

## Sehr geehrte Damen und Herren,

wir freuen uns, Ihnen die zweite Ausgabe der **Zeitschrift für immobilienwirtschaftliche Forschung und Praxis**, die die **Akademie der Immobilienwirtschaft (ADI)** gemeinsam mit „**Der Immobilienbrief**“ herausgibt, zu präsentieren.

Die Lernkurven- und Erfahrungsprozesse sind aktuell in der Immobilienbranche mit am höchsten. Fast im Quartalsrhythmus kommen neue Themen, neue Herausforderungen und neue Lernprozesse auf die Immobilienwirtschaft zu. Die Halbwertszeit von „Immobilienwissen“ verkürzt sich drastisch und die Märkte erfordern immer größere Professionalität und Flexibilität. Themen wie wertorientiertes Facility Management, dynamische Bewertungsansätze, Cashflow-Modellierung, REITs, PPP, Kauf und Verkauf notleidender Immobilien (-kredite), Asset Management, Portfolio Selection Theory, CAPM, usw. waren doch vor weniger als zehn Jahren in der deutschen Immobilienwirtschaft weitgehend unbekannt. Heute gehören sie zum Alltag, zumindest an den kapital- und immobilienkonzentrierten Standorten. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, was die nahe Zukunft bringt und auf was wir uns einstellen müssen? Aus wissenschaftlicher Sicht ist zumindest die kritische Frage erlaubt, wie lange die Märkte das schnelle Tempo, das nahezu grenzenlose Performancestreben und die Reduzierung wirtschaftlichen Handelns auf den Cash Flow durchhalten?

Seit Jahren ist im Finanzbereich und jetzt auch schon im Immobilienbereich eine Tendenz erkennbar, die allgemein als „Sustainability“ oder als „Nachhaltigkeit“ bezeichnet wird. Allgemein wird in diesem Zusammenhang eine Score Chart genannt, die sich aus verschiedenen Aspekten der Nachhaltigkeit zusammensetzt: ökonomisch, ökologisch, sozial und finanziell. Soweit sich dieses „Nachhaltigkeitsdenken“ im Markt - vermutlich in den nächsten zehn bis zwanzig Jahren - durchsetzen wird, ergibt sich der Paradigmenwechsel von Shareholder-Value-Denken und -streben zu einem „Nachhaltigkeitsdenken und -streben“. Große Veränderungen wird es dann in der Immobilienbewertung und -finanzierung geben. Zukünftige Immobilienbewerter müssen dann auch die „Nachhaltigkeit“ einer Immobilie bewerten, von der dann auch letztlich die Kapitalbeschaffung abhängig sein wird.

Die ökologische Nachhaltigkeit ist abhängig von Baustoffen, Energie, Lärmemissionen, Abfallmengen, Verkehrsaufkommen, Baustofftrennung und -entsorgung. Die soziale Nachhaltigkeit ergibt sich aus der sozialen Vision wie Wohlbefinden, Ästhetik, Bereitstellung von günstigem Wohnraum für Einkommensschwache, Berücksichtigung neuer Arbeitsmodelle, Ausrichtung auf die Bedürfnisse von berufstätigen Eltern bzw. Alleinerziehenden, oder der alternde Bevölkerung. Die finanzielle Nachhaltigkeit ist abhängig letztlich von der Erfüllung der ökonomischen, sozialen und ökologischen Nachhaltigkeitsforderungen. So diskutieren wir in Deutschland aktuell die Einführung von REITs; in den USA ist die Diskussion schon weiter: hier fokussieren sich großen Kapitalsammelstellen wie z.B. Pensionsfonds auf SR-REITs (Socially Responsible Real Estate Investment Trusts) oder auf GR-REITs (Green Responsible Real Estate Investment Trusts).

In der heutigen Ausgabe der ZfiFP legt **Dr. Werner Gleißner** den Zusammenhang zwischen **Wert, Rendite und Risiko von Immobilien** dar und verdeutlicht so die Risikokomplexität von Immobilieninvestitionen bzw. von Unternehmen. Zusammenfassend wird deutlich, dass es für eine risikogerechte Bewertung von Immobilien erforderlich ist über ein geeignetes Bewertungsmodell zu verfügen und das Risiko durch ein sinnvolles Risikomaß zu erfassen. (S. 2)

Mit dem zweiten Beitrag **Nachhaltige Entwicklung in der Immobilienwirtschaft und die besondere Rolle der Immobilienwertermittlung** präsentieren wir Ihnen eine Dissertation an der TU Karlsruhe, die **Dr. David P. Lorenz B.A. M.Sc. MRICS**, ein ehemaliger Absolvent der Berufsakademie Stuttgart, Studiengang Immobilienwirtschaft, zum Thema „Ökologische Nachhaltigkeit von Immobilien und die Auswirkungen auf die Bewertungspraxis“ verfasst hat. (Seite 6)

Der dritte Beitrag **REITs als Immobilienanlage im europäischen Vergleich - Wirtschaftliche Bedeutung der G-REITs in Deutschland** von **Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS** zeigt die Historie und den aktuellen Stand der REIT-Einführung in Deutschland auf. (Seite 9)

Auf eine angeregte Diskussion mit Ihnen freuen sich



Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS  
Wissenschaftlicher Leiter der ZfiFP



Werner Rohmert  
Herausgeber ZfiFP

## Wert, Rendite und Risiko von Immobilien: Ein komplexer Zusammenhang

von

Dr. Werner Gleißner,  
Vorstand FutureValue Group AG und  
Geschäftsführer RMCE RiskCon GmbH, Leinfelden-Echterdingen

### 1. Bewertung von Immobilien: Theoretische Grundlage

Die erwartete Höhe der zukünftigen Erträge (Zahlungen) und die im Diskontierungszinssatz erfassten Risiken bestimmen den Wert jedes Vermögensgegenstands, jeder unsicheren Zahlungsreihe – und damit jeder unter Investitions-Gesichtspunkten zu betrachteten Immobilie. Die Rendite einer Immobilie in einer Periode (einem Jahr) lässt sich definitorisch bestimmen aus den in dieser Periode erzielten Nettoszahungsüberschüssen sowie der Wertänderung. Das wertbestimmende Risiko ergibt sich aus den (unvorhersehbaren) Schwankungen dieser Zahlungen, die durch eine geeignete Wahrscheinlichkeitsverteilung (z.B. Normalverteilung) beschreibbar sind.<sup>1)</sup> Risiko, Wert und Rendite von Immobilien weisen damit eine interdependente Abhängigkeit auf, die im Folgenden etwas näher betrachtet wird.

Der Wert einer unsicheren Zahlungsreihe  $\check{Z}$  (z.B. einer Immobilie) ist definiert als der sichere Geldbetrag, der den gleichen Nutzen bietet wie die Zahlungsreihe selbst.<sup>2)</sup> Er ist damit aus Sicht der Gegenwart ( $t=0$ ) selbst sicher, weil die Unsicherheit der Zukunft (das Risiko) durch die Bewertung gerade auf eine sichere Größe transformiert wird (*Kruschwitz/Löffler* (2005)). Im Wert spiegelt sich damit die erwartete Höhe, das Risiko und der Zeitpunkt der zu bewertenden Zahlungen sowie die diesbezüglichen Präferenzen (wie auch der Informationsstand) des Bewertenden wider (siehe zum Subjektivitätsprinzip der Bewertungstheorie z.B. *Matschke/Brösel* (2005); sowie *Hering* (1999)). Basierend auf der Erwartungsnutzentheorie gemäß von von Neumann und Morgenstern (1944) lässt sich aus der Wahrscheinlichkeitsverteilung der unsicheren Zahlung  $\check{Z}$  und der Nutzenfunktion  $U(\check{Z})$  damit unmittelbar der Wert ableiten (siehe *Laux* (2005), speziell auch zum Unterschied von Sicherheitsäquivalenten, sowie Kauf- und Verkaufswerten). Eine derartige Bewertung erfordert kein explizites Risikomaß. Da im Allgemeinen die Nutzenfunktion den Bewertenden nicht bekannt sind, kommt man zu Bewertungsverfahren auf Grundlage der sog. Risiko-Wert-Modelle (siehe *Sarin/Weber* (1993)). Bei diesen wird die unsichere Zahlungsreihe zunächst umgewandelt in eine Kennzahl für die erwartete Höhe der Zahlung („Lagemaß“ zu einem bestimmten Zeitpunkt  $t$ )<sup>4)</sup> und ein Risikomaß  $R(\check{Z})$ .<sup>5) 6)</sup> Dieser Transformationsprozess ist mit einem Informationsverlust verbunden, sofern nicht in Spezialfällen (wie z.B. der Normalverteilung) eine umfassende Beschreibung der Wahrscheinlichkeitsverteilung durch die beiden Parameter möglich ist (z.B. Erwartungswert  $E(\check{Z})$  und Standardabweichung  $\sigma(\check{Z})$  als Risikomaß). Im nächsten Schritt lässt sich der Wert  $W$  der Zahlung in  $t=1$  in Abhängigkeit des Erwartungswerts  $E(\check{Z})$  und des Risikomaßes  $R(\check{Z})$  wie folgt berechnen<sup>7)</sup>:

$$W(\check{Z}_1) = f(E(\check{Z}), R(\check{Z})) = \frac{E(\check{Z}_1)}{(1+r_0+r_z)} = \frac{E(\check{Z}_1)}{(1+r_0+\lambda \times R(\check{Z}))} = \frac{E(\check{Z}_1) - \lambda_1 \times R(\check{Z})}{(1+r_0)}$$

