

Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Schaffung deutscher Immobilien- Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen

27. Februar 2007

Das Deutsche Aktieninstitut e.V. begrüßt den Regierungsentwurf ausdrücklich, da mit der Einführung von REITs eine für den deutschen Kapitalmarkt bedeutende neue Assetklasse geschaffen und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland gestärkt wird.

An mancher Stelle des Regierungsentwurfs zeigt sich jedoch, dass das REITG-E noch besser in die bestehenden Strukturen des Gesellschaftsrechts eingepasst werden müsste, um unnötige Rechtsunsicherheiten zu vermeiden. Auch müssten Schwierigkeiten bei der Erfüllung mancher Strukturmerkmale der REIT-AG, insbesondere des Streubesitzes, stärker berücksichtigt werden. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund der derzeit vorgesehenen Sanktionen.

Das Deutsche Aktieninstitut bedauert, dass Bestandswohnmobilien aus dem Unternehmensgegenstand einer REIT-AG ausgenommen sind. Es wäre nicht nur unter Kapitalmarktgesichtspunkten wünschenswert, dass Bestandswohnmobilien wenn nicht jetzt, dann zu einem späteren Zeitpunkt noch in den Anwendungsbereich des Gesetzes einbezogen werden.

§ 1 Wesen der REIT-Aktiengesellschaft

§ 1 Abs. 1 Halbsatz 1 REITG-E definiert den zulässigen Unternehmensgegenstand, wobei die Beteiligung an REIT-Dienstleistungs- und Auslandsobjektgesellschaften nicht ausdrücklich erwähnt ist. Die Zulässigkeit dieser Beteiligungen und anderer Nebentätigkeiten werden im Regierungsentwurf an anderer Stelle aber grundsätzlich vorausgesetzt. Da in § 12 Abs. 3 REITG-E beispielsweise vorgesehen ist, dass entgeltliche Nebentätigkeiten durch die REIT-AG durch eine REIT-Dienstleistungsgesellschaft erbracht werden dürfen, sollte der Unternehmensgegenstand auch in § 1 REITG-E dementsprechend angepasst werden.

In § 1 Abs. 4 REITG-E wird verlangt, dass die Abschlussprüfer über die Einhaltung der Strukturmerkmale des REIT (§§ 11-15) in einem gesonderten Vermerk Auskunft geben.

Zusammen mit den anderen Regelungen ergibt sich aber eine Reihe von Unsicherheiten, was Gegenstand des Vermerks sein könnte.

So ist zum Beispiel unklar, ob die geforderten Bilanz- und Vermögensrelationen fortlaufend oder nur zum Zeitpunkt der Bilanzerstellung einzuhalten sind. Im Interesse der Rechtssicherheit und im Interesse der Handhabbarkeit durch die REIT-AG und die Abschlussprüfer sollte unbedingt ein fester Zeitpunktbezug – und zwar sinnvollerweise der Bilanzstichtag – verankert werden.

Zudem sollte durchgängig darauf geachtet werden, inwieweit die bestehenden Begrifflichkeiten in der Rechnungslegung bekannt sind. In Fällen, wo dies nicht der Fall ist, sollte eine Klarstellung erfolgen, was genau gemeint ist.

Die Bestätigung der Einhaltung von § 14 REIT-G (Ausschluss des Immobilienhandels) kann darüber hinaus frühestens im fünften Jahr der Börsennotiz gegeben werden, da weder das Volumen des Immobilienhandels noch die durchschnittlichen Vermögensbestände nach Bilanz vorher bekannt sein können. Insofern wäre dies von § 1 Abs. 4 REITG-E auszunehmen.

