

**Schriftliche Stellungnahme**  
**zum Gesetzentwurf der Bundesregierung**  
**„Entwurf eines Gesetzes zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen**  
**(REIT-Gesetz – REITG)“**  
**(Drucksachen 16/4026; 16/4036)**

**sowie**

**zu dem Antrag der Fraktion DIE LINKE**  
**(Drucksache 16/4046)**

von Prof. Dr. Stefan Kofner / Hochschule Zittau / Görlitz

## **Gliederung**

1	Eine „Lücke“ bei der indirekten Immobilienanlage? .....	3
2	Rechtsform der deutschen REITs .....	5
3	Qualifikation als REIT-Aktiengesellschaft .....	6
3.1	Mindestausschüttung, Steuertransparenz und steuerliche Subventionierung.....	6
3.2	Immobilien als Anlageschwerpunkt.....	7
3.3	Anlegerstruktur, Mindeststreuung und Beteiligungsgrenzen.....	8
3.4	Ausschluß des „Immobilienhandels“ .....	9
4	Spezielle Besteuerungsfragen.....	9
4.1	Behandlung von Veräußerungsgewinnen.....	9
4.2	Exit Tax.....	10
5	Bilanzierung und Ausschüttung an die Anleger .....	11
6	Nicht-Einbeziehung von Wohnimmobilien.....	13

Mit dem vorliegenden Gesetzentwurf beabsichtigt die Bundesregierung ein zusätzliches Instrument der indirekten Immobilienanlage in Deutschland einzuführen, die sogenannten „Real Estate Investment Trusts“ (REITs). Die REITs treten damit neben die bereits vorhandenen Instrumente der indirekten Immobilienanlage, also die offenen und geschlossenen Immobilienfonds sowie die gewöhnlichen Aktiengesellschaften.

Das neue Anlageinstrument orientiert sich an den entsprechenden ausländischen Rechtsinstituten. Damit soll ein Beitrag zur verbesserten Integration der Finanzmärkte und zur Stärkung des deutschen Finanzplatzes geleistet werden. In dem Gesetzentwurf wird unter anderem die „Wettbewerbsgleichheit gegenüber europäischen Finanz- und Immobilienstandorten“ als Grund für die Einführung der REITs angeführt. Es wird offenbar befürchtet, daß ohne die Einführung deutscher REITs ausländische Kapitalsammelstellen den heimischen Immobilien-Anlagemarkt dominieren würden.

Außerdem erhofft man sich von den REITs Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und Lerneffekte: „Mit der Einführung deutscher REITs will Deutschland (sic!) den nötigen Anschluß finden und erstmals ein marktgängiges Kapitalmarktprodukt für die Immobilienanlage schaffen, um hierdurch die Attraktivität des deutschen Immobilienmarktes für ausländische Anleger zu erhöhen und die bisher im internationalen Vergleich eher gering ausgeprägte Transparenz und Professionalisierung der deutschen Immobilienbranche zu beflügeln.“

Mit ihrem Gesetzentwurf hat die Bundesregierung in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft lange und kontrovers diskutierte Fragen zu lösen versucht:

- die Voraussetzungen für die Gewährung des REIT-Status (Börsennotierung, Mindeststreuung der REIT-Aktien, Schwerpunkt bei der Immobilienanlage, Mindestausschüttung, Ausschluß des Immobilienhandels),
- die Besteuerung der deutschen REITs,
- die Bilanzierung (nach HGB oder IFRS).

Von besonderem Interesse sind die Auswirkungen der Einführung von REITs auf den Wohnungsmarkt. Die Bundesregierung hat der Kritik an der Einbeziehung bestehender Wohnimmobilien in die Portfolios der deutschen REITs mit einer restriktiven Ausschlußregelung Rechnung getragen.

## **1 Eine „Lücke“ bei der indirekten Immobilienanlage?**

Mit der gesetzlichen Einführung eines deutschen REIT soll eine in Deutschland im internationalen Vergleich angeblich bestehende „Lücke“ im Bereich der indirekten Immobilienanlage geschlossen werden – dies obwohl wir mit den offenen und den geschlossenen Immobilien-

fonds bereits über zwei spezielle Instrumente der indirekten Immobilienanlage verfügen. Hinzu kommen Aktiengesellschaften mit einem Anlageschwerpunkt bei Immobilien (sogenannte „Immobilien-AGs“). Ausländischen Investoren seien die bislang in Deutschland vorhandenen indirekten Immobilienanlagevehikel aber „zu komplex und zu restriktiv“, außerdem entsprechen sie nicht den international geltenden Standards.

Tatsächlich wäre in einem von zunehmender internationaler Verbreitung von REIT-Strukturen geprägten Umfeld im Falle des Ausbleibens der Schaffung deutscher REIT-Strukturen zu erwarten,

- daß weniger ausländisches (und inländisches) Beteiligungskapital in deutsche Immobilien investiert wird und
- daß ausländische Adressen das Geschäft mit der indirekten Immobilienanlage dominieren.

Man kann insofern von einer Sogwirkung der Ausbreitung von REIT-Strukturen sprechen, der man sich auf Seiten der Bundesregierung nicht entziehen zu können glaubte. Die entscheidende Frage im Hinblick auf die Notwendigkeit deutscher REITs ist, wie man diese unbestreitbaren Folgen der Nicht-Schaffung deutscher REITs bewertet. An dieser Stelle ist eine nach Wohn- und Gewerbeimmobilien differenzierende Betrachtung erforderlich (Abschnitt 6).

Die derzeitige Struktur der indirekten Immobilienanlagen in Deutschland weist neben der Intransparenz ihrer Anlagevehikel für ausländische Anleger noch andere Defizite auf:

- Der Anteil der indirekten Immobilienanlagen an dem gesamten in Immobilien investierten Eigenkapital ist vergleichsweise gering.
- Der Spezialisierungsgrad ist vergleichsweise gering, d.h. es ist nicht möglich auf indirekte Weise z.B. in Pflege- oder Hotelimmobilien zu investieren.