Die obige Gleichung zeigt dabei sowohl eine Bewertung auf Basis der Risikozuschlagsmethode (Risikoerfassung durch Zuschlag  $r_z$  im Nenner) wie auch mit der Sicherheitsäquivalentmethode (Risikoerfassung durch einen Risikoabschlag im Zähler), vgl. weiterführend z.B. *Spremann* (2004). Der Parameter  $\lambda$  stellt dabei den Preis des Risikos gemessen am Risikomaß  $R(\check{Z})$  dar, was im Falle der Risikozuschlagsmethode beispielsweise interpretierbar ist als die Veränderung der erwarteten Rendite für jede Veränderung des Risikos um eine Einheit des Risikomaßes (weiterführend zu Risikomaßen siehe z.B. *Gleißner* (2006); *Albrecht/Maurer* (2005), S. 112-127; *Brachinger/Weber* (1997); *Artzner et al.* (1999); *Pedersen/Satchell* (1998)).

Wenn der Parameter  $\lambda$  nicht aus dem individuellen Präferenzen eines Bewertenden abgeleitet, sondern aus Marktdaten geschätzt wird, gelangt man zu den sog. „marktorientierten Bewertungsansätzen“ (siehe z.B. *Drukarczyk* (2003)), mit beispielsweise der „Marktrisikoprämie“ als Preis bezüglich des Risikomaßes Beta.<sup>8)</sup> Als wichtige Spezialfälle der Risiko-Wert-Modelle lassen sich als die „üblichen“ Bewertungsmodelle Discounted Cash Flow Modell oder das gutachtliche Ertragswert-Modell auffassen (vgl. *Altmeyen* (2006); *Gondring* (2005), S. 949 ff.).<sup>9)</sup> Die berechneten Marktwerte entsprechen Verkehrswerten im Sinne § 194 BauGB, wenngleich bei letztem Risiko implizit erfasst wird in Transaktionspreisen (und damit im Liegenschaftszins) und nicht zwingend ein Marktgleichgewicht unterstellt wird (*Engel* (2002)).

### 2. Risikomaße

Die Risikomaße erfassen den Umfang möglicher Abweichung von einem Planwert (z.B. Erwartungswert) oder - in der engeren Betrachtung der Downside-Risikomaße - den Umfang der mögliche Unterschreitung des Wertes. Die Standardab-

weichung  $\sigma(\check{Z})$  als Risikomaß erfasst positive wie negative Abweichungen vom Erwartungswert  $E(\check{Z})$ . Zur Beschreibung des Risikogesamtumfangs werden wegen der besonderen Bedeutung möglicher Verluste oft Downside-Risikomaße verwendet. Der Value-at-Risk (VaR) ist definiert als Schadenshöhe, die in einem bestimmten Zeitraum mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit  $p$  („Konfidenzniveau“, z. B. 95 Prozent) nicht überschritten wird. Formal gesehen ist der VaR das (negative) Quantil einer Verteilung. Unter den Lower Partial Moments (untere partielle Momente; LPM-Maße) versteht man Risikomaße, die nur die negativen Abweichungen von einer Schranke  $c$  (Zielgröße) erfassen. Hier werten sie jedoch die gesamten Informationen der Wahrscheinlichkeitsverteilung bis zum theoretisch möglichen Maximalschaden aus. Üblicherweise werden in der Praxis drei Spezialfälle betrachtet: die Shortfallwahrscheinlichkeit (Ausfallwahrscheinlichkeit), der Shortfallerwartungswert und die Shortfallvarianz. Der Conditional Value-at-Risk (CVaR) entspricht dem Erwartungswert der Realisation einer risikobehafteten Größe, die unterhalb des Quantils zum Niveau  $a$  liegt. Der CVaR gibt an, welche Abweichung bei Eintritt des Extremfalls, d.h. bei Überschreitung des VaR, zu erwarten ist.

### 3. Abhängigkeit von Wert, Rendite und Risiko

Bisher wird das Risiko meist erfasst durch ein geeignetes Risikomaß einer Zahlungsreihe und stellt somit eine Determinante des Werts dar. Der Zusammenhang zwischen Risiko und Wert wird jedoch deutlich komplexer, wenn man berücksichtigt, dass sich ein Risikomaß durchaus auch auf den Wert selbst oder die Rendite, also die Wertänderung, beziehen kann. Risiko wird dann aufgefasst als eine mögliche (unvorhersehbare) Veränderung des Wertes der Immobilie, die wieder durch ein geeignetes Risikomaß zu erfassen ist (oder als unerwartete Schwankung der Rendite).

Im ersten Moment mag diese Betrachtung seltsam erscheinen, weil gemäß der obigen Ausführungen der Wert selbst eine sichere Zahl darstellt. Der Wert ist damit nicht risikobehaftet, weil durch die Bewertung die Risiken der unsicheren zukünftigen Zahlungsreihen gerade auf eine sichere Zahl transformiert werden. Dies ist jedoch nur so einfach, sofern man grundsätzlich nur eine Betrachtung aus der Perspektive der Gegenwart ( $t=0$ ) vornimmt. Änderungen des Werts (einer unsicheren Zahlungsreihe, wie derjenigen einer Immobilie) im Zeitverlauf sind durchaus möglich. Risiko bezüglich der Höhe eines Werts sind damit Risiken durch (unvorhersehbare) Wertveränderungen im Zeitverlauf, also z.B. zwischen den Zeitpunkten  $t=0$  und  $t=1$ . Sie ergeben sich durch Informationen, die in der betrachteten Periode (zwischen den Zeitpunkten  $t=0$  und  $t=1$ ) dem Bewertenden neu zur Verfügung stehen.<sup>10) 11)</sup> Ohne neue Informationen über die zukünftigen unsicheren Zahlungen steigt der Wert im Zeitverlauf gerade mit der Rate der „erwarteten Rendite“ (Kapitalkosten) (siehe Gleißner (2005)).<sup>12)</sup> Hinsichtlich der wertrelevanten Veränderungen des Informationsstandes sind 2 Komponenten zu unterscheiden:

1. Anstelle der geschätzten Zahlung in Periode  $t=1$ <sup>13)</sup> ( $\check{Z}_1$ ) tritt nun die sicher bekannte Zahlung  $Z_1^{\text{sicher}}$ .
2. Neue Informationen<sup>14)</sup> führen zu neuen Schätzungen bezüglich der erwarteten Zahlungen ab  $t=1$  also  $\check{Z}_{t>1}$ . Dies lässt sich auffassen als eine Veränderung der bedingten Erwartungswerte.

Risiko bezüglich Wert oder Rendite ist als das Risiko von Wertveränderungen in Folge neuer Informationen im Zeitverlauf.<sup>15)</sup> Die neuen Informationen in der Periode  $s$  können dabei in einem Risiko-Wert-Modell betreffen sowohl

- die Erwartungswerte der zukünftigen Zahlungen  $E_s(\check{Z}_t)$ <sup>16)</sup> als auch
- das Risikomaß  $R_s(\check{Z}_t)$ .

