

Global Markets Real Estate



Real Estate
Investment Trusts

NORD/LB

Redaktionsschluss: 29. 8. 2005

Verantwortlich für den Inhalt: NORD/LB Volkswirtschaft

Ansprechpartner

Andreas Pohl · phone +49 511 361-2488 · email: andreas.pohl@nordlb.de
(Immobilien Banking)

Ulrich Berhorst · phone + 49 511 361-2092
(Volkswirtschaft)

Dr. Günter Vornholz · phone + 49 511 361-2112 · email: guenter.vornholz@nordlb.de
(Volkswirtschaft)

www.nordlb.com

Management summary

Das Interesse ausländischer Investoren am deutschen Immobilienmarkt ist derzeit groß. Einen zusätzlichen Beitrag hierzu können die Real Estate Investment Trusts (REITs) leisten, die im kommenden Jahr auch in Deutschland eingeführt werden sollen. REITs sind immobilienorientierte Kapitalgesellschaften, die von Unternehmenssteuern befreit sind, wenn sie bestimmte Voraussetzungen erfüllen.

Mit den REITs soll Deutschland seine gute Position als Investment- und Kapitalmarkt für Immobilien weiter ausbauen. Die Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD), auf deren Vorschläge in dieser Studie eingegangen wird, schätzt das Marktpotenzial auf rund 130 Mrd. € im Jahr 2010. Der Erfolg von REITs in Deutschland wird letztlich davon abhängen, wie die konkreten gesetzlichen Regelungen aussehen.

Für die Einführung von REITs sprechen aus unserer Sicht zahlreiche Gründe:

- Die Unternehmen, die ihre Immobilien in REITs einbringen oder deren Immobilien REIT-Status erlangen, mobilisieren den Immobilienmarkt. Sie erlangen durch die REITs zwei Vorteile. Zum einen würden vorhandene stille Reserven nur zur Hälfte besteuert sowie die Steuerbelastung zudem über vier Jahre verteilt, zum anderen sind Liquiditäts- und bilanzielle Vorteile zu erwarten.
- Für die Kapitalanleger stellen REITs eine weitere Anlageform dar. Sowohl für private Anleger als auch für institutionelle Anleger wird das Anlageportfolio erweitert. Für ausländische Anleger gewinnt der deutsche Anlagemarkt weiter an Bedeutung, da mit REITs ein internationales Standardprodukt des Immobilienmarktes in Deutschland eingeführt wird.

- Für den Immobilienmarkt sind durch die Einführung von REITs neue Impulse sowohl auf der Angebots- als auch auf der Nachfrageseite zu erwarten. Das Angebot wird durch die Mobilisierung des Immobilienmarktes erhöht, gleichzeitig werden die REITs die Nachfrage nach Immobilien steigern.

Gliederung

1	Einführung	6
2	Real Estate Investment Trusts – Immobilieninvestment AG	6
2.1	Definition	6
2.2	Abgrenzung zu existierenden deutschen Immobilienanlageformen	8
3	Internationale REIT-Modelle	10
3.1	USA	10
3.2	Niederlande	11
3.3	Frankreich	11
4	REITs am Standort Deutschland	12
4.1	Die Konzeption deutscher REITs	12
4.2	Die ökonomische Bewertung deutscher REITs	14
4.2.1	Mobilisierungspotential in Deutschland	14
4.2.2	Bewertung aus der Anlegerperspektive	14
4.2.3	Die gesamtwirtschaftliche Perspektive	16
4.3	Erwartete Effekte für den deutschen Kapitalmarkt	17
4.4	Erwartete Effekte für den Immobilienstandort Deutschland	17

1 Einführung

Im Rahmen des zu Beginn dieses Jahres in Kraft getretenen Investmentmodernisierungsgesetzes sind zahlreiche neue Regelungen für Investmentaktiengesellschaften erlassen worden. Diese Investment AG's dürfen jedoch weder in Immobilien noch in Immobiliengesellschaften investieren, so dass der deutsche Immobilienmarkt bislang von diesen Veränderungen unbeeinflusst geblieben ist. Unter anderem durch die Arbeit der „Initiative Finanzplatz Deutschland“ (IFD) und weiterer Gutachten hat mittlerweile ein Umdenken beim Gesetzgeber stattgefunden, so dass Einigkeit im Bundestag darüber besteht, Real Estate Investment Trusts (REITs) auch in Deutschland als Anlageinstrument einzuführen. Bei den REITs handelt es sich um börsennotierte Aktiengesellschaften, deren Geschäftszweck im Handel mit sowie in der Verwaltung und der Verwertung von Immobilien besteht und denen bei Erfüllung definierter Kriterien Steuervorteile gewährt werden sollen. Die Einführung ist für das Jahr 2006 vorgesehen, wobei durch die vorgezogene Bundestagswahl ein Termin Mitte des Jahres wahrscheinlich ist. Die vorliegende Studie stellt das Anlageinstrument zunächst vor und grenzt es von traditionellen Anlageformen am deutschen Immobilienmarkt ab. In der Folge werden internationale Erfahrungen angeführt, um dann die zu erwartenden Effekte für Kapital- und Immobilienmärkte in Deutschland darzustellen.