Dafür ist aber nicht allein das Fehlen deutscher REIT-Strukturen verantwortlich, sondern ein Bündel verschiedener Ursachen (z.B. die Art und Weise der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen aus Immobilienverkäufen). Mit der Schaffung deutscher REITs kann aber grundsätzlich ein Beitrag zur weiteren Spezialisierung der Anlagemöglichkeiten (und damit zur Steigerung der Effizienz der Kapitalallokation<sup>1</sup>) und zur Hebung des Anteils der indirekten Immobilienanlagen geleistet werden.

Die Frage bleibt, ob es wünschenswert ist, mit der problemlosen Handelbarkeit der Anteile aus Immobilienanlagen an den Sekundärmärkten aus Immobilien trotz ihrer physischen

---

<sup>1</sup> Mit einem gewissen Reifegrad des Marktes wird auch in Deutschland eine nach Immobilienarten und Regionen differenzierte REIT-Struktur entstehen, die es den Anlegern erlauben wird, mit der Beteiligung an verschiedenen REITs Anlageportfolios mit individuellen Schwerpunkten aufzubauen. Der Aufbau effizienter Portfolios ist bislang nur auf direktem Wege möglich, was einen entsprechend hohen Kapitaleinsatz erfordert.

Standortbindung fungible Kapitalanlageprodukte machen. Daraus muß sich eine weitgehende Entfremdung der Investoren von den Investitionsobjekten und von den Mietern der Objekte ergeben. Menschliche Beziehungen werden anonymisiert und Immobilien einseitig auf die Eigenschaften der mit ihnen verbundenen Zahlungsströme reduziert. Aus ihren geistigen, ideellen, sozialen und emotionalen Bezügen gelöst werden sie aus der Perspektive der Kapitalanleger zu austauschbaren „Underlying Assets“. Dies mag bei einem von einer Versicherungsgesellschaft gemieteten Bürogebäude unbedenklich erscheinen. Im Falle der Vermietung von Ladengeschäften und erst recht bei der Vermietung von Wohnräumen ist der Öffentlichkeitsgrad des Investments aber viel höher zu veranschlagen. Zumindest in bestimmten Teilmärkten erfordern diese Immobilien Investoren, die nicht stets nur die Steigerung des „shareholder value“ vor Augen haben.

Der Gesetzentwurf trägt diesen Bedenken im Hinblick auf die Wohnimmobilien insoweit Rechnung, als er bestehenden Wohnimmobilien die REITs-Fähigkeit nicht zuerkennen will. Angesichts der seit Jahren ablaufenden Welle von Privatisierungen öffentlicher Wohnungsunternehmen greift dies aber zu kurz. Notwendig wäre neben den REITs ein spezielles steuerlich attraktiv ausgestaltetes Instrument der indirekten Kapitalanlage in Wohnimmobilien, das auch den besonderen Anforderungen einer sozialverträglichen Wohnungsprivatisierung gerecht wird.

## **2 Rechtsform der deutschen REITs**

Die deutschen REITs sollen Aktiengesellschaften sein, so daß grundsätzlich die Bestimmungen des Aktiengesetzes und des Handelsgesetzbuches (HGB) gelten. Die Besonderheiten der REIT-Aktiengesellschaft sind im sogenannten REIT-Gesetz (REITG) geregelt.

Die Entscheidung für die Rechtsform einer Aktiengesellschaft ergänzt um abweichende Spezialregelungen für die REIT-Aktiengesellschaft ist aus Gründen einer schlanken und effizienten Gesetzgebung vernünftig. Die Möglichkeit der Entstehung einer REIT-Aktiengesellschaft auch durch Umwandlung verhindert das Entstehen von Wettbewerbsnachteilen für bestehende Immobilien-Aktiengesellschaften.

Als Aktiengesellschaften werden die REITs nicht der Finanzdienstleistungsaufsicht unterliegen. Man setzt auf hier auf die Selbstregulierung der Kapitalmärkte. Eine Börsennotierung soll für die REIT-AG obligatorisch sein (§ 10 REITG). Die damit verbundenen Berichts- und Mitteilungspflichten bieten ein Mindestmaß an Anlegerschutz. Es kommt hinzu, daß Vorkehrungen getroffen wurden, um einen bestimmten Streubesitzanteil auf Dauer sicherzustellen.

### 3 Qualifikation als REIT-Aktiengesellschaft

Abgesehen von der Börsennotierung müssen Aktiengesellschaften nach dem REITG die folgenden Voraussetzungen zur Erlangung des REIT-Status erfüllen:

- Mindestausschüttung (§ 13)
- Schwerpunkt bei der Immobilienanlage (§ 12)
- Mindeststreuung der REIT-Aktien (§ 11)
- Ausschluß des Immobilienhandels (§ 14)

#### 3.1 Mindestausschüttung, Steuertransparenz und steuerliche Subventionierung

Ausschüttungen und sonstige Bezüge einer inländischen REIT-Aktiengesellschaft werden nicht auf der Gesellschaftsebene, sondern nur bei den Anlegern versteuert und zwar als Dividenden ohne Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens (§ 19 REITG). „Aus Gründen der Chancengleichheit“ werden Ausschüttungen ausländischer REITs steuerlich genauso behandelt.