Letzteres würde sich in einem Risikozuschlagsmodell auswirken in einer Veränderung des Zinszuschlags, also im Diskontierungszinssatz (bzw. den Kapitalkosten) – und damit im Liegenschaftszins, wenn die Transaktionspreise Risiko rational erfassen.<sup>17)</sup>

Der Wert eines Unternehmens aus Perspektive der Gegenwart ( $t=0$ ) ist damit zusammenfassend eine sichere Zahl, während zukünftige Werte wiederum durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung zu beschreiben sind. Die folgende Abbildung verdeutlicht diesen Zusammenhang:

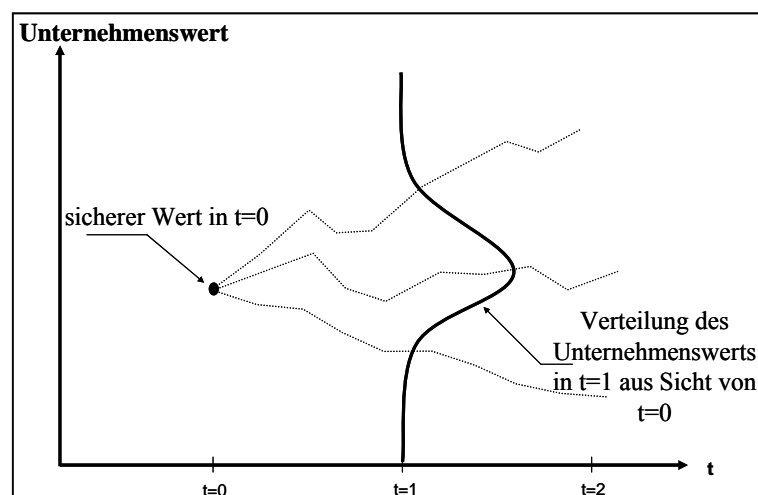


Abb.1: Risiko und Werte

Damit ist festzuhalten, dass zwischen Wert und Risiko eine komplexe Wirkungsbeziehung besteht. Dies gilt insbesondere, wenn man das Risiko bezüglich möglicher Veränderungen des Werts, und damit auch die Rendite, betrachtet. Der Wert an sich ist eine sichere Größe (aus Sicht von  $t=0$ ), da er die erwartete Höhe, den Zeitpunkt und eben auch das Risiko einer unsicheren Zahlung auf eine (sichere) reelle Zahl abbildet. Zukünftige Werte sind jedoch unsicher, also selbst durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung zu beschreiben, weil im Zeitverlauf neue Informationen bezüglich der zu bewertenden Zeitreihe auftreten. Aus einer Portfolioperspektive ist zudem zu beachten, dass es vom gewählten Risikomaß und der Arbitragefreiheit des Marktes abhängt, ob Wertadditivität gegeben ist, also aus der risikogerechten Bewertung der einzelnen Portfoliobestandteile (unsichere Zahlungsreihen) mittels Addition auf den Wert der aggregierten Zahlungsreihe des Portfolios unmittelbar geschlossen werden kann, was jedoch hier nicht weiter vertieft wird.

#### 4. Zusammenfassung

Zusammenfassend wird deutlich, dass es für eine risikogerechte Bewertung von Immobilien erforderlich ist über ein geeignetes Bewertungsmodell zu verfügen und das Risiko durch ein sinnvolles Risikomaß zu erfassen. Wie bei jeder anderen Kapitalanlage auch ist das Risiko insbesondere verursacht durch Wertschwankungen, wobei neben „rationalen“ Wertveränderungen auf Grundlage neuer Informationen auch Wertschwankungen berücksichtigt werden sollten, die aus marktpsychologischen Faktoren resultieren (siehe hierzu die Behavioral Finance-Theorie). Neben der „Standardabweichung der Rendite“ sind gerade für Immobilien (als gemäß Investorenwahrnehmung eher „defensiver Anlageform“) auch Downside-Risikomaße zu berücksichtigen wie beispielsweise der Value-at-Risk oder – als kohärentes Risikomaß – der Conditional Value-at-Risk. Beide zeigen explizit die Höhe möglicher (extremer) Verluste, die innerhalb eines Betrachtungszeitraums mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten werden. Die Quantifizierung des Risikos, also die Ableitung der Wahrscheinlichkeitsverteilung, basiert auf dem Bewertungsmodell, die die Unsicherheit der wertbestimmenden Faktoren (z.B. Inflationsrate, Kapitalmarktzinsniveau, inflationsabhängige Mietpreisentwicklungen) explizit auswerten. Die so berechneten Risiken der Immobilie auf Grundlage aktuell geschätzter Marktwerte sind im Allgemeinen deutlich höher, als die Betrachtung der Wertveränderungen in Immobiliengutachten zeigen, weil in die dort dargestellten Werte aktuelle Informationen verzögert und geglättet eingehen (siehe *Gondring* (2004) sowie *Knauss* (2001)).

Schließlich ist zu beachten, dass die Immobilien auch eine Anlagekategorie darstellen, die von einem Investor im Portfolio-Kontext anhand der erwarteten Erträge, der Risiken (und Korrelationen zu anderen Vermögensanlagen) bewertet werden. Die Quantifizierung des Risikoumfangs und die Bewertung sind dabei interdependent und erfordern Bewertungsmodelle, die den Risikoumfang durch ein adäquates Risikomaß transparent erfassen. Das Risiko von Immobilien im Sinne von (unerwarteten) Rendite- bzw. Wertschwankungen ist dabei das Resultat von neuen, bewertungsrelevanten Informationen. Neue Informationen führen zu einer Anpassung der Schätzung bezüglich der zukünftig erwarteten Erträge bzw. Zahlungen (gegebenenfalls auch des Risikoumfangs) und bestimmen damit letztlich sowohl Wert als auch Risiko von Immobilien.

#### Anmerkungen

- <sup>1)</sup> In einem vollkommenen Kapitalmarkt entspricht die zukünftig erwartete Rendite gerade den risikogerechten Kapitalkosten (Diskontierungszinssatz), wenn man von Problemen eines mehrperiodigen Risikokalküls vereinfachend absieht, siehe *Röder/Müller* (2001).
- <sup>2)</sup> Nutzen durch Konsummöglichkeit schafft nur Geld, also Zahlung - Erträge sind nur eine Hilfsgröße.
- <sup>3)</sup> Formulierung erinnert an die DCF-Methode. Aber implizit liegt diese Sicht auch das Ertragswertverfahren zur Berechnung von Verkehrswerten zugrunde, wobei z.B. „die nachhaltig erzielbare Miete“ Determinante zukünftige Zahlungen ist.
- <sup>4)</sup> Meist ist das Lagemaß der Erwartungswert.
- <sup>5)</sup> Zu einer allgemein anerkannten Definition von „mehr Risiko“ siehe *Rothschild/Stiglitz* (1970).
- <sup>6)</sup> Übliche Risikomaße sind neben der Standardabweichung insbesondere der quantilsbasierten Value-at-Risk, Expected Shortfall und Conditional Value-at-Risk sowie die verschiedenen LPM Risikomaße (Lower Partial Moments), siehe zur Übersicht *Gleißner* (2006) und bezüglich Anforderungen an Risikomaße *Artzner et al.* (1999).
- <sup>7)</sup> Hier wird nun vereinfachend nur von einer Periode ausgegangen siehe auch *Gleißner* (2006).
- <sup>8)</sup> Zu Relevanz des systematischen Risikos bezüglich eines diversifizierten Portfolios siehe *Sharp* (1994) sowie *Franke/Hax* (2004).
- <sup>9)</sup> Beim Ertragswertverfahren ist der hier verwendete Liegenschaftszins aus Marktmiete und Marktpreise abgeleitet (*Engel* (2002)) – aber enthält natürlich implizit die gemittelte Erwartung der Marktteilnehmer bezüglich Risiko und Wachstum.
- <sup>10)</sup> Wenn man von einer Veränderung der Präferenzen (speziell der Nutzenfunktion) des Bewertungsobjekts oder anderer Friktionen vereinfachend absieht.