2 Real Estate Investment Trusts – Immobilieninvestment AG

2.1 Definition

Grundsätzlich handelt es sich bei einem Real Estate Investment Trust (REIT) um eine Kapitalgesellschaft, zumeist in Form einer Aktiengesellschaft, deren Unternehmenszweck in der Abwicklung direkter oder indirekter Immobiliengeschäfte besteht. Diese können der Erwerb, die Errichtung, der Verkauf sowie die Vermietung und Verpachtung eigener und die Finanzierung fremder Immobilien sein. Es kann sich sowohl um börsennotierte (public REITs) oder nur einem bestimmten Anlegerkreis zugängliche Gesellschaften (private REITs) handeln.

Die wichtigste Besonderheit der REITs besteht in ihrer steuerrechtlichen Behandlung. Auf Ebene der Kapitalgesellschaft gilt die Befreiung von Unternehmenssteuern, die Besteuerung der Erträge geschieht erst auf der Ebene der Anleger. Schaubild 1 stellt dieses Besteuerungskonzept im Vergleich zu einer Immobilienaktiengesellschaft dar. Dieses Steuerprivileg ist allerdings an bestimmte Anforderungen geknüpft, die von Land zu Land durchaus variieren können. Die wichtigste Vorgabe ist hierbei, dass der Großteil der Erträge (80 bis 100 v.H.) in Form einer Dividende an die Anleger ausgeschüttet werden muss, die diese dann nach ihrem individuellen Steuersatz zu versteuern haben.

Dies kann in Form des Transparenz- oder des Dividendenmodells geschehen. Im ersten Fall wird der Anleger so behandelt, als habe er direkt in eine Immobilie investiert. Die Ausschüttung wird demnach steuerlich als Einkommen aus Vermietung und Verpachtung oder als Veräußerungsgewinn qualifiziert. Beim Dividendenmodell werden die Ausschüttungen an die Anteilseigner auch als solche behandelt und stellen damit Einkünfte aus Kapitalvermögen (auf Basis des deutschen Einkommensteuerrechts) dar.

Nach ihrem Geschäftsschwerpunkt können die börsennotierten Public REITs in Equity, Mortgage oder Hybrid REITs untergliedert

Besteuerung im Vergleich REIT – Immobilien AG

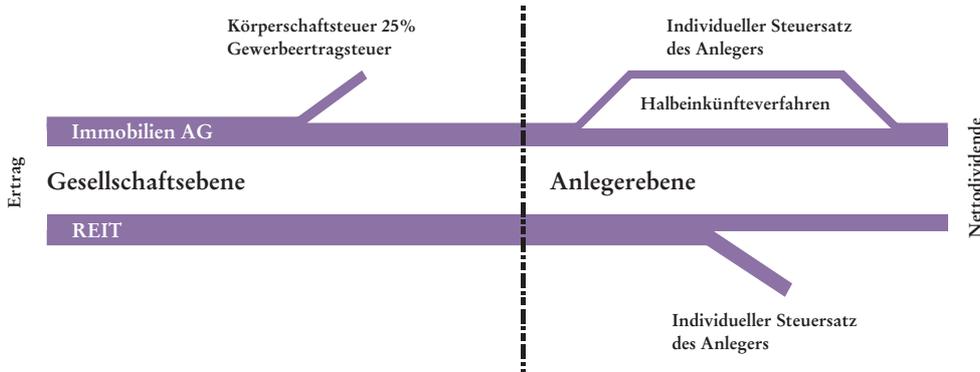


Schaubild 1

werden. Erstere erzielen ihre Erträge aus der Vermietung und Verpachtung eigener Immobilien, der Projektentwicklung und aus Mieterserviceleistungen. Mortgage REITs stellen Hypothekenkredite bereit und erwirtschaften ihre Erträge aus den anfallenden Zinsen. Hybrid REITs schließlich stellen eine Mischform aus den beiden erstgenannten dar.