§ 4 Mindestnennbetrag des Grundkapitals

Als Begründung für die im Vergleich zu normalen Aktiengesellschaften erhöhte Anforderung an die Höhe des Grundkapitals (15.000.000 Euro zu 50.000 Euro) wird der Wunsch nach einem Mindestmaß an handelbaren Aktien angeführt. Im Grundsatz ist diesem Wunsch im Interesse eines liquiden Aktienhandels zuzustimmen. Allerdings wird sich eine gewisse Mindestgröße der REIT-AG ohnehin automatisch über den Markt ergeben, u.a. weil die Kosten für die Befolgung der vielfältigen Auflagen an Geschäfts- und Aktionärsstruktur naturgemäß bei kleineren Gesellschaften stärker ins Gewicht fallen.

Auch würde die vorgesehene Regelung nicht nur mittelständische REITs gegenüber großen REITs diskriminieren, sondern würde zugleich Konzentrations Tendenzen unter kleinen REITs begünstigen. Zudem könnten einige der derzeit börsennotierten Unternehmen mit Geschäftsschwerpunkt im Immobilienbereich, für die eine Umwandlung in den REIT eine neue strategische Option wäre, diesen Schritt nicht vollziehen. Dies ist nicht im Interesse eines Wettbewerbs um das bestmögliche Geschäftsmodell für REITs.

Eine von den aktienrechtlichen Vorgaben abweichende Regelung ist deshalb nicht notwendig.

Da der Nennbetrag des Grundkapitals der REIT-AG ökonomisch von nachrangiger Bedeutung ist, könnte allenfalls an eine Regelung zum voraussichtlichen Kurswert der emittierten Aktien gedacht werden, wie in § 2 BörsZulVO. Damit würde das Ziel einer Mindestliquidität ebenfalls erreicht.

§ 5 Form der Aktien

Die Bundesregierung hat in ihrer Gegenäußerung zur Empfehlung des Bundesrats signalisiert, dass es sich bei den Aktien der REIT-AG entgegen der Regelung in § 5 REITG-E nicht um Stückaktien handeln muss. Dies ist zu begrüßen, da für den Ausschluss von Nennwertaktien keine Gründe ersichtlich sind.

Auch das Erfordernis der Ausgabe von Aktien gleicher Gattung hat weitreichendere Rechtsfolgen als u.U. intendiert. § 11 Satz 2 AktG bestimmt, dass nur Aktien mit gleichen Rechten eine Gattung bilden. Bei Kapitalerhöhungen zwischen dem Ende des Geschäftsjahrs und der ordentlichen Hauptversammlung stehen den jungen Aktien jedoch andere Rechte zu als den alten, weil letztere eine Gewinnberechtigung für das bereits abgeschlossene Geschäftsjahr haben, die jungen Aktien nicht. Es ist nicht auszuschließen, dass dieser nur temporäre Unterschied als Gattungsverschiedenheit interpretiert wird und die Gesellschaft zwingt, die Gewinnberechtigung der jungen Aktien auch auf das bereits abgeschlossene Geschäftsjahr zu erstrecken. Es sollte daher gesetzlich klargestellt werden, dass in einem solchen Fall die gleiche Gattung vorliegt.

§ 7 Bezeichnungsschutz

Bei unzulässiger Nutzung des Zusatzes „REIT-AG“ soll das Registergericht entsprechend § 43 Abs. 2 KWG ermächtigt sein, die Firma oder den Firmenzusatz zu löschen. Dies dürfte auch dann gelten, wenn die REIT-AG, die die Bezeichnung zunächst zu recht geführt hat, nachträglich ihren Status verliert.

Die Löschung des Zusatzes „REIT AG“ würde nur den Namen der Gesellschaft übrig lassen. Damit bliebe keine (Rest-)Firma übrig, die den gesetzlichen Anforderungen entspricht. Eine Teillöschung der Buchstabenfolge REIT-AG ist nicht vorgesehen. Ohne ausdrückliche Regelung dürfte eine solche Teillöschung nicht möglich sein, da der Regierungsentwurf die „REIT-AG“ als Einheit betrachtet. Es sollte daher eine eigenständige Regelung gefunden werden, die vorsieht, den Firmenbestandteil „REIT-AG“ in „AG“ umzuwandeln.