### Anmerkungen (Fortsetzung)

- <sup>11)</sup> Neben den unvorhersehbaren Veränderungen des Unternehmenswertes gibt es natürlich auch vorhersehbare Veränderungen, die stattfinden, ohne dass neue Informationen eintreten.
- <sup>12)</sup> Diese trendmäßigen Veränderungen werden im Folgenden aus Vereinfachungsgründen nicht jeweils explizit betrachtet.
- <sup>13)</sup> Zwischen  $t=0$  und  $t=1$ . „Zahlung“ kann näherungsweise der „Reinertrag“ sein.
- <sup>14)</sup> Die Veränderung der Informationsmenge  $F_0$  auf  $F_1$ .
- <sup>15)</sup> Bewertungsrelevant für Immobilienportfolios sind gemäß empirischer Untersuchungen insbesondere makroökonomische Faktoren, wie Zins und Wachstum (siehe z.B. *Catte et al.* (2004); *Pfnür/Armonat* (2001)).
- <sup>16)</sup> mit  $t>s$ .
- <sup>17)</sup> Vgl. zur Definition von Kapitalkosten als bedingter erwarteter Rendite *Kruschwitz/Löffler* (2005).

### Literatur:

- Albrecht, P./Maurer, R.** (2005): Investment- und Risikomanagement, Stuttgart 2005.
- Altmeppen, H.** (2006): Ein alternativer Weg wird gangbar - das standardisierte DCF-Verfahren, in: Immobilien & Finanzierung, 15 - 2006, S. 499-501.
- Artzner, P./Delbaen, F./Eber, J.-M./Heath, D.** (1999): Coherent Measures of Risk, Math. Finance 9, no. 3, S. 203-228.
- Brachinger, H.W./Weber, M.** (1997): Risk as a Primitive: A Survey of Measures of Perceived Risk, OR Spektrum, 19, S. 235-250.
- Catte, P./Girouard, N./Price, R./Andre, C.** (2004): Housing markets, wealth and the business cycle, OECD Economics Department Working Paper.
- Drukarczyk, J.** (2003): Unternehmensbewertung, München 2003.
- Engel, R.** (2002): Das Aus für die DCF-Methode?, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, Ausgabe 6/2002, S. 321-332.
- Franke, G./Hax, H.** (2004): Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage, Berlin 2004.
- Gleißner, W.** (2004): Integrierte Risiko- und Portfoliomanagementsysteme in der Immobilienwirtschaft, in: Lutz, U./Klaproth, T. (Hrsg.), Riskmanagement im Immobilienbereich – Technische und wirtschaftliche Risiken, Heidelberg 2004, S. 63-76.
- Gleißner, W.** (2005): Kapitalkosten: Der Schwachpunkt bei der Unternehmensbewertung und im wertorientierten Management, in: Finanzbetrieb 2005, Heft 4, Seite 217-229.
- Gleißner, W.** (2006): „Serie: Risikomaße und Bewertung“, in: Risikomanager, 12-14, 2006, S. 1-11/17-23/14-20.
- Gondring, H.** (2004): Immobilienwirtschaft, Handbuch für Studium und Praxis, München 2004.
- Hering, T.** (1999): Finanzwirtschaftliche Unternehmensbewertung, Wiesbaden 1999.
- Knauss, E.** (2001): Gutachterliche Bewertungsverfahren, in: Gondring, H./Lammel, E. (Hrsg.): Handbuch Immobilienwirtschaft, Wiesbaden 2001, S. 525-542.
- Kruschwitz, L.** (2001): Risikoabschläge, Risikozuschläge und Risikoprämien in der Unternehmensbewertung, in: Der Betrieb, 54. Jg., S. 2409-2413.
- Kruschwitz, L./Löffler, A.** (2005): Discounted Cash Flow - A Theory of the Valuation of Firms, Chichester 2005.
- Laux, H.** (2005): Entscheidungstheorie, Berlin 2005.
- Matschke, M./Brösel, G.** (2005): Unternehmensbewertung. Funktionen – Methoden – Grundsätze, Wiesbaden 2005.
- Pedersen, C. S./Satchell, S. E.** (1998): An extended family of financial risk measures, Geneva Papers on Risk and Insurance Theory 23, S. 89-117.
- Pfnür, A./Armonat, S.** (2001): Immobilienkapitalanlage institutioneller Investoren - Risikomanagement und Portfolio-planung, Arbeitspapier Nr. 26 - April 2001 des Arbeitsbereichs Öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg.
- Röder, K./Müller, S.** (2001): Mehrperiodige Anwendung des CAPM im Rahmen von DCF-Verfahren, in: Finanz Betrieb, Bd. 3, H. 4, S. 225-233.
- Rothschild, M./Stiglitz, J.E.** (1970): Increasing Risk I: A definition, in: Journal of Economic Theory, 2, 1970, S. 225-243.
- Sarin, R. K./Weber, M.** (1993): Risk-value models, in: European Journal of Operational Research 72, S. 135-149.
- Sharpe, W. F.** (1994): The Sharpe ratio - properly used, it can improve investment management, in: The Journal of Portfolio Management, Fall 1994, S. 49-58.
- Spremman, K.** (2004): Valuation: Grundlagen moderner Unternehmensbewertung, München 2004.
- von Neumann, J./Morgenstern, O.** (1944): Theory of Games and Economic Behavior, Princeton, New Jersey 1947.

## Nachhaltige Entwicklung in der Immobilienwirtschaft und die besondere Rolle der Immobilienwertermittlung

von

**Dr. David P. Lorenz B.A. M.Sc. MRICS**

Zunehmend wird die Notwendigkeit anerkannt, durch umwelt- und sozialverträgliches Handeln die wirtschaftliche Entwicklung im Einklang mit der Tragfähigkeit der natürlichen Ökosysteme zu gestalten sowie zu einer Verbesserung der allgemeinen Lebensbedingungen beizutragen. Dies führt zu verstärkten Anstrengungen, die Integration von Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung in verschiedenen Bereichen von Wirtschaft und Gesellschaft zu vollziehen. Dabei liegt der Fokus insbesondere auf der Umsetzung des allgemeinen Leitbildes einer nachhaltigen Entwicklung in die Praxis, der Anpassung an unterschiedliche Betrachtungsgegenstände sowie auf der Durchdringung unterschiedlicher Berufsbilder. In diesem Zusammenhang steht auch die Intention der am Lehrstuhl für Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus, Fakultät für Wirtschaftswissenschaften der Universität Karlsruhe entstandenen Dissertation mit dem Titel ‚The Application of Sustainable Development Principles to the Theory and Practice of Property Valuation‘. Ziele und Grundzüge der Arbeit werden in vorliegendem Beitrag vorgestellt.

Während sich einzelne Akteure der Immobilienwirtschaft wie Architekten, Ingenieure, Wissenschaftler, Behörden oder bestimmte Bauherren seit Jahrzehnten mit Fragen einer nachhaltigen Entwicklung beschäftigen, haben einflussreiche Akteure in Immobilien-investmentmärkten wie Fondsmanager, Analysten, institutionelle und private Investoren, Makler sowie Immobiliensachverständige erst relativ spät damit begonnen, auf die mit einer nachhaltigen Entwicklung verbundenen Herausforderungen zu reagieren. So wurde zum Beispiel eine der ersten, umfassenden Selbstverpflichtungen zu Umweltschutz und sozialer Verantwortung im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen im Februar 2006 von der englischen Fondsgesellschaft Hermes veröffentlicht. Insgesamt wird auf internationaler Ebene momentan erst vereinzelt damit begonnen, Nachhaltigkeitsaspekte bei der Formulierung und Umsetzung von Investitionsstrategien privater und institutioneller Immobilieninvestoren, bei Projektkonzeptionen, bei der Vermarktung entsprechender Anlageprodukte sowie bei Betrieb und Management von Immobilien zu berücksichtigen. Hier besteht aus Sicht des Autors Handlungsbedarf, weil die Immobilien- und Bauwirtschaft im Vergleich zu anderen Wirtschaftszweigen für die Erreichung von Nachhaltigkeitszielen die bedeutsamste Rolle spielt:

- die Menschen verbringen ca. 90% ihrer Zeit innerhalb von Gebäuden,
- ca. 50% der Menschen leben in Städten und städtischen Gebieten; in Europa beträgt dieser Anteil ca. 80%,
- in den meisten Ländern sind mehr als 50% des volkswirtschaftlichen Nettoanlagevermögens in Gebäuden investiert (in Deutschland sind dies ca. 85%),
- in OECD-Ländern sind Errichtung, Betrieb und Abriss von Gebäuden und baulichen Anlagen für ca. 25-40% des Energieverbrauchs, für ca. 30% des Rohstoffverbrauchs, für ca. 30-40% der Treibhausgasemissionen und für ca. 30-40% des Abfallaufkommens verantwortlich (OECD, 2003; European Commission, 2004; UNEP, 2006).

