

Stromstoß für einen gebeutelten Sektor

Steuerprivilegierte Immobilienaktien sollen britischen Markt beleben – Finanzminister hält aber zunächst Hand auf – Start wohl erst 2005

Von Norbert Hellmann, London

Börsen-Zeitung, 22.4.2004
In Großbritannien hat der Markt für gewerbliche Immobilien eine lange Durststrecke hinter sich. Insbesondere der Londoner Büroimmobilienmarkt wurde von der Redimensionierungswelle in der Finanzdienstleistungsindustrie im Zuge der langen Aktienmarktläufe zurückgeworfen. Seit Anfang dieses Jahres allerdings stellen die Investmentbanken wieder ein, so dass in der City die Nachfrage nach leer stehenden Büroräumen im ersten Quartal gegenüber Vorjahr um rund 60% gestiegen sein soll.

Eine zweite gute Nachricht für den britischen Immobiliensektor kam Mitte März mit der Budgetvorstellung des Schatzkanzlers Gordon Brown, in der er wie erwartet die Öffnung des britischen Marktes für steuerbefreite börsennotierte Immobilienfonds, die so genannten Real Estate Investment Trusts (REITs), signalisierte.

Material für die Börse

Die Aussicht auf eine Fungibilisierung von Immobilieninvestments, die den britischen Markt einer wesentlich breiteren und nicht zuletzt globalen Investorenklasse zugänglich machen würde, wäre ein Stromstoß, der weit über die City hinausreicht. Gegenwärtig beschränkt sich das immobiliengebundene Börsenkapital in Großbritannien auf gut 20 Mrd. Pfund. Die UBS erwartet, dass sich der Markt nach Einführung der REITs relativ rasch auf 40 bis 60 Mrd. Pfund mindestens verdoppeln sollte.

Nach dem gegenwärtigen Stand der Beratungen auf Ebene der Treasury dürften britische REITs in ihrer gesellschafts- und steuerrechtlichen Ausgestaltung dem in Europa weit verbreiteten französischen Modell folgen. Demnach würde es sich um Vehikel handeln, die weder einer Unternehmens- noch einer Kapitalgewinnbesteuerung unterliegen, im Gegenzug aber mindestens 75% ihrer Gewinne an die Investoren auskehren müssen, die dann selbstverständlich

die vereinnahmten Dividenden zu versteuern hätten.

Da Schatzkanzler Brown sich angesichts einer zunehmend unbequemen Haushaltslage derzeit bemüht zeigt, gerade auf Unternehmensebene Steuerschlupflöcher zu schließen, darf man allerdings nicht erwarten, dass die Treasury Großzügigkeit an den Tag legen wird. Steuerexperten erwarten dass die britischen Aulla-

„Die börsennotierten Immobiliengesellschaften verzeichnen einen hohen Abschlag zwischen Nettovermögenswerten und tatsächlicher Marktkapitalisierung. Dieser lag in den mageren Jahren 2001 und 2002 im Durchschnitt bei mehr als 40%.“

gen ein Auskehren von 85% der aus Mieteinnahmen und sonstigen Gebühren erzielten Gewinne erfordern sowie von mindestens 50% der Kapitalgewinne aus Veräußerungen.

Darüber hinaus allerdings wird der Schatzkanzler von existierenden Immobiliengesellschaften, die eine Umwandlung in REITs-Vehikel planen, einen zusätzlichen Obolus in Form einer so genannten Exit Tax fordern, die nach dem gegenwärtigen Stand der Diskussion bis zu 50% der eingebetteten Kapitalgewinne betragen könnte. Bei den beiden größten börsennotierten Immobiliengesellschaften British Land und Land Securities würde dies auf 230 bis 250 Mill. Pfund hinauslaufen.