§ 8 Anmeldung

Nach dem Regierungsentwurf ist die REIT-AG als solche zur Eintragung in das Handelsregister anzumelden.

Es fehlt eine Regelung darüber, was von den Anmeldenden beizufügen und zu versichern ist, damit die „REIT-AG“ eingetragen werden kann. Insbesondere ist der Status als REIT-AG an die Börsennotierung und den Streubesitz geknüpft. Beides könnte bei der Anmeldung jedoch nur für eine bereits bestehende AG nachgewiesen werden, da sich dies dann nur auf eine Platzierung als AG bzw. Vor-REIT beziehen kann. Daher sollte es für das Handelsregisterverfahren ausreichen, dass der Zulassungsantrag gestellt ist und die Struktur des Angebots einen Streubesitz erwarten lässt.

§ 10 Börsenzulassung

Nach § 10 REITG-E müssen „die Aktien“ der REIT-AG zum Handel an einem organisierten Markt in Deutschland, einem EU-Mitgliedsstaat oder einem EWR-Vertragsstaat zugelassen sein. Es sollte eine Klarstellung erfolgen, ob damit alle Aktien der REIT-AG betroffen sein sollen und ob bei Kapitalerhöhungen die Regelung des § 69 Abs. 2 BörsZulVO anwendbar ist, wonach der Antrag auf Zulassung binnen einer Jahresfrist gestellt werden kann.

§ 11 Streuung der Aktien

Nach § 11 Abs. 1 REITG-E müssen sich mindestens 15% der Aktien in Streubesitz befinden. Den Streubesitz sollen diejenigen Aktionäre bilden, denen jeweils weniger als drei Prozent der Stimmrechte zustehen.

Allerdings löst diese Regelung eine Reihe von rechtlichen und praktischen Folgeproblemen aus, die weiter unten detailliert geschildert werden. Aufgrund dieser Probleme sollte die Streubesitzregelung für den laufenden Betrieb (§ 11 Abs. 1 Satz 1 REITG-E) ganz entfallen – zumal sie im internationalen Vergleich relativ unüblich ist und der Schutzzweck der Vorschrift bereits über die zwingende Börsennotierung der REIT-AG und die Streubesitzquote bei Börsenzulassung (§ 11 Abs. 1 Satz 2) erreicht wird.

Hilfsweise sollte die Vorschrift praktikabler ausgestaltet werden, um die REIT-AG nicht unnötigen Rechtsunsicherheiten auszusetzen.

Ähnliche Probleme stellen sich bei der Administration der 10%-Höchstbeteiligungsgrenze (§ 11 Abs. 4 REITG-E).

Anfänglicher Streubesitz

Beim anfänglichen Streubesitz halten wir es für erforderlich, den Bezugspunkt anders als „bei Börsenzulassung“ zu definieren, da die Aktien regelmäßig erst nach erfolgter Börsenzulassung zugeteilt werden. Am praktikabelsten scheint es uns daher zu sein, auf die Notierungsaufnahme abzustellen („bei Notierungsaufnahme“). Die Regelung könnte sich dabei an § 9 BörsZulVO orientieren.

Berechnung der Stimmrechte

Der Regierungsentwurf führt zur Kontrolle des Streubesitzes keine eigenständige Regelung ein, sondern sieht die Berechnung nach §§ 22 und 23 WpHG vor. Die genaue Bestimmung des Streubesitzes durch die REIT-AG ist allerdings mit Problemen verbunden. Die Gesellschaft erhält nur von den Aktionären, die bestimmte Meldeschwellen überschreiten, eine Stimmrechtsmitteilung. Bewegungen zwischen der Schwellen sind nicht erkennbar, d.h. die Gesellschaft weiß z.B. nicht, ob die Aktionäre 3,1 % oder 4,9 % halten, wenn sie

einmal ihren Prozentsatz beim Überschreiten der Schwelle gemeldet haben. Ein Beispiel:

Ein Gesellschaft weiß, dass sie über 19 Prozent Streubesitz gemäß der Definition verfügt. Es meldet ein Aktionär den Erwerb von 3,5 Prozent der Aktien. Die Gesellschaft verfügt dann nur noch über 15,5 Streubesitz. Erhöht der Aktionär daraufhin auf 4,5 Prozent ist er nicht mehr meldepflichtig, die Gesellschaft würde von dem Unterschreiten des Streubesitzkriteriums aber nichts erfahren.