Das Wirtschaftsgut Immobilie übt damit im Vergleich zu allen anderen Wirtschaftsgütern den bei weitem größten Einfluss auf Gesellschaft und Umwelt aus. Einerseits haben Investitionen in neue Gebäude sowie in den Gebäudebestand einen entscheidenden Einfluss auf die Qualität der städtischen Umwelt und bieten ein erhebliches Potential, die Lebensqualität heutiger und künftiger Generationen zu verbessern; andererseits sind Errichtung, Betrieb und Abriss von Gebäuden und baulichen Anlagen momentan für einen großen Teil der Schädigung der globalen und lokalen Umwelt und der damit verbundenen Risiken verantwortlich. Nach Ansicht zahlreicher Wissenschaftler hat die Schädigung der Umwelt durch menschliche Aktivitäten bereits ein Maß erreicht, ab welchem die Fähigkeit der Ökosysteme der Erde, künftige Generationen am Leben zu erhalten, nicht mehr als gegeben angenommen werden kann (IPCC, 2001; Lovelock, 2006; MA, 2006).

Als Reaktion auf diese Situation wird mit dieser Dissertation u.a. angestrebt, Akteure des Immobilieninvestmentmarktes zu nachhaltigeren Handlungsweisen zu bewegen. Das hierfür vorgebrachte Hauptargument ist jedoch nicht, dass nachhaltiges Verhalten sinnvoll ist, weil es sich positiv auf Umwelt und Gesellschaft auswirkt und zunehmend vom Gesetzgeber gefordert wird, sondern weil es zu höheren Renditen und zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit führt. Die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten im Zusammenhang mit Immobilieninvestitionsentscheidungen sowie mit Planung, Bewirtschaftung und Modernisierung von Immobilien hat keine nachteiligen ‚Nebenwirkungen‘ sondern führt, ganz im Gegenteil, zu Vorteilen für alle Beteiligten. Die Errichtung eines nachhaltigen Gebäudes ist nicht zwingend kostspieliger als der Bau einer herkömmlichen Immobilie; für den Eigentümer ergeben sich jedoch aufgrund der Eigenschaften und Charakteristika derartiger Gebäude zahlreiche Vorteile. Hierzu zählen u.a. wesentlich geringere Bewirtschaftungskosten, verbesserte Marktgängigkeit, höheres Mietsteigerungspotential, geringeres Risiko des Ausfalls von technischen Gebäudesystemen und des Auftretens von ‚Sick-Building Syndromes‘ sowie gesteigerte Produktivität und verbessertes Wohlbefinden der Gebäudenutzer (Kats et al., 2003; RICS, 2005). Trotz dieser Vorteile und obwohl unterschiedliche Entwicklungen auf europäischer und internationaler Ebene momentan dazu führen, dass sich die Wettbewerbsposition nachhaltiger Immo-

bilien weiter verbessern wird (siehe hierzu z.B. die im Januar 2006 von der Europ. Kommission verabschiedete 'Thematische Strategie für die städtische Umwelt'), ist die Anwendung entsprechender Immobilieninvestitionsstrategien noch nicht zum Branchenstandard avanciert. Die Hauptursache für diesen Umstand wird darin gesehen, dass derzeit im Rahmen der Immobilienwertermittlung – welche die zentrale Informationsquelle als Grundlage für Investitionsentscheidung darstellt – meist weder die Vorteile des nachhaltigen Bauens, noch die mit herkömmlichen Immobilien verbundene Risiken in Bezug auf immer strenger werdende Umweltgesetzgebung und eine Veränderung der Präferenzen der Marktteilnehmer hin zu einer Bevorzugung der Eigenschaften nachhaltiger Gebäude berücksichtigt werden. Die Nichtbeachtung von Nachhaltigkeitsaspekten bei der Bewertung von Immobilien ist insbesondere deshalb problematisch, weil hierdurch zum einen das Risiko der Ermittlung verfälschter bzw. marktfremder Immobilienwerte entsteht. Der positive Zusammenhang zwischen dem Grad der Nachhaltigkeit eines Gebäudes und seinem Marktwert wurde bereits in einem von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) veröffentlichten Bericht bestätigt (RICS, 2005). Zum anderen ist die Vernachlässigung von Fragen einer nachhaltigen Entwicklung nicht mit der gesamtgesellschaftlichen Verantwortung des Berufstandes der Immobiliensachverständigen in Einklang zu bringen.

Die zentralen Fragestellungen der Arbeit waren daher: Wie lassen sich Nachhaltigkeitsaspekte künftig bei der Bewertung von Immobilien in transparenter Art und Weise berücksichtigen und welche Voraussetzungen sind hierzu notwendig? Zur Beantwortung dieser Fragen war es auch erforderlich, auf die Grundlagen der Nachhaltigkeitsdiskussion einzugehen, um die Ursachen und Ziele für die Herausbildung dieses Leitbildes zu klären. Weitere Fragestellungen, die im Rahmen der Arbeit behandelt wurden, beziehen sich auf die Rolle und Bedeutung der Immobilien- und Bauwirtschaft, auf die Anforderungen an nachhaltige Gebäude und die Kriterien und Indikatoren zu ihrer Beurteilung, sowie auf die Ausgestaltung nachhaltiger Immobilieninvestitionsstrategien. Die Arbeit gliedert sich in fünf Kapitel. Neben Einleitung und Schlussteil existieren drei Hauptkapitel. Kapitel 2 beschäftigt sich mit nachhaltiger Entwicklung im Allgemeinen; Kapitel 3 diskutiert nachhaltige Entwicklung innerhalb der Immobilien- und Bauwirtschaft und Kapitel 4 befasst sich ausschließlich mit dem Thema Wertermittlung. Diese drei Kapitel werden im Folgenden kurz zusammengefasst:

Kapitel 2 beginnt mit der Erläuterung aktueller Umweltprobleme sowie des Zusammenhangs zwischen der Funktionsfähigkeit der Ökosysteme der Erde und menschlichem Wohlergehen. Darauf folgt eine Einführung in das Thema Nachhaltigkeit und nachhaltige Entwicklung. Hierbei werden zunächst die philosophischen Grundlagen der Nachhaltigkeitsdiskussion dargelegt und darauf aufbauend das aktuelle Verständnis des sich verändernden Leitbildes sowie die Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung herausgearbeitet. Verschieden Ansätze zur Beurteilung von Beiträgen zu einer nachhaltigen Entwicklung bzw. zur Messung von Fortschritten auf dem Weg zur Erreichung von Nachhaltigkeit werden ebenfalls in Kapitel 2 diskutiert; dabei wird zwischen ökologischen, sozialen, wirtschaftlichen und integrierten Ansätzen unterschieden. Abschließend werden in Kapitel 2 Gebäude und bauliche Anlagen sowie die Immobilien- und Bauwirtschaft als Grundpfeiler einer nachhaltigen Entwicklung identifiziert und entsprechende Handlungsempfehlungen für einzelne Akteursgruppen unterbreitet.

In Kapitel 3 erfolgt zunächst die detaillierte Analyse jener Trends auf europäischer und internationaler Ebene, die auf eine Verbesserung der Wettbewerbsposition nachhaltiger Immobilien schließen lassen. Dabei wird vor allem auf Veränderungen in folgenden Bereichen abgestellt: rechtliche und politische Rahmenbedingungen; Konsumentenverhalten; Unternehmensführung; Investorenverhalten in Aktien- und Rentenmärkten; Rechnungslegung und Berichtswesen sowie Kredit- und Versicherungswesen. Als Beispiel sei an dieser Stelle die Offerierung vergünstigter Finanzierungskonditionen für umweltfreundliche Gebäude sowie die Berücksichtigung der Energieeffizienz im Rahmen des Immobilienratings seitens einzelner Banken genannt. Kapitel 3 enthält zudem eine Abschätzung des gegenwärtigen Marktpotentials für nachhaltige Immobilieninvestmentprodukte; es wird gezeigt, dass die Anlageklasse Immobilien auf dem Markt für nachhaltige Vermögensanlagen (Socially Responsible Investments – SRI) derzeit nahezu völlig unberücksichtigt ist. Im Anschluss an diese Analyse des weiteren Marktumfeldes wird das Leitbild einer nachhaltigen Entwicklung auf den Betrachtungsgegenstand Immobilie übertragen und die Anforderungen an nachhaltige Immobilien erläutert. Auf dieser Basis werden sowohl ein in Zusammenarbeit mit Prof. Dr. Thomas Lützkendorf (Leiter des Lehrstuhls für Ökonomie und Ökologie des Wohnungsbaus und Betreuer dieser Dissertation) entwickeltes Gesamtkonzept zur Beschreibung und Beurteilung des Beitrags einzelner Gebäude zu einer nachhaltigen Entwicklung vorgestellt als auch Strategien für nachhaltiges Immobilieninvestment erarbeitet.