Zur Sicherung der Besteuerungsbasis sollen die deutschen REITs verpflichtet werden, mindestens 90 Prozent ihres ausschüttungsfähigen Gewinns an die Aktionäre auszuschütten. Dies bedeutet für sie auf den ersten Blick eine nicht unerhebliche finanzierungsseitige Beschränkung. Die Möglichkeiten der (offenen) Selbstfinanzierung wären für einen REIT entsprechend eng begrenzt. Auf der anderen Seite sind in anderen Ländern zum Teil noch höhere Mindestausschüttungsquoten vorgeschrieben. Die REITs sind insoweit zur Finanzierung neuer Immobilienprojekte auch auf Eigenkapitalzuführungen vom Kapitalmarkt (Kapitalerhöhungen) und den Verkauf von Teilportfolios angewiesen.

Daß dies einen auf lange Sicht möglicherweise ungesunden Druck zur Lieferung „guter Quartalsergebnisse“ erzeugt, braucht nicht betont zu werden. Der ständige Ausschüttungsdruck wird außerdem die Organisationskultur und das Marktverhalten der REITs entscheidend prägen. Wegen der Finanzierungsbeschränkung sind sie darauf angewiesen, ihr Portfolio häufig umzuschlagen und bei Analysten und Anlegern ständig gut angeschrieben zu sein. Die Rendite- und Umschlagsorientierung der REITs dürfte im Zweifel sogar noch ausgeprägter sein als die der sogenannten „Private Equity-Fonds“, die nach der Übernahme eines Portfolios nicht unter dem Zwang einer kurzfristigen Erlösmaximierung handeln müssen. Die REITs stehen auf symbolische Weise für die Kritik an der Globalisierung der Finanzmärkte und der einseitigen Orientierung auf den „shareholder value“. Es handelt sich insoweit um eine weitere Erscheinungsform der anhaltenden Entfesselung unserer marktwirtschaftlichen Ordnung.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Zum Begriff der entfesselten Marktwirtschaft siehe Ulrich 2003.

Als Bemessungsgrundlage der Ausschüttungen der REITs dient der nach dem Handelsgesetzbuch vorsichtig ermittelte Gewinn – stille Reserven aufgrund von marktbedingten Wertsteigerungen nicht eingeschlossen. Damit werden bis zu 10 Prozent der Erträge der deutschen REITs von vornherein nicht versteuert (d.h. sie unterliegen nach § 16 REITG weder der Körperschaft- noch der Gewerbesteuer). Hinzu kommt der steuersenkende Effekt, der sich aus der Behandlung von Wertsteigerungen und Veräußerungsgewinnen ergibt (Abschnitt 4.2). Im Bezug auf die Veräußerungsgewinne sind die REITs aber gegenüber anderen Formen der indirekten Immobilienanlage wie der Immobilien-AG steuerlich schlechter gestellt.

### **3.2 Immobilien als Anlageschwerpunkt**

Die Untergrenzen für den Anteil der Einkünfte der REITs aus Immobilien an den gesamten Einkünften und den Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen – jeweils 75 Prozent (§ 12 Abs. 1 und 2 REITG) – orientieren sich an den Vorgaben aus den USA, wobei hier eine Bewertung der Vermögensgegenstände nach IFRS und nicht nach HGB maßgeblich sein soll (Abschnitt 5).

An dieser Stelle besteht ein gewisses Mißverhältnis im Verhältnis zur Höhe der Ausschüttungsquote. Bis zu 25 Prozent des auf der Gesellschaftsebene steuerfrei gestellten Teils der Einkünfte der deutschen REITs müssen nach der vorgesehenen Regelung gar nicht aus Immobilien stammen. Je nach der Bemessung der Ausschüttungsquote sollte daher eine mehr oder weniger deutliche Anhebung der beiden Mindestquoten erwogen werden. Schließlich kann es ja wohl nicht das Ziel des Gesetzgebers sein, in größerem Umfang Erträge aus irgendwelchen gar nicht immobilienbezogenen Portfoliobestandteilen steuerlich zu privilegieren. Alternativ hätte die Steuerbefreiung wie in Frankreich und Großbritannien auf Erträge aus „prägenden“, „berechtigten“ bzw. „qualifizierten“ (d.h. immobilienbezogenen) Aktivitäten beschränkt werden können. Dies wird im Begründungsteil aber abgelehnt, „um die Anwendung der Mutter-Tochter-Richtlinie und der Fusions-Richtlinie sicher auszuschließen“.

Die für Deutschland vorgesehenen Regelungen im Bezug auf die Mindestausschüttung, die völlige Steuerfreiheit auf der Gesellschaftsebene und die Zulässigkeit von nicht immobilienbezogenen Einkunftsarten führen letzten Endes zu einer teilweisen Verfehlung des Gesetzeszweckes, da im internationalen Vergleich ein zu großer Anteil nicht immobilienbezogener Einkünfte privilegiert wird (d.h. erstens zugelassen und zweitens teilweise nicht besteuert wird). Die REITs sind aber als „reine“ Immobiliengesellschaften gar nicht auf einen größeren Anteil anderer Asset-Klassen in ihrem Portfolio angewiesen. Anders als die offenen Immobilienfonds brauchen sie auch keine Liquiditätsreserve für den Fall vorzuhalten, daß eine Anlegerpanik ausbricht.

Es wird daher eine Anhebung der Mindestquoten für den Anteil des unbeweglichen Vermögens am Gesamtvermögen und den Anteil der immobilienbezogenen Erträge an den gesamten Bruttoerträgen der REIT-Aktiengesellschaft auf jeweils 80 Prozent empfohlen.

### 3.3 Anlegerstruktur, Mindeststreuung und Beteiligungsgrenzen

Die REIT-Aktiengesellschaft soll verpflichtet werden, auf Dauer eine Mindeststreuung sicherzustellen, um „auch Kleinanlegern die Möglichkeit einer fungiblen Investition in Immobilienvermögen eröffnen“ (Streubesitzregelung). Konkret müssen sich dauerhaft mindestens 15 Prozent der Aktien in den Händen von Aktionären befinden, die jeweils nicht mehr als 3 Prozent der Aktien halten. Zur Sicherung des deutschen Steueraufkommens im Verhältnis zu ausländischen Anteilsinhabern ist außerdem eine direkte Beteiligung eines einzelnen Aktionärs von 10 Prozent oder mehr am Grundkapital nicht erlaubt (Höchstbeteiligung).<sup>3</sup> Schließlich müssen sich zum Zeitpunkt der Börsenzulassung mindestens 25 Prozent der REIT-Anteile im Streubesitz befinden (initiale Streubesitzquote).