Zudem kann es innerhalb des Systems zu Doppelmeldungen kommen, aus denen die Gesellschaft keinen Rückschluss auf ihre Aktionäre ziehen kann.

Einfluss der REIT-AG auf den Streubesitz

Mit der Bindung an das Meldesystem nach WpHG erhält die Gesellschaft immer nur eine Abbildung der Stimmrechte, wenn die Schwellen bereits berührt wurden. Sie kann also immer nur nachträglich aktiv werden.

Dabei ist zu bedenken, dass die REIT-AG keine Befugnisse hat, auf die Investoren verbindlich einzuwirken. Solche werden ihr durch den Regierungsentwurf auch nicht zugebilligt. Der Regierungsentwurf geht aber davon aus (Drs. 779/06, S. 22), dass die Gesellschaft Einfluss auf ihren Aktionärskreis nehmen kann, und zwar durch aktive Investor Relations-Arbeit und Kapitalerhöhungen. Solche Maßnahmen garantieren dabei jedoch nicht den Erfolg, sie sind darüber hinaus aus aktienrechtlicher Sicht z.T. auch problematisch.

Das Management ist zur Gleichbehandlung und Neutralität gegenüber den Investoren verpflichtet. Ein allzu aktives Einwirken könnte daher gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz verstoßen. Dabei stellt sich u.a. die Frage, ob das Management alle Aktionäre kontaktieren muss oder eine Auswahl treffen kann, wenn mehrere Aktionäre die drei Prozent-Schwelle überschritten haben.

Die Gesellschaft hat außerdem nicht unbedingt die Möglichkeit, die „ultimate Investors“ zu erreichen und mit ihnen zu kommunizieren als Voraussetzung aktiver Investor Relations-Arbeit. Dies gilt sowohl für Inhaber- als auch für Namensaktien. Abgesehen von den Stimmrechtsmitteilungen gibt es bei Inhaberaktien keine Möglichkeit für die REIT-AG, ihre Aktionäre zu kennen. Prinzipiell muss dagegen bei Namensaktien zwar der Aktionär im Aktienregister eingetragen sein, aber auch Intermediäre können eingetragen werden. Außerdem gibt es freie Meldebestände, bei denen niemand im Aktienregister eingetragen ist. Europarechtlich ist zudem die Frage, wer der „wahre Aktionär“ ist und wie Intermediärketten bis zum wirtschaftlichen Eigentümer nachverfolgt werden können, weiter ungeklärt. Keine Verbesserung der Situation ergibt sich übrigens daraus, dass Art 13 Abs. 3 des Entwurfs der Richtlinie über die Ausübung bestimmter Rechte von Aktionären in börsennotierten Gesellschaften (P6_TC1-COD(2005)0265) vom 15. Februar 2007 vorsieht, dass Intermediäre nicht gezwungen werden können, den „wahren Aktionär“ offenzulegen,

wenn die Intermediäre nach dem geltenden Recht als Aktionär anerkannt sind.