In Kapitel 4 werden sowohl theoretische als auch praktische Möglichkeiten zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten im Rahmen der Wertermittlung behandelt. Ausgehend von einer Beschreibung der Rolle und Funktion der Wertermittlung werden zunächst die theoretischen und methodischen Grundlagen der Wertermittlung diskutiert. Dies beinhaltet die Auseinandersetzung mit verschiedenen Werttheorien und den bei der Immobilienbewertung zugrunde gelegten Wertkonzepten sowie eine Kurzbeschreibung aller verfügbaren Wertermittlungsverfahren; dabei wird zwischen traditionellen und fortschrittlichen Verfahren unterschieden und die Eignung dieser Verfahren zur Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten hinterfragt. So wird zum Beispiel an einer Auswertung von über 20.000 Wohnungstransaktionen der Jahre 1995 bis 2005 in Stuttgart mittels hedonischer Regression und Preisindexberechnung untersucht, welche Zusammenhänge zwischen nachhaltigkeits-bezogenen Objektmerkmalen, realisierten Marktpreisen und der Wertstabilität von Immobilien bestehen. Dabei wird u.a. festgestellt, dass sich Wohnungen mit ‚guter‘ Objektqualität im Vergleich zum Durchschnitt zwar wertstabiler verhalten, dass Art und Detaillierungsgrad der erfassten Objektinformationen jedoch derzeit nicht ausreichen,

um den Einfluss nachhaltigkeitsbezogener Objektmerkmale exakt zu quantifizieren. Daher wird ein Stufenplan zu Verbesserung des Informationsgehalts von Immobilientransaktionsdaten vorgelegt. Im Anschluss daran wird ein Vorschlag zur Berücksichtigung von ‚Nicht-Nachhaltigkeit‘ als zusätzliches Immobilienrisiko im Rahmen der Ertragswertermittlung unterbreitet. Dabei wird auch auf die Notwendigkeit eingegangen, die Transparenz des Wertfindungsprozesses dadurch zu erhöhen, dass Immobilienrisiken, bewertungstechnisch getroffene Annahmen und die mit jeder Wertermittlung verbundenen Unsicherheiten deutlicher als bisher dargestellt und gegenüber den Nutzern von Gutachten kommuniziert werden. In diesem Zusammenhang wird empfohlen, die Erstellung von Risikoprofilen (analog zum bankenseitig eingesetzten Immobilienrating), die Durchführung von Monte-Carlo Simulationen sowie die detaillierte Aufschlüsselung der in angesetzten Kapitalisierungs- bzw. Diskontierungszinssätzen enthaltenen Risikokomponenten zum integralen Bestandteil von Wertermittlungsgutachten zu machen. Abschließend wird in Kapitel 4 auf Ausbildungsfragen und künftige Anforderungen an Immobiliensachverständige eingegangen.

Die vorgestellte Dissertation leistet einen Beitrag zur Integration von Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung und mit deren Umsetzung verbundenen Aufgaben und Zielen in die Arbeits- und Verantwortungsbereiche von Akteuren der Immobilienwirtschaft, dies insbesondere im Hinblick auf Immobiliensachverständige. Weiterhin werden die Grundlagen für die Entwicklung und Beurteilung von sich an den Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung orientierenden Investmentprodukten im Immobilienbereich und die Formulierung entsprechender Anlagestrategien geschaffen. Die in der Arbeit beschriebenen Entwicklungen und Trends in Wirtschaft und Gesellschaft wirken sich jedoch nicht nur auf Immobilienbewertung und –Investment aus, sondern durchdringen alle Bereiche der immobilienwirtschaftlichen Praxis. Aus Sicht des Autors dient die Umsetzung von Prinzipien einer nachhaltigen Entwicklung im Immobilienbereich neben Bewahrung und Schutz der natürlichen Lebensgrundlagen auch der Erhaltung und Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter von Immobilien und Immobiliendienstleistungen gleich welcher Art.

## Literatur

- European Commission**, 2004, *Towards a thematic strategy on the urban Environment* [online], COM(2004)60, Brussels, 2004, Available at: <URL: [http://ec.europa.eu/environment/urban/towards\\_com.htm](http://ec.europa.eu/environment/urban/towards_com.htm)>, [Accessed: 05 September 2004]
- European Commission**, 2006, *Thematic Strategy on the Urban Environment* [online], COM(2005)718, Brussels, 2006, Available at: <URL: [http://ec.europa.eu/environment/newprg/strategies\\_en.htm](http://ec.europa.eu/environment/newprg/strategies_en.htm)>, [Accessed at: 09 February 2006]
- Hermes**, 2006, *Responsible Property Investment – defining the challenge* [online], Available at: <URL: [http://www.hermes.co.uk/real\\_estate/real\\_estate\\_rpi\\_challenges.htm](http://www.hermes.co.uk/real_estate/real_estate_rpi_challenges.htm)>, [Accessed at: 13 April 2006]
- IPCC**, 2001, *Climate Change 2001: Synthesis Report – Summary for Policymakers* [online], Published by: Intergovernmental Panel on Climate Change, Available at: <URL: <http://www.ipcc.ch/pub/un/syren/spm.pdf>>, [Accessed at: 28 December 2005]
- Kats, G., Alevantis, L., Berman, A., Mills, E., Perlman, J.**, 2003, *The Costs and Financial Benefits of Green Buildings – A Report to California’s Sustainable Building Task Force* [online], Available at: <URL: <http://www.usgbc.org/Docs/News/News477.pdf>>, [Accessed at: 22 January 2004]
- Lorenz, D. P.**, 2006, *The Application of Sustainable Development Principles to the Theory and Practice of Property Valuation*, Dissertation, Karlsruher Schriften zur Bau-, Wohnungs- und Immobilienwirtschaft, Band 1, Universitätsverlag Karlsruhe, Karlsruhe
- Lovelock, J.**, 2006, *The Revenge of Gaia, Why the earth is fighting back – and how we can still save humanity*, Penguin Books, London
- MA**, 2006, *Millennium Ecosystem Assessments, Our Human Planet: Summary for Decision-Makers* [online], Available at: <URL: <http://www.millenniumassessment.org/en/Products.Global.Summary.aspx>>, [Accessed at: 24 March 2006]
- OECD**, 2003, *Environmentally Sustainable Buildings – Challenges and Policies*, OECD Publications, Paris, 2003
- RICS**, 2005, *Green Value – Green buildings, growing assets* [online], Published by: The Royal Institution of Chartered Surveyors, Available at: <URL: <http://www.rics.org/NR/rdonlyres/93B20864-E89E-4641-AB11-028387737058/0/GreenValueReport.pdf>>, [Accessed at: 18 November 2005]
- UNEP**, 2006, *Sustainable Building & Construction Initiative – Information Note* [online], Published by: United Nations Environment Programme Division of Technology, Industry and Economics, Available at: <URL: [http://www.unep.fr/pc/pc/SBCI/SBCI\\_2006\\_InformationNote.pdf](http://www.unep.fr/pc/pc/SBCI/SBCI_2006_InformationNote.pdf)>, [Accessed at: 24 March 2006]



## REITs als Immobilienanlage im europäischen Vergleich

### Wirtschaftliche Bedeutung der G-REITs in Deutschland

von  
**Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS**

Deutschland ist mit knapp über 7 Billionen Euro der größte Immobilienmarkt in Europa. Davon sind zur Zeit lediglich knapp 800 Mrd. Euro über den Kapitalmarkt zugänglich. Ein weiterer Aspekt ist die Eigentumsquote der Unternehmensimmobilien, d.h. der Anteil der selbst genutzten Immobilien, die sich Eigenbesitz der Unternehmen befinden: In Deutschland beträgt diese Quote rund 60%, in UK 40% und in den USA 30%. Daraus ergeben sich (im internationalen Vergleich hohe) Immobilienkosten von durchschnittlich 10% der Gesamtkosten von Unternehmen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht kann durch die Einführung von G-REITs die Liquiditätsausstattung international tätiger Konzerne deutlich verbessert werden. Nach einer Erhebung von Roland Berger beträgt das Immobilienvermögen von nur 13 ausgewählten DAX-Unternehmen rund 80 Milliarden Euro. Würden diese über den Kapitalmarkt ausgeleitet werden, könnten die Unternehmen nicht nur stille Reserven heben, sondern auch durch Monetisierung ihres in Immobilien gebundenes Kapital ihre Kapitalkraft deutlich verbessern und frei werdendes Kapital in zukunftsweisende Investitionen im Kerngeschäft verwenden.