Ein weiteres Merkmal zur Strukturierung von REITs ist ihr Anlageschwerpunkt nach Objektart. Hier wird ihre spezialisierte Ausrichtung deutlich, die als ein Erfolgsfaktor angesehen wird. Schaubild 2 gibt einen Überblick über mögliche objekttypische Ausrichtungen.

Die geographische Ausrichtung ist ein weiteres Kriterium, um REITs zu differenzieren. Diese ist im Wohnungsbereich häufig die Fokussierung auf einzelne Städte oder Landesteile, aber auch Lagekriterien wie Vorstadtimmobilen oder Citylage können hier herangezogen werden.

Bei der Gründung eines REITs sind grundsätzlich die Cash-Methode oder die Appropriation-Methode denkbar sowie verschiedene Mischformen. Die Cash-Methode ist die ältere der beiden und bedeutet die vollständige Neugründung der Aktiengesellschaft, wobei das Immobilienvermögen erst noch erworben werden muss. Je nachdem, ob

REITs nach Objektarten



Schaubild 2

die zu erwerbenden Anlageobjekte bekannt sind oder nicht, wird hier weiter in „Fully Specified REITs“ und „Blind Pool REITs“ unterschieden. Bei Ersteren kennt der Anleger im vorhinein alle Objekte sowie den Zeitpunkt deren Erwerbs und kann daher die Qualität gut einschätzen. Letztere erfordern ein hohes Maß an Vertrauen in das REIT-Management, da diese Informationen fehlen. Sie ist aber dafür die flexiblere der beiden Typen. Werden bestehende Immobilienunternehmen in einen REIT umstrukturiert, spricht man von der „Appropriation-Methode“. Sie bringen dann ihr bestehendes Vermögen in die neue Gesellschaft ein.

In Bezug auf die Struktur des Gesellschaftsvermögens kann in den Traditional REIT, den UP- und den DOWNREIT unterschieden werden. Traditional REITs waren bis 1992 die einzige Konzeption in den USA. Sie dürfen sich nicht an bestehenden Grundstücksgesellschaften beteiligen, verfügen aber über eine hohe Rechnungstransparenz und eine übersichtliche Beteiligungsstruktur. Im Jahr 1992 wurde den Gesellschaften die Beteiligung an Grundstücksgesellschaften im Rahmen der Schaffung von UP- und des DOWNREITs eingeräumt. Bei einem UPREIT wird aus verschiedenen „Partnerships“, die als geschlossene Fonds einzelne Immobilien oder Portfolios halten, letztlich ein Real Estate Investment Trust. Zu diesem Zweck wird als Vehikel eine „Umbrella-Partnership“ (UP) genutzt, in die das gesamte Vermögen eingebracht wird. Hierbei können die Partnership-Anteile in Umbrella-Partnership-Anteile getauscht werden. Diese ihrerseits können dann in UPREIT-Anteile

getauscht werden. Die Formierung des UPREIT verläuft somit von „unten“ nach „oben“. Die Formierung eines DOWNREIT hingegen verläuft entgegengesetzt von „oben“ nach „unten“.

Einen Überblick über die Marktkapitalisierung bereits eingeführter REITs gibt Tabelle 1. Großbritannien und Deutschland werden diesen Beispielen in absehbarer Zeit folgen.

2.2 Abgrenzung zu existierenden deutschen Immobilienanlageformen

Derzeit existieren auf dem deutschen Immobilienmarkt drei Anlagemöglichkeiten, deren Spektrum durch die Einführung von REITs erweitert werden soll. Dies sind die geschlossenen und offenen Immobilienfonds sowie die Immobilienaktiengesellschaften.

Geschlossene Immobilienfonds sind üblicherweise sowohl in der Zahl der Anleger wie auch im Volumen begrenzt. Sie dienen im Wesentlichen zur Finanzierung einzelner Objekte oder Objektgruppen und stehen nur einen begrenzten Zeitraum zur Zeichnung offen. Die Anleger erwerben hierbei Anteile an der Besitzgesellschaft eines Objektes und werden zu Mitgeschaftern, ohne normalerweise jedoch ein Mitspracherecht zu erhalten. Durch steuerliche Regelungen kann dann jeder Anteilseigner Verlustzuweisungen geltend machen. Zumeist halten die Anleger aus diesem Grund die Anteile bis zur plan-

Land	Einführungsjahr	Marktkapitalisierung
Australien	1971	50,0 Mrd. US-\$
Belgien	1995	2,5 Mrd. €
Frankreich	2003	17,6 Mrd. €
Japan	2000	1,5 Mrd. US-\$
Kanada	1994	12,8 Mrd. US-\$
Niederlande	1969	9,0 Mrd. €
USA	1960	223,0 Mrd. US-\$

Tabelle 1

Quelle: Ernst & Young, Dezember 2004

mäßigen Tilgung. Ein organisierter bundesweiter Sekundärmarkt für die Fondsanteile existiert derzeit nicht. Im Vergleich zu den geschlossenen Fonds sprechen REITs weit mehr Anleger an und bieten die Möglichkeit eines auf Anlegerseite breiter gefächerten Portfolios.