Kapitalerhöhungen unter Bezugsrechtsausschluss sind eine weitere Möglichkeit der REIT-AG, den Streubesitz wiederherzustellen. Auch dies ist jedoch keine garantiert Erfolg versprechende Maßnahme, wenn die Marktsituation ungünstig ist und die Aktien nicht genügend Abnehmer finden. Um hierdurch eine gute Streubesitzquote für die Zukunft sicherzustellen, ist es nahe liegend, dass die REIT-AG diese Aktien v.a. bei Privatanlegern zu platzieren versucht, bei denen zu erwarten ist, dass sie dauerhaft nicht mehr als 3 % der Aktien halten werden. Dient eine solche Kapitalerhöhung der Abwendung des drohenden Verlusts des REIT-Status, fragt es sich, ob die verstärkte Bewerbung von Privatanlegern durch die REIT-AG als schlüssige Folge des staatlichen Regelungsregimes in die richtige Richtung weist, wo diese doch in einer solch kritischen Situation vom Verlust des REIT-Status negativ betroffen wären.

Rechtsfolge des Verstoßes gegen die Streubesitzquote

Den dargestellten Unsicherheiten bei der Berechnung des Streubesitzanteils und den nur unverbindlichen Einflussnahmemöglichkeiten durch die REIT-AG steht die harte Sanktion gegenüber, die § 18 Abs. 3 Satz 1 REITG-E vorsieht: befinden sich während dreier aufeinander folgender Wirtschaftsjahre weniger als 15 % der Aktien im Streubesitz, entfällt die Steuerbefreiung zum Ende des dritten Wirtschaftsjahres.

Da die REIT-AG nur sehr beschränkte Möglichkeiten hat, auf den Streubesitz Einfluss zu nehmen, sollte auf die Regelung des § 11 Abs. 1 Satz 1 REITG-E verzichtet werden – zumal sich die Rechtsfolge des Verlustes des Steuerprivilegs auf alle Aktionäre auswirken wird.

Der Regierungsentwurf begründet die Regelung damit, dass „Quasi“ Private REITs verhindert werden sollen und die Investitionsmöglichkeit einem weiten Anlegerpublikum zur Verfügung stehen soll. Dieser Anforderung wird aber bereits über die zwingend vorgeschriebene Börsennotierung ausreichend Rechnung getragen, wodurch sich Anleger jederzeit über die Börse an einer REIT-AG beteiligen oder sich umgekehrt von einem entsprechenden Engagement leicht trennen können. Zudem kann die Geschäftsführung der Börse bereits nach geltendem Recht die Notierung aussetzen und/oder einstellen, wenn ein ordnungsgemäßer Börsenhandel gefährdet ist oder nicht mehr gewährleistet erscheint (§ 38 BörsG).

Um den für die REIT-AG, die Wirtschaftsprüfer und die Behörden kaum handhabbaren Verwaltungsaufwand zu begrenzen, sollte es ausreichen, wenn die REIT-AG zum Börsengang eine Streubesitzquote aufweist. Über die optimale Höhe des laufenden Streubesitzes mögen dann die Marktkräfte entscheiden.

Alternativ sollte zumindest eine Lösung gefunden werden, nach der immer der für die Gesellschaft günstigste Fall angenommen wird, um den praktischen Problemen gerecht zu werden. So sollten die freien Meldebestände immer als Streubesitz gelten. In die Berechnung des Streubesitzes sollten darüber hinaus jeweils nur die überschrittenen Schwellenwerte einbezogen werden: Meldet also ein Aktionär 3,5%, sollte sein Aktienbesitz als 3% zählen, da es möglich ist, dass sich der Aktionär wieder von 0,4% des Aktienbesitzes trennt, ohne dass die Gesellschaft davon erfährt.

Zusätzlich sollte man darüber nachdenken, eine Exkulpationsmöglichkeit für die REIT-AG zu schaffen, mit der sie den Verlust der Steuerbefreiung bei Verstoß gegen die Streubesitzklausel und die 10%-Höchstbeteiligungsklausel abwenden kann. Der Nachweis einer im Rahmen des gesetzlich Erlaubten und Zumutbaren betriebenen IR-Politik mit dem Ziel Einflussnahme auf den Aktionärskreis sollte hierfür genügen. Gleichzeitig besteht damit ein ausreichender Anreiz für die REIT-AG, ihre Aktionärsstruktur auch tatsächlich zu beobachten.