Für den Anleger ergibt sich mit REITs - wie eine Studie der Deutschen Bank für den US-Markt zeigt - ein überlegenes Rendite-Risiko-Profil:

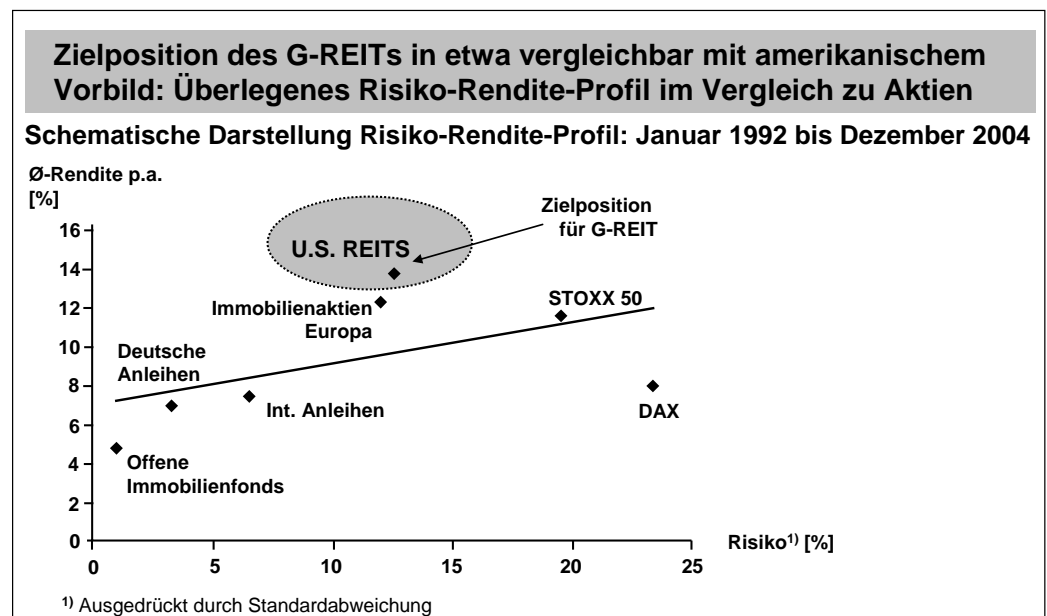


Abb. 2: Rendite-Risiko-Pfad

Quelle: Eigene Darstellung in Anlehnung an Deutsche Bank Research / Roland Berger

Gerade Kleinanleger haben über REITs einen indirekten Zugang zu Immobilienvermögen und können insgesamt ihr Diversifikationspektrum erweitern. Weitere Vorteile sind die geringen Transaktionskosten, kein Lock-in und bei einem Default die Sicherheit eines Realwertes.

### Historie

Zurückschauend auf die Historie, wurden REITs erstmals in den USA mit dem Real Estate Investment Trust Act von 1960 ins Leben gerufen. Anhand spezieller Steuervorteile und der Professionalität der REITs, hat sich diese Anlageform auf dem US-amerikanischen Markt in den vergangenen 20 Jahren sehr erfolgreich entwickelt. Diese Entwicklung und die Angst vor einem Abzug internationaler Investorengelder war für einige Länder der Anlass, REITs-Varianten auf dem eigenen Finanzmarkt einzuführen. In Europa waren dies die Niederlande (1969), Belgien (1995), Griechenland (1999), Frankreich (2003) und in jüngster Vergangenheit Bulgarien (2006). Im Pazifischen Raum sind Australien (1971), Japan (2000) und Hong Kong (2003) zu nennen. Im nahen/mittleren Osten sind zu nennen Türkei (1998) und Dubai (2006). Großbritannien hat zum 1.1.2007 ebenfalls eine REITs-Variante (den sog. Property Investment Funds – PIF) eingeführt.

Die weltweit bestehenden REITs lassen sich aufgrund ihrer individuellen Gestaltungsformen, der unterschiedlichen Steuersysteme, den damit verbundenen Steuerbefreiungen und der unterschiedlichen Gründungsjahre nur schwer vergleichen. Dennoch bilden sich bei näherer Betrachtung bestimmte REIT-Typen heraus.

## REIT-Typen

Zunächst lassen sich REITs nach Art der Handelbarkeit bzw. der Fungibilität unterscheiden. Public-REITs werden öffentlich an den Börsen gehandelt und weisen für den Anleger eine hohe Fungibilität auf, da Anteilscheine börsentäglich verkauft und angekauft werden können. In diesen vorherrschenden REIT-Typ können sowohl private als auch institutionelle Anleger investieren. Er ist somit für alle Marktteilnehmer zugänglich. Die seltener vorkommenden Privat-REITs werden im Gegensatz zu den Public-REITs nicht an der Börse gehandelt und besitzen daher eine geringe Fungibilität. Sie werden privat platziert und sind meist für institutionelle Anleger gedacht.

Seit der Gründungszeit haben sich alleine im Ursprungsland USA die verschiedensten Varianten gebildet. Anhand ihrer Geschäftsfelder lassen sich die folgenden REITs-Varianten unterscheiden:

- 1) **Equity-REITs:** Dieser vorherrschende REIT-Typ investiert im Regelfall direkt in Immobilien, die in den eigenen Bestand übernommen werden. Die Dividenden ergeben sich aus den Mieterträgen und eventuellen Wertsteigerungsgewinnen beim Verkauf der Immobilien. Sie sind aufgrund ihrer im eigenen Bestand gehaltenen Immobilien mit der deutschen Immobilien-AG vergleichbar. In USA haben diese einen Marktanteil von über 90 %.
- 2) **Mortgage-REITs:** Wird in Mortgage Backed Securities investiert, werden Hypotheken gehalten oder Gelder an Eigentümer von Immobilien und Projektentwickler verliehen, so ist die Rede von Mortgage-REITs. Sie halten somit keine Immobilien im eigenen Bestand. Die Dividenden der Anleger ergeben sich hier anhand der Zinszahlungen. Anteil dieses REITs-Typ in den USA liegt bei knapp 7 %
- 3) **Hybrid-REITs:** Dieser REIT-Typ stellt eine Mischform aus den oben genannten Equity- und Mortgage-REITs dar. Sie halten eigene Immobilien im Bestand, die sie vermieten und/oder verkaufen und vergeben parallel zu diesem Geschäftsfeld Immobilienkredite. Sie haben in den USA einen Marktanteil von 2%.

## Vergleich einiger bestehender REIT-Strukturen:

Vergleicht man einige bestehende REIT-Strukturen, so lassen sich kleinere Unterschiede in der Gestaltungsform erkennen. Allen gemeinsam ist allerdings der enorme Erfolg, den die REITs seit Ihrer Einführung hatten und die Bedeutung für den jeweiligen Finanzmarkt.