Anders als geschlossene sind offene Immobilienfonds weder hinsichtlich der Zahl der Anleger noch in Bezug auf das Volumen begrenzt. Sie werden durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beaufsichtigt. Die Anleger erwerben Anteile an dem Fonds, der die Mittel in verschiedene Immobilienprojekte investiert und den Anlegern Zertifikate über ihre Anteile ausstellt. Verwaltet werden sie zumeist durch Banken oder Kapitalanlagegesellschaften. Es müssen mindestens 51 v.H. des Fondsvermögens in Immobilien angelegt sein. Deren Wert wird durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss ermittelt, wodurch die Bewertung recht stabil aber vergleichsweise intransparent wird. Der Zwang zur Anlage bei Kapitalzuflüssen führt u.U. dazu, auch qualitativ nicht genügende Immobilien in das Portfolio aufzunehmen. Aufgrund ihrer breiten Streuung stellen sie eine vergleichsweise sichere Anlagealternative dar. Die Fondsgesellschaften sind dazu verpflichtet, die Fondsanteile jederzeit zurückzukaufen. Um hierbei Liquiditätsengpässe zu vermeiden, sind sie verpflichtet bis zu maximal 5 v.H. ihres Fondsvermögens an Liquidität vorzuhalten. Der Unterschied der REITs zu den offenen Immobilienfonds besteht in der Börsennotierung und der damit verbundenen Bewertung des Immobilienvermögens durch den Kurs der Anteilswerte. Dadurch wird ein höheres Maß an Transparenz erreicht, als es die traditionellen deutschen offenen Fonds erreichen, obwohl diese bereits eine eigene Initiative für mehr Transparenz gestartet haben. Zudem entfällt die Verpflichtung zur Rücknahme der Anteile und damit auch die Vorhaltung der entsprechenden Liquidität.

Immobilienaktiengesellschaften sind Unternehmen, die einen Großteil ihrer Erträge aus der Bewirtschaftung von oder dem Handel mit Immobilien erzielen. Sie sind deutlich spekulativer ausgerichtet als die mit ihnen noch am ehesten vergleichbaren offenen

Immobilienfonds. Soweit börsennotiert, erfolgt ihre laufende Wertkontrolle durch die Entwicklung der Aktienkurse. Ihre Strategiekonzepte reichen vom klassischen „buy and hold“, dem Kauf und dem langfristigen Halten einer Immobilie im Portfolio, bis hin zu aggressiven „Trading“-Strategien, bei denen vor allem auf das Wertsteigerungspotential einer Immobilie gesetzt wird. Dies geschieht durch Renovierung, Umbau oder Umnutzung eines Objektes nach dem Kauf, um den Verkaufspreis zu erhöhen. Die Gesellschaft selbst unterliegt der Körperschaft- und Gewerbesteuerpflicht. Auch hier ist die vorgesehene Börsennotierung der REITs ein Unterscheidungsmerkmal zu vielen Immobilienaktiengesellschaften. Hinzu kommt die Befreiung der REITs von den Ertragsteuern, wodurch eine Doppelbesteuerung vermieden werden soll.

Im Vergleich zu den genannten Anlagemöglichkeiten stellt die in Deutschland diskutierte Variante des public REIT (vgl. 4.1) ein alternatives Immobilienanlageprodukt dar. Dieses entspricht internationalen Standards und besitzt damit aufgrund weltweiter Vergleichbarkeit auch besondere Attraktivität für ausländische Anleger.