Mit diesen Regelungen kann ein gewisser Schutz von Kleinanlegern vor dem dominierenden Einfluß eines Großaktionärs erreicht werden. Auf der anderen Seite verbleiben gewisse Zweifel an der praktischen Durchführbarkeit. Die REIT-AG selbst kann doch nur begrenzt Einfluß auf ihre Aktionärsstruktur nehmen.

Abhilfe soll hier mit einem Überwachungssystem geschaffen werden, das auf den bestehenden Meldepflichten des § 21 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) aufbaut. Damit soll es der REIT-AG ermöglicht werden, den Kreis der Erwerber ihrer Aktien nachzuvollziehen und beeinflussen zu können. Die Steuerbehörden sollen in die Lage versetzt werden, die Erfüllung der Bedingungen für die Gewährung des REIT-Status zu überwachen.

Die Meldepflicht an die Gesellschaft und an die BaFin wird bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten bestimmter Meldeschwellen ausgelöst. Das Meldesystem ist außerdem mit Sanktionen bewehrt.

Überschreitet ein Aktionär die Höchstbeteiligungsgrenze (§ 14 Abs. 3) von 10 Prozent, so teilt die BaFin dies der zuständigen Finanzbehörde mit, die den Anleger dann auf der Grundlage bestehender Prozesse sanktioniert.

Im Falle der Verletzung der Mindeststreuquote (§ 14 Abs. 2) wird dagegen die REIT-AG selbst sanktioniert. Jede REIT-AG muß jährlich zum Stichtag 31.12. nachweisen, daß sie das Streubesitzkriterium erfüllt. Wird die Mindeststreubesitzquote drei Jahre nacheinander nicht erfüllt, so verliert die REIT-Aktiengesellschaft ihren REIT-Status (§ 22 Abs. 3). Die drohenden Sanktionen sollen die REIT-AG veranlassen, selbst Maßnahmen zu ergreifen, um den Mindeststreubesitz zu gewährleisten.

Da das System der Meldepflichten auf bestehenden Strukturen aufbaut, dürfte der administrative Mehraufwand begrenzt sein. Das Sanktionsregime bei Unterschreitung der Mindeststreu-

---

<sup>3</sup> Diese Höchstbeteiligung bezieht sich aber nicht auf die indirekte Beteiligung an einer REIT-AG. Mittels zwischengeschalteter Gesellschaften kann ein Anteilseigner also auch eine Beteiligungsquote oberhalb von 10 Prozent erreichen.



quote läuft aber Gefahr, zwei Klassen von REIT-Aktiengesellschaften zu schaffen. Möglicherweise werden bereits „angezählte“ REIT-Aktiengesellschaften im Börsenkurs heftig abgestraft. Dies dürfte aber kaum im Interesse der Kleinanleger sein, die durch die Streubesitzregelung eigentlich geschützt werden sollen. Auch bietet eine sich abzeichnende Unterschreitung der Mindeststreuquote Anreize zur Erzielung illegaler Handelsgewinne auf der Grundlage von Insiderinformationen.

### **3.4 Ausschluß des „Immobilienhandels“**

Die Idee, den REIT-Status nur bei einem „Schwerpunkt auf der passiven Immobilienbewirtschaftung“ zu gewähren (§ 14), ist von der US-REIT-Gesetzgebung inspiriert: „Kerngeschäft der REIT-Aktiengesellschaft ist das Halten und die Bewirtschaftung ihrer Immobilien, nicht der Handel mit ihnen.“ Die Privilegierung von Handelsgewinnen wird mit den vorgesehenen Regelungen aber lediglich eingeschränkt. Diese lassen immerhin zu, daß innerhalb von nur 5 Jahren die Hälfte des REIT-Portfolios und innerhalb von 10 Jahren das gesamte Portfolio umgeschlagen wird. Trotz der Haltefrist von vier Jahren für Immobilien, die steuerbegünstigt eingebracht wurden (Exit Tax, Abschnitt 4.4), bleibt damit „eine flexible Umschichtung des Portfolios“ möglich. In der Praxis dürften diese Regelungen kaum eine beschränkende Wirkung entfalten.

Damit muß aber auch die in Abschnitt 3.1 geäußerte Kritik an den Folgen des hohen Ausschüttungsdrucks für Organisationskultur und Marktverhalten der REITs inhaltlich voll bestehen bleiben. Die Aussage im Begründungsteil über das Kerngeschäft der REIT-Aktiengesellschaft ist also kontrafaktisch. Eine strengere Regelung erscheint hier dennoch nicht unbedingt angezeigt. Die REITs sind wegen ihrer hohen Zwangsausschüttungsquote zur Finanzierung neuer Investitionen auf ein flexibles Portfoliomanagement angewiesen. Der „bestandsorientierte REIT“ ist eine Wunschvorstellung der Bundesregierung.

## **4 Spezielle Besteuerungsfragen**

### **4.1 Behandlung von Veräußerungsgewinnen**

Veräußerungsgewinne aus dem Verkauf von Immobilien durch eine REIT-AG können bis zur Hälfte in eine Rücklage zu Lasten des ausschüttungsfähigen Gewinns eingestellt werden. Bei Auflösung können die zurückbehaltenen Gewinne von den Anschaffungs- oder Herstellungskosten von im Auflösungsjahr angeschafftem unbeweglichen Vermögen abgezogen werden.