Trotz der herben einmaligen Steuerbelastung liebäugeln aber gerade die großen, börsennotierten Immobiliengesellschaften auf der Insel mit potenziellen Umwandlungsschritten, was nicht zuletzt damit zusammenhängt, dass sie aufgrund der zum Teil extrem unbefriedigenden Marktbewertung wenig Aussichten haben, frisches Aktienkapital aufzunehmen, und teilweise auch am Fremdkapitalmarkt vor Refinanzierungsproblemen stehen. Grund dafür ist der hohe Abschlag zwischen Nettovermögenswerten und tatsächlicher Börsenkapitalisierung, der in den mageren Jahren 2001 und 2002 im Durchschnitt bei über 40% lag. Dies hat einer Entwicklung Vorschub geleistet, bei der sich immer mehr Gesellschaften zum

Going Private entschlossen und vom Kurszettel verschwanden.

Mittlerweile ist die Bewertungsdifferenz im Zuge der Markterholung wieder auf durchschnittlich unter 20% gesunken. Bei einer Überführung in eine REIT-Struktur allerdings dürften, wie Erfahrungen aus anderen Ländern zeigen, die Abschläge auf etwa 5% sinken. In den USA findet man durchaus REITs mit Marktwerten, die über dem Wert der Nettoaktiva liegen, was entsprechende Anreize zur Aufnahme neuen Aktienkapitals mit sich bringt.

Wenn sich die Immobilienaktie wieder als Akquisitionswährung einsetzen ließe, dürfte dies zudem eine regere Übernahmefähigkeit und einen durchaus sinnvollen Konsolidierungstrend im stark fragmentierten britischen Markt auslösen, betonen Analysten. Darüber hinaus würden sich REITs auch dazu anbieten, das Management großer Immobilienportfolios zu übernehmen, die derzeit von Lebensversicherern und Pensionsfondsträgern betrieben werden. So darf zumindest erwartet werden, dass es zu einer größeren Spezialisierung und dem Entstehen eines reinen Immobilienfondsmangements kommt.

Zwar wird sich die britische Regierung davor hüten, im Vorfeld der für Frühjahr 2005 zu erwartenden Parlamentswahlen als Handlanger der großen Immobiliengesellschaften dazustehen. Doch gibt es für sie gewichtige Gründe, den REITs aufgeschlossenen gegenüberzustehen. Zum einen steht

Weitere Artikel zum Spezialthema Immobilien finden Sie unter <http://www.bzwpi.de> (passwortgeschützter Zugang für Abonnenten)

den Bemühungen, adäquate Strukturen für eine Belegung der privaten Altersvorsorge zu schaffen, gut zu Gesicht, wenn ein neuer, fungibler Markt für Immobilieninvestments entsteht, an dem auch Retail-Anleger relativ gut geschützt agieren können.

Hoffnung auf Stimulanz

Ein weiterer Hoffnungswert ist die Stimulierung des in Großbritannien stark unterentwickelten privaten Mietwohnungsmarktes, dem angesichts der hohen Einstiegspreise für Wohneigentum eine wachsende Bedeutung zukommt. Auch hier ist vorstellbar, dass die Entstehung eines breiten und fungiblen REITs-Marktes mehr privates Kapital in die so genannten Buy-to-let-Investments lenkt.

Ein besonderes Anliegen ist es der Regierung schließlich, den in den letzten Jahren gerade boomenden Markt für Offshore-Immobilieninvestments auszuholen. Dieser lenkt nicht nur Gelder am britischen Fiskus vorbei, sondern führt auch dazu dass wachsende Anteile der Bankkreditvergabe in Marktsegmente gehen, die sich der Erfassung und Regulierung durch Zentralbank und Finanzaufsicht entziehen. Wenn das immobiliengebundene Aktienkapital jedoch auf heimische Börsen zurückgeleitet werden kann, wird die Kapitalflucht gekontert und die Transparenz der Finanzströme erhöht.