3 Internationale REIT-Modelle

3.1 USA

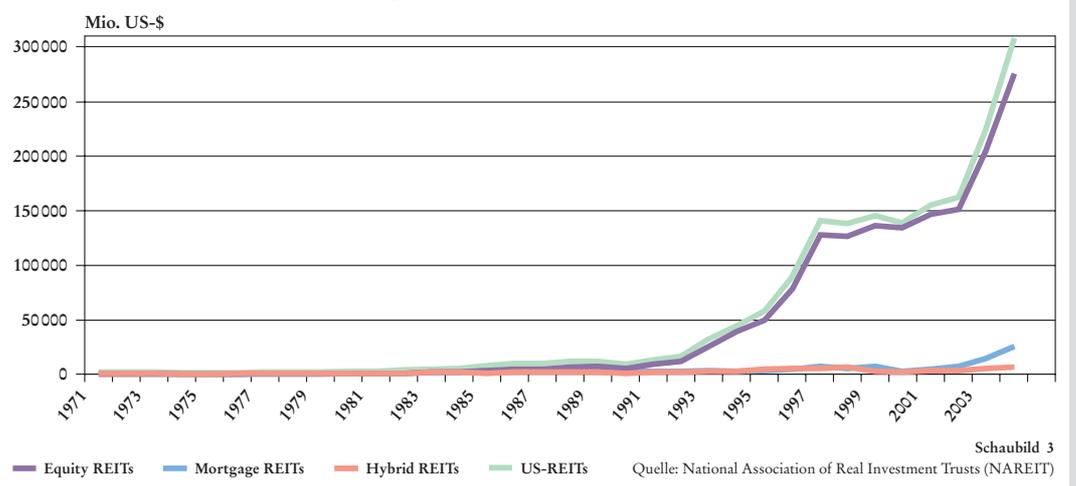
REITs wurden in den USA mit dem Real Estate Investment Act im Jahr 1960 eingeführt. Eine Zielsetzung war hierbei, kleinen Anlegern die Möglichkeit zu eröffnen, in große Immobilienbestände zu investieren. Dies sollte vor allem der Altersvorsorge dienen. Nach zunächst schleppender Entwicklung wurden die REITs durch den wachsenden Kapitalbedarf der Immobilienbranche Ende der 60er Jahre immer bedeutender. Zu dieser Zeit wuchsen insbesondere die Mortgage-REITs. Die wirtschaftliche Rezession 1973 verschonte auch die Real Estate Investments Trusts nicht. Erst der Tax Reform Act von 1986 und der Omnibus Budget Reallocation Act von 1993 beschleunigten die Entwicklung in ungeahntem Ausmaß. Schaubild 3 gibt einen Überblick über die jährliche Marktkapitalisierung der US-REITs seit 1973.

Der Tax Reform Act eröffnete den REITs neue Geschäftsfelder neben dem Besitz von Immobilien und Hypotheken. Sie durften nun ihre Immobilien selbst verwalten und bestimmte Dienstleistungen für ihre Mieter erbringen. Zudem wurden steuerliche Vorteile der Direktanlage in Immobilien stark eingeschränkt, was die Attraktivität der

REITs deutlich erhöhte. Der Omnibus Budget Reallocation Act erlaubte es Pensionsfonds, in größerem Umfang in REITs zu investieren, was deren Attraktivität nochmals erhöhte. Nach einer Phase mit einer eher verhaltenen Entwicklung wurde 1999 mit dem REIT Modernisation Act die Möglichkeit der Reinvestition von Gewinnen verbessert, da statt der bis dahin geltenden 95 v.H. nun noch 90 v.H. der steuerpflichtigen Gewinne ausgeschüttet werden mussten. Durch die seit 2001 bestehende Möglichkeit, bis zu 20 v.H. ihres Vermögens in Tochtergesellschaften zu investieren, die nicht zwingend Immobiliendienstleistungen erbringen müssen, erfuhren die REITs eine weitere Attraktivitätssteigerung. In Verbindung mit der sehr dynamischen Entwicklung der US-Immobilienmärkte führte dies zu dem in Schaubild 3 zu erkennenden deutlichen Zuwachs der Marktkapitalisierung.

Die heutige REIT-Konzeption in den USA schreibt nicht zwingend die Börsennotierung der Gesellschaft vor, diese ist aber dennoch üblich. Ein Mindestvolumen an Eigenkapital ist ebenfalls gesetzlich nicht vorgeschrieben. Es müssen mindestens 100 Anleger ihr Kapital investieren, wobei nicht mehr als 50 v.H. des Kapitals von fünf oder weniger Anteilseignern gehalten werden dürfen. Eine Fremdfinanzierung ist grundsätzlich möglich und in der Höhe nicht beschränkt. Die Gesellschaft muss mindestens 75 v.H. ihres gesamten Anlagevermögens in Immobilien, Bargeld oder