Diese Regelung zur Behandlung von Veräußerungsgewinnen ist offenbar von § 6b Einkommensteuergesetz inspiriert, der sogar eine vollständige Verrechnung von Veräußerungsgewinnen erlaubt. Im Falle der REITs setzt diese Vergünstigung aber auf einer anderen Steuerver-

günstigung auf, nämlich der vollständigen Befreiung von bis zu 10 Prozent des ausschüttungsfähigen Gewinns von der Körperschaftsteuer.

Als Folge der teilweisen Übertragbarkeit von Veräußerungsgewinnen ergibt sich, daß die REIT-AG einen beträchtlichen Teil ihrer Gewinne erst mit erheblicher Verspätung ausweist, woraus sich für die Gesellschaft wie auch für die Anleger – gerade auch wegen der aufgrund des Ausschüttungsdrucks voraussichtlich hohen Umschlagshäufigkeit der REIT-Portfolios – spürbare Liquiditäts- und Renditevorteile ergeben. Die Regelungen eröffnen außerdem weitreichende Spielräume zur Bilanzgestaltung und damit zur Gewinnverschiebung im Interesse gutverdienender Privatanleger, die zur Vermeidung von Steuerprogressionseffekten naturgemäß ein großes Interesse an einem möglichst gleichmäßigen Ausschüttungsverlauf haben müssen.

## **4.2 Exit Tax**

Die sogenannte „Exit Tax“ ist eine zeitlich (auf 4 Jahre, d.h. bis zum 31.12.2009) befristete steuerliche Begünstigung für Gewinne aus der Veräußerung von Grund und Boden und Gebäuden an einen REIT oder an einen offenen Immobilienfonds. Wenn die veräußerte Immobilie mindestens 10 Jahre zum Betriebsvermögen gehört hat, wird die Differenz zwischen Veräußerungspreis und Buchwert nur zur Hälfte von der Einkommen- bzw. Körperschaftsteuer erfaßt. Bei Vorgängen, die unter das Umwandlungssteuergesetz fallen (Einbringungen, Formwechsel) soll der Steuervorteil aus der der Exit Tax aber offenbar nicht gewährt werden. Dies würde die Umwandlung bestehender Wohnungs- oder Immobilienunternehmen steuerlich im Verhältnis zum Verkauf der Immobilien relativ weniger attraktiv machen.

Mit der vorgesehenen Steuerbegünstigung sollen Anreize zu einer möglichst schnellen Entfaltung des REIT-Sektors gesetzt werden. Die Maßnahme erscheint durchaus geeignet, um den gewünschten Effekt zu erzielen. Insbesondere wird Unternehmen, die ihre Vermögensbindung in Immobilien dauerhaft reduzieren wollen, ein steuerlich attraktives Ausstiegsinstrument geboten. Es unterliegt keinem Zweifel, daß damit ein Strukturwandel ausgelöst werden würde. Der Anteil der selbstgenutzten Immobilien, die zugleich im Eigentum des nutzenden Unternehmens stehen, würde im Zuge dieses von der REIT-Gesetzgebung ausgelösten Outsourcing-Prozesses deutlich zurückgehen.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sind damit Vorteile, aber auch Nachteile verbunden. Aus der Auslagerung des Immobilieneigentums können sich Effizienzgewinne bei der Bewirtschaftung der Immobilien ergeben. Außerdem ergeben sich aus der Einschaltung des Kapitalmarktes verbesserte Risikoausgleichsmöglichkeiten. Schließlich setzen die veräußernden Unternehmen Kapital frei, das sie in ihr Kerngeschäft investieren können. Genausogut können sie es aber auch in ausländische Wertpapiere oder Unternehmensbeteiligungen im Ausland investieren. Davon abgesehen wird sich die Standortbindung von Unternehmen, die nicht mehr das Eigentum an den von ihnen selbst genutzten Immobilien halten, weiter lockern. Die vorgesehene Begünstigung der Veräußerungsgewinne aus Immobilienverkäufen wird die ohnehin

bestehende Tendenz zur Abwanderung von industriellen Arbeitsplätzen ins Ausland jedenfalls nicht bremsen.

## **5 Bilanzierung und Ausschüttung an die Anleger**

Im Bezug auf die Gewinnermittlungsvorschriften leistet sich der Gesetzentwurf eine verwirrende Mischung aus HGB- und IFRS-Bilanzierungsregeln.

Als Bewertungsbasis für die Zusammensetzung des Vermögens und der Erlöse einer REIT-Aktiengesellschaft zum Zwecke der Ermittlung der Untergrenzen für den unbeweglichen Vermögensanteil (§ 12 Abs. 1 REITG) und den Anteil der Bruttoerträge (§ 12 Abs. 2) und damit als Voraussetzung für die Gewährung des REIT-Status wurde der IFRS-Rechnungslegungsstandard mit „fair value“-Ansatz gewählt. Dies hat zwar den Vorteil, daß die prozentualen Untergrenzen international besser vergleichbar sind. Es wäre aber wichtiger, daß die Bemessungsgrundlage für die Mindestausschüttung vergleichbar ist.

Für die Bemessung der Ausschüttung an die Anleger und damit auch für die Höhe des steuerfreien Gewinnanteils sind dagegen die aufgrund des Vorsichtsprinzips vergleichsweise konservativen HGB-Bilanzierungsregeln (mit gewissen Modifikationen) maßgeblich (§ 13 Abs. 2 REITG). Besondere Gewinnermittlungsregeln gelten im Bezug auf die Abschreibungen und die Veräußerungsgewinne (siehe Abschnitt 4.2). Für die Ermittlung des ausschüttungsfähigen Gewinns ist allein die lineare Abschreibungsmethode zulässig (§ 13 Abs. 3). Damit ergibt sich eine Erhöhung des ausschüttungsfähigen Gewinns in den Fällen, wo steuerrechtlich höhere Abschreibungssätze zulässig sind.

