfinden müssen. Mit der Alstria Office REIT-AG im Oktober und der Fair Value REIT-AG im Dezember haben im Jahr 2007 nur zwei Unternehmen den Schritt gewagt. Sie sind nun im REIT-Segment der Deutschen Börse notiert, dass der Börsenbetreiber im November mit großem Brimborium samt Sektempfang auf dem Parkett und symbolischen Glockenschlag des Alstria-CEO Olivier Elamine startete. Alle

Die REIT-Pipeline

Börsennotierte Deutsche REITs:

Alstria Office REIT-AG

Büroimmobilien
Größe (Immobilienvermögen):
ca. 850 Mio. Euro
Umgewandelt am: 11.10.2007,
rückwirkend zum 1.1.2007

Fair Value REIT-AG

Gewerbeimmobilien
Größe: ca. 290 Mio. Euro
Umgewandelt am: 6.12.2007,
rückwirkend zum 1.1.2007

Als Vor-REIT registriert:

Boetzelen Real Estate AG

Einzelhandelsimmobilien
(Discount-Märkte)
Größe: min. 500 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

DR Commercial 1 AG

Gewerbeimmobilien
Größe: k.A.
Zeitpunkt: offen

GIG Grundbesitz Immobilien AG

Gewerbeimmobilien
Größe: ca. 200 Mio. Euro geplant
Zeitpunkt: Wechsel von Entry
Standard in den Amtlichen Markt
nicht vor 2009

IVG Immobilien Management AG

Büroimmobilien
Größe: bis zu 3,5 Mrd. Euro
Zeitpunkt: geplant für 2008

Prime Office REIT

Büroimmobilien
Größe: mindestens 1,3 Mrd. Euro
Zeitpunkt: offen

TAG Gewerbeimmobilien AG

Gewerbeimmobilien gemischt
Größe: über 300 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

ZIAG Immobilien AG

Gewerbeimmobilien
Größe: derzeit 333 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

übrigen Börsenkandidaten legten ihre Pläne auf Eis oder verschoben sie.

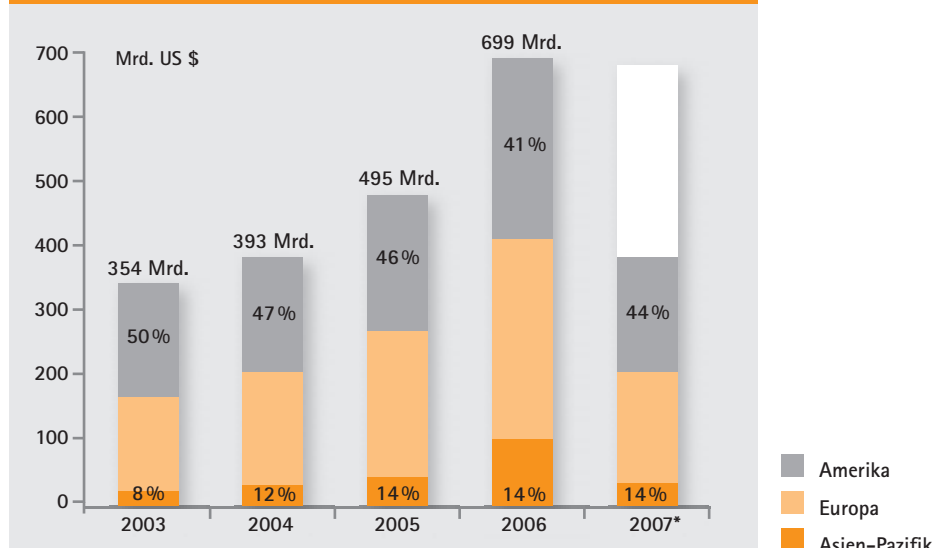
Weitaus interessanter ist deshalb derzeit das Geschehen abseits des Börsenparketts. Immerhin zehn Unternehmen haben 2007 laut Angaben des Bundeszentralamts für Steuern den Status als Vor-REIT erhalten, der ihnen die Nutzung der Exit-Tax ermöglicht (siehe Übersicht „REIT Pipeline“). Ihr größter Vertreter, die REIT-Tochter der IVG Immobilien AG mit einem geplanten Volumen von mehr als drei Mrd. Euro, hat mit Berufung von Dr. Harald Gude und Rolf Moritz Webeler in den Vorstand eine wichtige Voraussetzung für ein IPO geschaffen. Weiteres Großprojekt ist der REIT der österreichischen CA Immo. Mit dem Kauf eines Immobilienpakets vom Land Hessen sowie weiterer Objekte und der im Dezember 2007 getätigten Übernahme des Projektentwicklers Vivico haben die Wiener bereits ein REIT-fähiges Portfolio im Milliarden-Euro-Bereich zusammen. IVG wie CA Immo haben als möglichen Termin für den Börsengang ihrer REIT-Töchter das laufende Jahr genannt, sich aber durch den Verweis, das Marktumfeld müsse stimmen, ein Hintertürchen offen gelassen.