Jährliche Marktkapitalisierung der US-REITs nach Typ



Staatsanleihen halten und mindestens 75 v. H. ihres Bruttoeinkommens aus Mietzahlungen und Hypothekenzinsen beziehen, um die Kriterien für einen Real Estate Investment Trust zu erfüllen. Zudem dürfen 20 v. H. der Anlagen aus steuerpflichtigen Tochtergesellschaften bestehen. Die Vorschriften hinsichtlich der Gewinnausschüttung besagen, dass mindestens 90 v. H. der zu versteuernden Erträge als Dividenden an die Anleger ausgeschüttet werden müssen. Die Steuerbefreiung wird dadurch erreicht, dass die Gewinnausschüttung abzugsfähig ist. Auf der Anlegerseite ist zu unterscheiden, ob es sich um ein Unternehmen oder einen Privatanleger handelt. Unternehmen zahlen 35 v. H. Unternehmenseinkommensteuer auf die ausgeschütteten Dividenden, der gleiche Steuersatz gilt bei Gewinnen aus dem Verkauf von REIT-Anteilen. Für Privatanleger gilt der normale Einkommensteuersatz von etwa 39 v. H. für die Dividenden. Ausschüttungen aus Veräußerungsgewinnen seitens des REITs werden normalerweise mit einem Steuersatz von 15 v. H. belegt. Ausländische Anleger unterliegen der US-amerikanischen Quellensteuer, die nach der Quelle der jeweiligen Dividende variiert. Daneben sind Regelungen im Rahmen von Doppelbesteuerungsabkommen zu berücksichtigen.

3.2 Niederlande

Auch in den Niederlanden war mit der Einführung der „Fiscale Beleggingsinstelling“ (FBI) 1969 das Ziel verknüpft, private Investitionen in Immobilien durch den Wegfall der Körperschaftsteuer zu stimulieren.

Die Börsennotierung ist keine zwingende Voraussetzung, um in den Niederlanden als FBI zugelassen zu werden. Zudem dürfen maximal 45 v. H. der Anteile durch einen einzelnen institutionellen Anleger bzw. 25 v. H. durch eine einzelne Person gehalten werden. Im Falle ausländischer Anleger gilt die 25 v. H. Beschränkung generell. Die Finanzierung durch Fremdkapital ist auf 60 v. H. der steuerlichen Buchwerte der Immobilien und 20 v. H. aller anderen Buchwerte begrenzt. Bei der Wahl der Rechtsform ist zu berücksichtigen, dass diese eine Haftungsbe-

schränkung enthalten muss. Die Anlage- und Einkunftsöglichkeiten der FBI's sind eng auf den Immobilienmarkt begrenzt. Eine Projektentwicklung ist nur dann zugelassen, wenn das Objekt längere Zeit im Bestand der Gesellschaft verbleibt. Sie müssen ihren vollständigen Gewinn an die Anleger ausschütten, wobei Gewinne oder Verluste aus Veräußerungen einer steuerlichen Wiederanlagereserve zugeführt werden dürfen. Hierdurch sind diese aus dem zu versteuernden Einkommen ausgegliedert. Grundsätzlich unterliegen FBI's der niederländischen Körperschaftsteuer, der für sie geltende Steuersatz beträgt allerdings 0 v. H. Auf Anlegerebene gilt in den Niederlanden für institutionelle Anleger eine Quellensteuer von 25 v. H. auf die ausgeschütteten Dividenden. Diese kann allerdings mit anderen Steuerverbindlichkeiten verrechnet werden. Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an einer FBI unterliegen der normalen Steuerpflicht. Bei niederländischen Privatanlegern werden die FBI-Anteile zumeist einer Portfolioanlage zugerechnet. In diesem Fall ergibt sich ein Steuersatz von 1,2 v. H. des durchschnittlichen Anlagevolumens des betreffenden Kalenderjahres. Für Dividendenausschüttungen gilt die reguläre Quellensteuer, wie auch bei den institutionellen Anlegern. Realisierte Gewinne aus dem Verkauf von FBI-Anteilen sind durch die Privatanleger in den Niederlanden nicht zu versteuern. Handelt es sich um ausländische Investoren, gilt ebenfalls die niederländische Quellensteuer mit ihrem Steuersatz von 25 v. H. Bei Kapitalausschüttungen fällt zudem eine Kapitalsteuer in Höhe von 0,55 v. H. an. Auch hier sind eventuell bestehende Doppelbesteuerungsabkommen darüber hinaus zu berücksichtigen.

3.3 Frankreich

Die 2003 in Frankreich eingeführten REITs, die Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC), hatten 2004 eine Marktkapitalisierung von 17,6 Mrd. € erreicht.