Sehr ungewöhnlich ist die Regelung, wonach die REIT-AG gegebenenfalls im Umfang der Abschreibungen auch mehr als den nach HGB ermittelten Gewinn ausschütten kann (zusätzliche Ausschüttung). Diese Gestaltung ist offenbar aus dem Gefühl heraus entstanden, daß die HGB-Bilanzierungsregeln im Vergleich mit den für ausländische REITs geltenden Bewertungsvorschriften zu restriktiv seien. Da man aber vom HGB offenbar nicht ablassen wollte bzw. aus steuerrechtlichen Gründen auch nicht konnte, wurde die Möglichkeit der zusätzlichen Ausschüttung eingeführt, „um dem Ziel zu entsprechen, die deutschen REITs international konkurrenzfähig zu machen“, dies obwohl die Autoren des Gesetzentwurfes selbst einräumen, daß „der IFRS-Abschluß als Ausschüttungsbemessungsgrundlage nicht geeignet ist und auch in anderen Staaten regelmäßig nicht für Zwecke der Ausschüttung verwendet wird“.

Man muß sich hier vor Augen halten, daß bei einer Immobiliengesellschaft die Summe der Abschreibungen durchaus höher als der Gewinn sein kann. Aus der Möglichkeit der zusätzlichen Ausschüttung ergibt sich ein enormer Spielraum für die Dividendengestaltung, wobei entgegen allen kaufmännischen Grundsätzen und allen Behauptungen im Lösungs- und Begründungsteil des Gesetzentwurfes auch Ausschüttungen aus der Substanz mit der Folge einer Vernachlässigung der Immobilienbestände möglich sind. In Abschnitt B.5 des Gesetzentwurfes heißt es dazu wörtlich: „Eine „Deinvestition“ ist gleichwohl nicht zu befürchten, weil Er-

haltungsaufwendungen bereits bei der Gewinnermittlung angemessen berücksichtigt werden ...“ Im Begründungsteil heißt es weiter: „Dies (die zusätzliche Ausschüttung, der Verfasser) entspricht auch insgesamt dem internationalen REIT-System, wonach neue Investitionen nicht durch Innenfinanzierungen aus nicht ausgeschütteten Gewinnen, sondern durch Kapitalerhöhungen finanziert werden sollen.“

Die Folgen dieser besonderen Gestaltungsmöglichkeit sind problematisch. Bei der Konstruktion der „Abschreibungs-Ausschüttung“ wurden der Gläubigerschutz und die „Waffengleichheit“ gegenüber anderen (inländischen) Formen der indirekten Immobilienanlage zu gering gewichtet. Die im Lösungsteil des Gesetzentwurfes vertretene Auffassung, daß REITs-Anleger an „einer hohen Rendite, gespeist aus der Ausschüttung der Gewinne, nicht aber an einem Wertzuwachs durch den Aufbau stiller Reserven interessiert“ seien, trifft in dieser Allgemeinheit nicht zu, da der Aufbau von Reserven einen Anstieg des Aktienkurses nach sich zieht.

Eine sachliche Notwendigkeit für die Abschreibungs-Ausschüttung ist nicht erkennbar. Die damit gegebene Möglichkeit von Ausschüttungen auch aus der Substanz kann zur Vernachlässigung von Instandhaltung und Modernisierung der von den REITs gehaltenen Gebäude führen. Außerdem besteht die Möglichkeit der Täuschung unbedarfter Anleger über das Nachhaltigkeitspotential der laufenden Ausschüttungen. Nicht zuletzt widerspricht diese Gestaltungsmöglichkeit nach deutschem Verständnis auch den Grundsätzen des Gläubigerschutzes.

Für einen hinreichenden Gläubigerschutz soll die im REIT-Rahmengesetz verankerte Begrenzung der Verschuldung (Fremdfinanzierung) auf 60 Prozent des Gesellschaftsvermögens sorgen (§ 15): „Die Begrenzung der Fremdverschuldung soll für die Kapitalerhaltung und damit auch für einen hinreichenden Gläubigerschutz sorgen.“ Die Möglichkeit der Fremdfinanzierung muß zusätzlich in der Satzung vorgesehen sein. Diese Regelungen sind aber jedenfalls im Verhältnis zu den Regelungen des Investmentgesetzes (InvG) über die Belastung von Grundstücks-Sondervermögen nicht besonders restriktiv. Offene Immobilienfonds dürfen Darlehen nur bis zu einer Höhe von 50 Prozent des Grundstücksvermögens und von bis zu 25 Prozent des Fondsvermögens aufnehmen.

Bliebe es bei der Möglichkeit der Abschreibungs-Ausschüttung, so wäre der Schutz der Gläubiger der REIT-AG daher insgesamt als nicht „hinreichend“ zu bewerten.

Das Zusammenspiel von HGB-Bewertungsvorschriften und zusätzlicher Ausschüttung (gleichsam als Kompensation für die vom HGB unter Umständen erzwungene Bildung von stillen Reserven) macht den Zusammenhang zwischen der Gewinnermittlung und der Ausschüttung lose und intransparent und lädt zur Manipulation ein. Im Effekt wird die Höhe der Ausschüttung weitgehend in das Belieben der zuständigen Gesellschaftsorgane gestellt.

Alles in allem ist die gewählte Lösung für die Bemessung der Ausschüttungen an die Anleger aus Gründen der Erhaltung der Vermögenssubstanz, des Gläubigerschutzes, eines fairen Wettbewerbs im Verhältnis zu anderen Formen der indirekten Immobilienanlage und der Transpa-

renz des Zusammenhanges zwischen Gewinn und Ausschüttung daher zu verwerfen. § 13 Abs. 4 REITG sollte daher ersatzlos gestrichen werden.