Dieses „Ja, aber nur, wenn“ gilt eigentlich für alle Kandidaten. So lange die Börsenwerte von Immobilien-AGs und REITs geringer seien als das bilanzierte Netto-Vermögen, mache es wenig Sinn, Immobilien über einen Börsengang zu verkaufen, so das Argument. „Es wird so viele REITs geben, wie es Besitzer von Portfolien gibt, die ihre Objekte unter Wert verkaufen

wollen“, formulierte es Claus Hermuth, Vorstandsvorsitzender des ebenfalls in Wartestellung befindlichen REIT-Kandidaten Prime Office AG in einer Diskussionsrunde.

Angesichts der weiter schwelenden Subprime-Krise, der Sorge um vermeintlich über das rechte Maß hinausgeschossener Immobilienwerte und weltweit unter Druck stehender Kurse, ist starker Rückenwind für den REIT aktuell nicht zu erwarten. Gut möglich, dass nicht nur für die REIT-Branche auch im Jahr 2008 ein Wort sehr wichtig sein wird, das schon in den vergangenen Jahren von hoher Bedeutung war: „Geduld“. ■

Direktinvestitionen bei Gewerbeimmobilien – weltweit



* Prognose, Stand: 14. Dezember 2007

Quelle: Jones Lang LaSalle; Property Data (UK); KTI (Finnland); Real Capital Analytics (USA)

Unternehmen mit REIT-Plänen

CA Immo REIT AG / Vivico

Büroimmobilien
Größe: rund 2 Mrd. Euro
Zeitpunkt: geplant für 2008

Colonia Real Estate / Oaktree

Büroimmobilien
Größe: vermutlich mehr als 1 Mrd. Euro
Zeitpunkt: offen

Commerz Real

Details noch offen

German One

Büroimmobilien
Größe: 1 Mrd. Euro
Zeitpunkt: geplant für zweites Halbjahr 2008

Hamborner AG

Gewerbeimmobilien
Größe: derzeit rd. 240 Mio. Euro
Zeitpunkt: offen

Helaba Landesbank Hessen-Thüringen / Hannover Leasing

Gewerbeimmobilien
Größe: 1,5 Mrd. Euro (geplant)
Zeitpunkt: offen

Polis Immobilien AG

Büroimmobilien
Größe: ca. 265 Mio. Euro
Zeitpunkt: noch offen

Triton Asset Management

Gewerbeimmobilien, weitere Details noch offen
Zeitpunkt: Erstes Halbjahr 2008 (Beantragung Vor-REIT), zweites Halbjahr 2008 (Umwandlung REIT)

Die Aufstellung basiert auf Informationen der Unternehmen. Sofern bekannt, ist der gegenwärtige Name des späteren REIT aufgeführt, ansonsten der des Initiators. Stand: Januar 2008, keine Gewähr für Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben. Die regelmäßig aktualisierte REIT-Pipeline: www.reits-in-deutschland.de