**Tabelle 1 : Vergleich bestehender REIT Strukturen**

	<i>USA</i>	<i>Niederlande</i>	<i>Belgien</i>	<i>Frankreich</i>
<b>Bezeichnung</b>	Real Estate Investment Trust (REIT)	„Fiscale Beleggingsinstelling“ (FBI)	„Sociétés d' Investissements à capital fixe en immobilière“ (SICAFI)	„Sociétés d' Investissements immobiliers cotées“ (SIIC)
<b>Einführung</b>	1960	1969	1995	2003
<b>Rechtsform</b>	Kapitalgesellschaften	Kapitalgesellschaften mit Haftungs-beschränkung	Kapitalgesellschaften mit Haftungs-beschränkung	Kapitalgesellschaften
<b>Börsennotierung</b>	Nicht zwingend erforderlich, jedoch üblich	Nicht zwingend erforderlich, jedoch üblich	Zwingend erforderlich	Zwingend erforderlich
<b>Steuerlicher Sonderstatus</b>	Muss jedes Jahr neu erworben werden	Muss jedes Jahr neu erworben werden	Muss jedes Jahr neu erworben werden	Muss nur einmalig erworben werden
<b>Tätigkeitsbereich</b>	Mind. 75 % in Immobilienanlagen, Staatsanlagen oder Bargeld	Reine Immobilienanlage mit Vermietung (langfristig)	Reine Immobilienanlage mit Vermietung (langfristig), max. 20 % in eine Immobilie	Immobilienanlagen mit Vermietung, max. 20 % Nebeninvestitionen

(Fortsetzung Seite 11)

**Tabelle 1 (Fortsetzung): Vergleich bestehender REIT Strukturen**

	<i>USA</i>	<i>Niederlande</i>	<i>Belgien</i>	<i>Frankreich</i>
<b>Ausschüttung / Gewinnverwendung</b>	Mind. 90 % der Erträge müssen an die Anleger ausgeschüttet werden.	Mind. 95 % des Gewinns müssen an die Anleger ausgeschüttet werden. Veräußerungsgewinne und -verluste werden nicht auf die Anleger-ebene übertragen.	80 % der Einnahmen aus der Vermietung sowie 50 % der Einnahmen aus der Veräußerung müssen an die Anleger ausgeschüttet werden.	85 % der Einnahmen aus der Vermietung sowie 50 % der Einnahmen aus der Veräußerung müssen an die Anleger ausgeschüttet werden.
<b>Besteuerung der Gesellschaft mit REITs-Status</b>	Befreit von Körperschaftssteuer	Befreit von Körperschaftssteuer	Mieteinnahmen und Veräußerungsgewinne sind steuerfrei	Mieteinnahmen und Veräußerungsgewinne sind steuerfrei
<b>Steuerbefreiung</b>	Reduzierter Körperschaftssteuersatz von 0 % auf der Gesellschaftsebene	Reduzierter Körperschaftssteuersatz von 0 % auf der Gesellschaftsebene	Freistellung der Einkünfte aus Vermietung und Veräußerungsgewinnen auf der Anlegerseite	Freistellung der Einkünfte aus Vermietung und Veräußerungsgewinnen auf der Anlegerseite

## G-REITs – Einführung und Ausstattungsmerkmale

Derzeit ist der Gesetzentwurf in der Diskussion (18.1.07 Bundestagsdebatte; 31.1.07 Finanzausschuss des Bundestages). Nach der jetzigen Planung soll das Gesetz im Mai 2007 vom Bundestag verabschiedet sein. Insbesondere kontrovers wird die Diskussion über die Wohnungs-REITs geführt. Insbesondere sieht die Union Nachbesserungsbedarf im laufenden Gesetzgebungsverfahren hinsichtlich der vorgesehenen Ausklammerung von Bestandsimmobilien. Diese Ausklammerung wurde von der SPD-Bundestagsfraktion mit Verweis auf die Ziele der sozialen Wohnungspolitik sowie des Mieterschutzes gefordert.

Ein anderes Problem wird darin gesehen, dass der REIT als Instrument für die Entsorgung von „Schrottimmobiliien“ missbraucht werden könnte. Diese Befürchtung ist nicht von der Hand zu weisen, weil es ein relativ großes Volumen an unrentierlichen nicht verbesserungsfähigen Immobilien im Markt gibt. Diese können durch Beimischung in große Immobilienportfolios oder z.T. in opportunity funds abgegeben werden, wengleich die Ausleitungsquote in professionelle Märkte eher gering ist. Zudem werden durch hohe Abschläge die Risiken eingepreist. Mit dem REIT jedoch wird ein Instrument geschaffen, mit dem in „höheren Dosen“ und geringeren Abschläge die Schrottimmobiliien hoch diversifiziert am Anlagemarkt platziert werden können und damit die potentielle Gefahr besteht, dass durch ein Underperforming bzw. Fallisment einzelner REITs ein ganzer Markt in Misskredite geraten kann. Denn nach wie vor besteht aus wissenschaftlicher Sicht eine noch viel zu geringe Hygiene des Immobilienmarktes, was sich insgesamt an der großen asymmetrischen Informationsverteilung und einem moral hazard vieler Opportunisten ablesen lässt. Dem kann nur durch eine hohe Transparenz, hohe Professionalität und einer starken Selbstkontrolle des Marktes entgegenwirken. Die nachfolgende Übersicht zeigt die Eckpunkte:

### Gesetzliche Rahmenbedingungen für G-REITs

#### Rechtsform:

- Aktiengesellschaft mit Sitz in Deutschland
- Notierung am ordentlichen Markt
- Antrag auf Börsenzulassung spätestens 3 Jahre nach Gründung.

#### Rechtskonditionen:

- Vermögen muss mind. 75 aus Immobilien bzw. grundstücksgleichen Rechten bestehen
- 75% der Bruttoerträge müssen aus Vermietung, Verpachtung, Leasing oder Veräußerung stammen
- Keine Wohnimmobilien
- Verbot des Immobilienhandels
- Bilanzierung nach IFRS.

**Finanzierung/ Ausschüttung:**

- Fremdkapitalgrenze liegt bei max. 60%
- 90% des erzielten Gewinns müssen an Aktionäre ausgeschüttet werden
- Lineare AfA zwingend bei Gewinnermittlung.

**Besteuerung:**

- Befreiung von Körperschaft- und Gewerbesteuer auf Unternehmensebene ab Börsenzulassung
- Besteuerung auf Anteilseignerebene nach EStG, d.h. keine Halbeinkünfteverfahren, 25% KapErtSt
- Exit-Tax: Besteuerung stiller Rücklagen (halber Wertansatz, voller Steuersatz).

**Aktionärskreis:**

- Mind. 25% der Anteile im Streubesitz beim Börsengang; später Streubesitzquote bei 15%
- Direkte Beteiligung eines Einzelaktionärs ist auf 10% beschränkt.

**Impressum ZfiFP:**

**Herausgebergremium:** Dr. Thomas Beyerle - Leiter Research & Strategie, DEGI Gesellschaft für Immobilienfonds GmbH, Prof. Dr. Josef Dinauer - Fachhochschule München, Paul Jörg Feldhoff - Generalsekretär, Institut der deutschen Immobilienwirtschaft, Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS (Berufsakademie Stuttgart / Staatl. Studienakad. Baden-Württ. / ADI), Dr. Ruprecht Hellauer - Managing Director, Lohnbach Investment Partners GmbH, Prof. Dr. Jens Kleine - Steinbeis-Hochschule Berlin, Prof. Dr. Karl-Georg Loritz - Universität Bayreuth, Dr. Mathias Müller - Geschäftsführer GWW Wiesbaden, Werner Rohmert - Hrsg. Der Immobilienbrief / Immobilienspezialist von "Der Platow Brief", Prof. Dr. Guido Spars - Bergische Universität Wuppertal.

**Chefredaktion:** Constanze Wrede (V.i.S.d.P.);

**Wissenschaftliche Leitung:** Prof. Dr. Hanspeter Gondring FRICS (Berufsakademie Stuttgart / Staatl. Studienakademie Baden-Württ. / Akademie der Immobilienwirtschaft (ADI))

**Verlag:** Research Medien AG, Lippstädter Straße 133, 33378 Rheda-Wiedenbrück,  
T.: 05242 - 901-250, F.: 05242 - 901-251, E: info@rohmert.de,

**Vorstand:** Werner Rohmert, **Aufsichtsrat:** Prof. Volker Hardegen (Vorsitz), Univ. Prof. Dr. jur. habil. Karl-Georg Loritz, (Bayreuth), Petra Rohmert, Bank: KSK Wiedenbrück (BLZ 478 535 20) Kto.-Nr.: 39 578

Namensbeiträge geben die Meinung des Autors und nicht unbedingt der Redaktion wieder.

Das Copyright der Fachbeiträge liegt bei den Verfassern oder den genannten Institutionen.