Entschädigungsregelung, § 11 Abs. 3 REITG-E

Ausgerechnet die Nichteinhaltung des Streubesitzes sowie das Überschreiten der 10%-Schwelle durch einen Aktionär, auf die das Management der REIT-AG nur beschränkten Einfluss hat, sanktioniert der Regierungsentwurf mit einer Entschädigungsregelung. Nach § 11 Abs. 3 REITG-E hat die REIT-AG für diejenigen Aktionäre, denen weniger als 3 % der Stimmrechte zustehen, in der Satzung eine Entschädigung für den Fall der Beendigung der Steuerbefreiung vorzusehen.

Es fragt sich, wie eine solche Entschädigungsregelung europarechtskonform umgesetzt werden könnte. Es kommt eine Entschädigung der Streubesitz-Aktionäre durch den Rückerwerb der Aktien in Betracht. Der Gesellschaft ist es jedoch nach der Zweiten Gesellschaftsrechtlichen Richtlinie versagt, mehr als 10 % eigener Aktien zu erwerben, § 71 Abs. 2 AktG. Es fragt sich zudem, ob eine sonstige Entschädigung einen Verstoß gegen das Verbot der Einlagenrückgewähr, dass ebenso europarechtlich verankert ist, darstellen würde.

Auf diese Regelung sollte deshalb verzichtet werden.

§ 15 Kreditaufnahme sowie daran geknüpfte Sanktionen (§ 18 Abs. 4)

§ 15 REIT-G-E zielt darauf, die Finanzkraft des REIT über eine Beschränkung der Fremdfinanzierung zu sichern.

Die Formulierung sollte insgesamt klarer und unmissverständlicher sein: Der REIT-AG sollte eine Eigenkapitalquote von 40 Prozent vorgeschrieben werden, wobei deutlich werden muss, welcher bilanzielle Bezugspunkt (HGB- oder IFRS-Abschluss) hierfür zu gelten hat. Die Formulierungen „Kredite“ und „marktübliche Konditionen“ lassen hingegen zu viele Interpretationen zu.

Der Bezugspunkt Eigenkapitalquote sollte demnach auch in § 18 Abs. 4 gewählt werden. Der Begriff „Kreditaufnahme“ ist hier nicht eindeutig.

§ 18 Ende der Steuerbefreiung

Für den Verlust der Steuerbefreiung in § 18 Abs. 2 REITG-E bei einem Verstoß gegen das Verbot des Grundstückshandels des § 14 Abs. 1 REITG-E gibt es keine Ausnahmen. Es sollten jedoch zumindest Ausnahmegesetze für bestimmte Notsituationen geschaffen werden.

Es ergibt sich z.B. eine Rechtsunsicherheit für den Vorstand dahingehend, wie er sich verhalten soll, wenn abzusehen ist, dass die Immobilienpreise erheblich sinken werden. Damit die Werte der Gesellschaft nicht vernichtet werden, könnten in einer solchen Situation Notverkäufe erforderlich sein. Auch könnte es für gerade aufgelegte REITs zweckmäßig sein, im Wege des Verkaufs Klumpenrisiken abzubauen. Welches Handeln dient dann dem Wohle der Gesellschaft: Der Verkauf, der einen Verstoß gegen § 14 Abs. 1 REITG-E darstellt, mit der Folge des Verlusts der Steuerbefreiung oder das Halten der Immobilien? Nach der Business Judgement Rule des § 93 AktG begeht der Vorstand (§ 116 AktG für den Aufsichtsrat) nur dann keine Pflichtverletzung, wenn er vernünftigerweise davon ausgehen durfte, zum Wohle der Gesellschaft zu handeln.

Eine Ausnahmeregelung sollte ebenso für die Liquidation der Gesellschaft vorgesehen werden.