Die Börsennotierung der Gesellschaften ist durch den Gesetzgeber vorgeschrieben, zudem muss das Grundkapital mindestens 15 Mio. € betragen. Der Geschäftszweck der

Gesellschaft muss der Erwerb, die Unterhaltung oder Errichtung von Immobilien zum Zweck der Vermietung oder Verpachtung sein. Daneben dürfen Anteile an Unternehmen gehalten werden, die den gleichen Geschäftszweck verfolgen. Mindestens 80 v.H. des Kapitals einer SIIC müssen in diese Aktivitäten investiert sein und maximal 50 v.H. der Erträge der Gesellschaft dürfen aus dem Immobilienleasing stammen. Hinsichtlich der Anteilseigner gibt es keine Einschränkungen, die Fremdfinanzierung darf jedoch maximal 40 v.H. der Objektwerte betragen.

SIIC werden zumeist in der Rechtsform einer Publikumsaktiengesellschaft geführt, sie können aber auch als Kommanditgesellschaft strukturiert sein. Die Gesellschaft wird von der Körperschaftsteuer befreit, wenn mindestens 85 v.H. der Gewinne aus Vermietung und Dienstleistungen und 50 v.H. der Gewinne aus Veräußerungen an die Anteilseigner ausgeschüttet werden. Auch Dividenden von Tochtergesellschaften der SIIC sind von der Körperschaftsteuer befreit, wenn die Beteiligung 95 v.H. beträgt und 100 v.H. dieser Dividenden ausgeschüttet werden. Bei der Besteuerung der Dividenden auf Anlegerebene ist zu unterscheiden, ob diese aus dem steuerfreien oder dem zu versteuernden Gewinn der SIIC gezahlt worden sind. Institutionelle Investoren müssen Dividenden aus dem steuerfreien Gewinn vollständig zum Standardsatz der französischen Körperschaftsteuer versteuern. Stammen die Dividenden aus den zu versteuernden Erträgen, sind sie ebenfalls körperschaftsteuerpflichtig, allerdings wird eine Gutschrift (*avoir fiscal*) von 10 v.H. der bar erhaltenen Dividenden gewährt. Diese ist aber nicht erstattungsfähig. Für Privatanleger gilt künftig das Halbeinkünfteverfahren, d.h. 50 v.H. der Dividenden sind von der Einkommensteuer befreit, unabhängig aus welcher Quelle sie stammen. Für ausländische Investoren gilt auch in Frankreich eine Quellensteuer von 25 v.H., auch hier sind darüber hinaus Sonderregelungen und Doppelbesteuerungsabkommen zu berücksichtigen.

4 REITs am Standort Deutschland

4.1 Die Konzeption deutscher REITs

Federführend beteiligt an der Konzeption eines REIT-Modells für Deutschland war der Arbeitskreis „Neue Assetklassen“ der Initiative Finanzplatz Deutschland, der seine Vorschläge im Februar 2005 veröffentlichte. Um durch die Finanzverwaltung als REIT zugelassen zu werden, ist zunächst als Voraussetzung vorgesehen, dass es sich bei dem Unternehmen um eine an einer deutschen Wertpapierbörse notierte Aktiengesellschaft handelt und das mindestens 25 v.H. der Anteile dort platziert sind. Die Haupttätigkeit der Gesellschaft sollte im Erwerb, der Errichtung, Veräußerung, der Vermietung und Verpachtung direkt oder indirekt gehaltener Immobilien bestehen. Zudem sollte der eigene Immobilienbestand aktiv gemanaged werden. Diese Vorgabe wird als erfüllt angesehen werden, wenn mindestens 75 v.H. des Vermögens (zu Marktwerten) in Immobilien investiert sind und mindestens 75 v.H. der Bruttoerträge aus der Vermietung und Verpachtung sowie Veräußerung von Immobilien stammen. Nebentätigkeiten, die der Haupttätigkeit dienen (z.B. Hausverwaltung, Makelei, Projektsteuerung und Projektentwicklung), können hierbei wie die Haupttätigkeit selbst behandelt werden. Die Möglichkeit der Fremdfinanzierung soll für das Unternehmen nicht beschränkt werden, hier vertraut man auf die Steuerung bzw. Sanktionierung durch den Markt. Werden mindestens 90 v.H. der Gewinne an die Anleger ausgeschüttet, wird die Gesellschaft von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit. Auf der Ebene der Anleger sollen die Dividenden der unbeschränkten individuellen Steuerpflicht unterliegen, folglich käme das Halbeinkünfteverfahren hier nicht zur Anwendung. Die für ausländische Investoren zunächst vorgesehene Quellenbesteuerung stieß auf Bedenken seitens der Finanzverwaltung, da man durch die Ausnutzung von Doppelbesteuerungsabkommen Steuerausfälle befürchtete. Dieser Kritik hat der Arbeitskreis Rechnung getragen und vorgeschlagen, die Ausschüttungen der Gesellschaften als Einkünfte aus unbeweglichem

Vermögen zu definieren (Art. 6 Abs. 2 Satz 1 OEC-MA), welche der Quellenstaat exklusiv besteuern darf.