Trotz zwingender Gründe, die für eine rasche Einführung der REITs sprechen, wird es noch eine Weile dau-

ern, bis man die ersten börsennotierten Immobilientrusts vorfindet. Nach dem ersten Vorstoß der Regierung läuft nun eine Konsultationsphase bis zum Sommer, der sich eine längere Legislationsphase anschließen dürfte. Angestrichelt des gedrängten GesetzgebungsKalenders im Parlament ist es eher unwahrscheinlich, dass man einen fertigen Gesetzgebungsvorschlag schon in diesem Kalenderjahr einbringen kann, so dass Analysten eher mit dem Frühjahr 2005 rechnen. Wenn dann nicht noch die alten Voraussetzungen nach ebenfalls auf Frühjahr 2005 terminierten Parlamentswahlen einen Stolperstein darstellen sollten, könnte ab dem Sommer 2005 mit den ersten UK-REITs zu rechnen sein.

REAL ESTATE INVESTMENT TRUSTS (REITs)

Siegeszug um die Welt endet in Deutschland

Von Christoph Ruhkamp, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 22.4.2004
Von Amerika aus haben die steuerprivilegierten Immobilienaktien ihren Siegeszug um die Welt angetreten. In den USA heißen die Vehikel REITs (Real Estate Investment Trusts). In Belgien, Frankreich, Holland und Japan, die das Vorbild in den vergangenen Jahren kopierten, haben sie teils andere Namen – das Prinzip jedoch ist überall dasselbe: Die Erträge des börsennotierten Immobilienvehikels werden nicht auf der Ebene des Unternehmens besteuert. Vielmehr müssen die Gesellschaften den Großteil ihrer Gewinne obligatorisch in Form von Dividenden an ihre Aktionäre ausschütten. Der Fiskus bedient sich dann bei den Privaten.

Ziel der REITs ist es, den Immobilienmarkt fungibler und damit effizienter zu machen, indem die notwendigen Transaktionen weniger von Steuern belastet werden. Unternehmen können ihren Immobilienbesitz einfacher auslagern oder sogar an die Börse bringen. Gleichzeitig sollen Anlagegelder, die bisher ins Ausland flossen, im eigenen Land gehalten werden, so dass das Steueraufkommen unter dem Strich nicht geringer wird. Zudem wächst durch die regelmäßige Bilanzierung auch die Transparenz.

Auch hierzulande hatte im vergangenen Dezember die Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD), der neben zehn Finanzinstituten die

Deutsche Börse, die Bundesbank und das Finanzministerium angehören, einen Vorschlag für ein deutsches Pendant zum REIT vorgelegt. Es würde „Immobilieninvest AG“ heißen. Käme es zur Einführung des Vehikels, erwartet die IFD bis 2010 die Veräußerung von „bilanzierten Immobilienportfolios“ im Wert von 50 Mrd. Euro.

Seit dem Vorstoß hat der Siegeszug der REITs in Deutschland sein vorläufiges Ende gefunden. Die Ministerialbürokratie in Berlin trägt dem Vernehmen nach verschiedentlich Bedenken. Dabei geht es nicht nur wie man vermuten könnte – darum dass der Fiskus um seine Pfändel fürchtet.

Zunächst einmal ist noch nicht klar, ob es sich um börsennotierte Fonds im engeren Sinn handeln würde oder um Immobilienunternehmen. Fonds würden dem Investmentgesetz unterliegen und von Kapitalanlagegesellschaften aufgelegt

Darüber hinaus würden, so heißt es, Einwände aus dem Verbraucher schutzministerium vorgetragen, das sich um die Anleger sorgt. Befürchtet wird, dass Banken eigene Immobilien, mit denen sie selbst nicht mehr anfangen können oder wollen, in die Invest AGs stecken könnten. Für die Anleger bliebe nur noch der „Schrott“ übrig.

Das klingt fürsorglich, ist aber wenig stichhaltig. Wird den Anlegern doch auch bei anderen – wesentlich komplizierteren – Kapitalmarktprodukten ein eigenes Urteil zugetraut