Eine weitere offene Bilanzierungsfrage im Hinblick auf die REITs ist das Verfahren im Falle von Bilanzierungswahlrechten. Der „Einzelabschluß der REIT-Aktiengesellschaft nach dem Handelsgesetzbuch“ kann durchaus Aufwendungen aus der Zuführung zu Rückstellungen enthalten, die (wie die Rückstellung für Bauinstandhaltung) steuerlich gar nicht anerkannt sind. Die entsprechenden Rückstellungszuführungen kürzen 1:1 den ausschüttungsfähigen Gewinn und die Ausschüttungen der REITs. Allein die Ausschüttungen der REIT-AG sind aber (bei den Anteilshabern) steuerpflichtig. Angesichts des enormen Umfangs von langfristigen Rückstellungen, für die handelsrechtlich Passivierungswahlrecht besteht, in den Bilanzen von Wohnungs- und Immobilienunternehmen, tut sich hier ein Abgrund der steuerlichen Privilegierung zugunsten der zukünftigen REIT-AGs auf.

## **6 Nicht-Einbeziehung von Wohnimmobilien**

Der im Entwurf des REIT-Gesetzes vorgesehene Ausschluß von Bestandsmietwohnimmobilien ist restriktiv ausgestaltet. § 1 Abs. 1 Nr. 1 und § 3 Abs. 9 lassen in dieser Hinsicht keine Schlupflöcher offen. Eine REIT-AG, die auch nur eine Bestandsmietwohnimmobilie hielte, wäre keine REIT-AG mehr und müßte Körperschaft- und Gewerbesteuer zahlen. Selbst die Verwaltung von Bestandsmietwohnimmobilien würde zum sofortigen Verlust des REIT-Status führen.

Auch die Definition einer „Bestandswohnimmobilie“ ist eng gefaßt. Unter überwiegend Wohnzwecken dienenden Immobilien werden Gebäude verstanden, deren Nutzfläche zu mehr als 50 Prozent Wohnzwecken dient. Auch der Umweg, über das Halten von Anteilen an Immobilienpersonengesellschaften indirekt Bestandswohnimmobilien zu halten, soll den deutschen REITs versperrt werden (§ 3 Abs. 1). Selbst im Ausland dürfen sie keine Bestandswohnimmobilien erwerben, sei es direkt oder über eine Objektgesellschaft. Die REITs dürfen aber in Wohnungen investieren, die nach dem 31.12.2006 erbaut worden sind.

Zur Begründung heißt es: „Andernfalls wären negative Auswirkungen auf den Mietwohnungsmarkt zum Nachteil der Mieter und der öffentlichen Hand und Probleme für eine nachhaltige Stadtentwicklung und soziale Wohnungspolitik zu befürchten“.

Dieser Ansicht ist aus folgenden Gründen zuzustimmen:

Als Instrument zur Liquidisierung betrieblichen und öffentlichen Immobilienvermögens wären die REITs für Anleger wie Veräußerer attraktiver als die bisher in Deutschland gebräuchlichen Instrumente der indirekten Immobilienanlage.

Mit einem gewissen Reifegrad des Marktes würden auch in Deutschland eine nach Immobilienarten und Regionen differenzierte REIT-Struktur entstehen (mit REITs für Pflegeimmobilien, Hotelimmobilien, Einkaufszentren, etc.), die es den Anlegern erlauben würde, mit der

Beteiligung an verschiedenen REITs Anlageportfolios mit individuellen Schwerpunkten aufzubauen. Damit würde die Effizienz der Kapitalallokation zunehmen, aber auch die Schwankungsanfälligkeit der einzelnen Teilmärkte.

Analog zu den in den USA geläufigen Housing Equity REITs<sup>4</sup> würden vermutlich auch in Deutschland auf Wohnimmobilien spezialisierte REITs entstehen, da Wohnimmobilien ein deutlich anderes Risikoprofil aufweisen als Gewerbeimmobilien. Bleibt es bei der im Gesetzentwurf vorgesehenen Regelung, werden diese ihre Portfolios jedoch nur mit nach dem 1.1.2007 fertiggestellten Wohnimmobilien bestücken können.

Die REIT-Aktiengesellschaften werden unter dem Druck von kurzfristig orientierten Anlegern und Analysten mehr auf die Jahres- und Quartalsergebnisse schauen als öffentliche Wohnungsunternehmen oder Immobilienfonds dies gemeinhin tun. Die im Gesetzentwurf vorgesehenen offensiven Ausschüttungsregeln verstärken den Druck auf das Management, das zur Expansionsfinanzierung auf Kapitalerhöhungen oder den Verkauf von Teilbeständen angewiesen ist. Die Rendite- und Umschlagsorientierung wird deutlich stärker sein als insbesondere in der kommunalen Wohnungswirtschaft üblich.<sup>5</sup> REITs werden zugunsten der Mieter oder der Gemeinde keinen Gewinnverzicht leisten wollen.

Die REITs würden das Privatisierungsgeschehen an den deutschen Wohnungsmärkten spürbar beeinflussen, wenn es ihnen gestattet würde, auch in Bestandmietwohnimmobilien zu investieren. Sie würden dann zu einer Art Standard-Ausstiegsvehikel für die – größtenteils bereits investierten – ausländischen Beteiligungsfonds. Die Initiative Finanzplatz Deutschland hatte den Börsenwert der deutschen REITs im Jahre 2010 auf 133 Mrd. Euro geschätzt, davon 30 Mrd. Euro aus der Einbringung von Wohnimmobilien.

Die Befürworter einer Einbeziehung von Bestandswohnungen argumentieren (so etwa Friedemann 2006), die REITs böten den Kommunen eine Chance zur Privatisierung von Wohnungsgesellschaften ohne Einschaltung von Private Equity-Fonds als Zwischenhändlern. Sie seien grundsätzlich auch besser geeignet, um den bisherigen Eigentümern ein Mindestmaß an unternehmerischem Einfluß zu sichern.

Diese Argumentation will uns die REITs gewissermaßen als „kleineres Übel“ schmackhaft machen. Wegen des in den Beständen einer kommunalen Wohnungsgesellschaft natürlicherweise enthaltenen regionalen Kumulrisikos und in vielen Fällen auch wegen der zu geringen Portfoliowerte (der Wert eines REIT-Portfolios sollte mindestens 600 Mio. bis 1 Mrd. Euro betragen) wird es in der Regel aber nicht möglich sein, eine kommunale Gesellschaft einfach

---

<sup>4</sup> Die „Residential REITs“ kommen derzeit auf eine Marktkapitalisierung von knapp über 15 Mrd. Dollar und repräsentieren 15 Prozent der Marktkapitalisierung aller REITs.

<sup>5</sup> Ein solches Marktverhalten hat Colin Jones in seiner Studie über die Housing Equity REITs in den USA festgestellt (Jones, C.: The Potential Contribution of Tax Transparent Investment Vehicles to the Housing System, supported from the Office of the Deputy Prime Minister's New Horizons Research Programme, November 2004). Die meisten Housing Equity REITs leisten keinen Beitrag zur Wohnungsversorgung benachteiligter Zielgruppen. Wegen ihrer überregionalen Ausrichtung lassen sie sich von den Kommunen auch nur bedingt für Zwecke der Stadtentwicklung, des Quartiersmanagements, der Sozialpolitik oder der Integrationspolitik einsetzen.

in eine börsennotierte REIT-AG umzuwandeln. Einen Ausweg könnte hier allenfalls die vorgeschaltete Fusion mehrerer kommunaler Gesellschaften aus unterschiedlichen Regionen und die anschließende Umwandlung in einen REIT bieten.

Wohnungs-REITs könnten nur dann eine Alternative sein, wenn es am Ende einer grundsätzlichen Diskussion eine politische Mehrheit für die Privatisierung öffentlicher Wohnungen geben würde. Ließe man Wohnungs-REITs ohne besondere Einschränkungen zu, so würde damit die Tendenz zum gebietsweise völligen Verschwinden eines öffentlichen Wohnungsangebotes wesentlich gefördert und beschleunigt.

Der Anteil des öffentlichen und des „dritten Sektors“ am deutschen Wohnungsangebot liegt im europäischen Vergleich aber nur im Mittelfeld. Die kommunalen Wohnungsunternehmen, die sonstigen öffentlichen Eigentümer, die Genossenschaften und die Kirchen bringen es zusammen nur auf einen Marktanteil von 14,4 Prozent. In vielen anderen europäischen Ländern kommen der dritte Sektor und die öffentliche Hand zusammengenommen auf einen viel höheren Anteil am gesamten Wohnungsangebot, z.B. in Großbritannien auf knapp 20 Prozent und in Österreich auf 22 Prozent. In Finnland, Dänemark, Schweden und den Niederlanden liegt der zusammengefaßte Marktanteil sogar noch weit höher. Auf der anderen Seite spielt der Sektor in Ländern wie Italien und Spanien nur eine untergeordnete Rolle.

Die öffentliche / gemeinnützige Wohnungswirtschaft ist im europäischen Vergleich also alles andere als ein alter Zopf und der Sektor ist in Deutschland im Vergleich mit unseren Nachbarländern auf den ersten Blick auch nicht überdimensioniert. Es fällt außerdem auf, daß auch in wirtschafts- und sozialpolitisch ansonsten eher „reformfreudigen“ Ländern wie Großbritannien und Dänemark die Existenzberechtigung des öffentlichen / gemeinnützigen Wohnungsangebotes unabhängig von der Marktsituation am Wohnungsmarkt nicht grundsätzlich in Frage gestellt wird.

Der Deutsche Bundestag sollten dies jedenfalls nicht vorschnell und unreflektiert tun. Kommunale oder gemeinnützige Wohnungsunternehmen sind ein gleichberechtigtes staatliches Eingriffsinstrument zur Begrenzung des Marktversagens an den Wohnungsmärkten. Die Privatisierungen öffentlicher Wohnungsunternehmen werfen die grundsätzliche Frage nach einer langfristigen Vision der institutionellen Zukunft der Wohnungswirtschaft auf. Die Frage ist, ob die zukünftigen Herausforderungen der Branche und der Wohnungspolitik (z.B. in den Bereichen Stadtentwicklung, Quartiersmanagement, Integration von Minderheiten) allein von Unternehmen mit einer einseitig eigennützigen Kultur bewältigt werden können oder ob es dazu eines ergänzenden öffentlichen / gemeinnützigen Sektors innerhalb der Wohnungswirtschaft bedarf. Die Frage nach dem Sinn und dem Zweck des öffentlichen Eigentums an Wohnungsunternehmen hat unter dem Stichwort „Stadttrendite“ gerade erst begonnen. Wir brauchen keine Wohnungs-REITs, sondern vielmehr einen Dialog über die Möglichkeit der sozialverträglichen Überführung öffentlicher Wohnungsbestände in eine neue Form der Wohnungsgemeinnützigkeit.

Das Beispiel der in Großbritannien durchgeführten Mieterprivatisierung in Verbindung mit dem sogenannten „stock transfer“ öffentlicher Wohnungsbestände zu den gemeinnützigen

„Housing Associations“ zeigt, daß es konkrete Alternativen gibt, die geeignet sind, die Wohneigentumsquote steigern und den privatisierungswilligen Gemeinden Einnahmen zu verschaffen und die dabei doch den Grundsätzen der Sozialbindung des Eigentums Rechnung tragen.