Werden Immobilien in einen REIT eingebracht, bedeutet dies für ein Unternehmen die Aufdeckung stiller Reserven, die dann grundsätzlich der Ertragsteuer unterliegen würden. Um die Aufdeckung zu fördern, soll bei Einbringung in einen REIT der halbe Steuersatz zur Anwendung kommen und zudem die Möglichkeit bestehen, die Steuerschuld in vier Jahresraten zu begleichen. Mit diesem Vorgehen hat man in Frankreich bereits gute Erfahrungen gemacht. Diese

Regelung soll auf die ersten fünf Jahre nach Einführung der REITs beschränkt bleiben, um deren Aufbau zu unterstützen und die stillen Reserven zu mobilisieren.

Diese Konzeption stellt eine für den deutschen Markt neue Anlageform dar und ergänzt damit das Anlagespektrum um eine international anerkannte Anlagealternative (vgl. auch 2.2).

In Tabelle 2 sind die wichtigsten Charakteristika der vorgestellten internationalen REIT-Konzeptionen und des deutschen REIT-Modells einander gegenübergestellt.

	USA (US-REIT)	Niederlande (FBI)	Frankreich (SIIC)	Deutschland
Börsennotierung	üblich, keine Anforderung	keine Anforderung	Anforderung	Anforderung
Anteilseigner	mind. 100 Anleger; nicht mehr als 50 v. H. der Aktien dürfen von fünf oder weniger Per- sonen gehalten werden	max. 45 v. H. des Aktienkapitals durch einen Aktionär, max. 25 v. H. bei ausl. Aktionär	keine Einschränkung	keine Einschränkung mind. 25 v. H. in Streubesitz
Fremdkapital/ Kreditaufnahme	möglich, keine Begrenzung	begrenzt auf 60 v. H. der steuerlichen Buch- werte der Immobilien und 20 v. H. aller anderen steuerlichen Buchwerte	begrenzt auf 40 v. H. des Objektwertes	möglich, keine Begrenzung
Geschäftsfeld	mind. 75 v. H. des Anlagevermögens in Immobilien, Bargeld oder Staatsanleihen; mind. 75 v. H. des Bruttoeinkommens aus Mieten und Hypotheken- zinsen; max. 20 v. H. der Anlagen dürfen aus steuerpflichtigen Tochter- gesellschaften bestehen	Anlagen und Einkünfte auf Immobilienmarkt beschränkt	Erwerb und Errichtung zur Vermietung, andere Investitionen bis max. 20 v. H. zulässig	Mind. 75 v. H. des Vermögens (Marktwert) in Immobilien investiert; mind. 75 v. H. der Brutto- erträge aus Vermietung, Verpachtung und Veräußerung
Gewinne	mind. 90 v. H. der steuerpflichtigen Erträge müssen als Dividenden ausgeschüttet werden	mind. 95 v. H. des Gewinns müssen an Anleger ausgeschüttet werden; Veräußerungsgewinne/ -verluste werden steuerlichen Reserve gutgeschrieben	85 v. H. der Einnahmen aus Vermietung und Dienstleistungen sowie 50 v. H. der Einnahmen aus Veräußerungen müssen ausgeschüttet werden	Mind. 90 v. H. des Gewinns müssen an die Anleger ausgeschüttet werden
Form der Steuerbefreiung	Ausschüttung abzugsfähig	reduzierter Körper- schaftsteuersatz von 0 v. H.	Freistellung der Einkünfte aus Vermietung und Veräußerung	Befreiung von Körperschaft- und Gewerbsteuer

Tabelle 2

Quelle: Immobilien & Finanzierung 06-2005, eigene Darstellung

4.2 Die ökonomische Bewertung deutscher REITs

4.2.1 Mobilisierungspotential in Deutschland

Deutsche Unternehmen weisen im internationalen Vergleich mit 73 v.H. eine sehr hohe Quote selbstgenutzter Immobilien auf (zum Vergleich: Großbritannien 54 v.H., USA 25 v.H.). Einen Grund für diese hohe Eigentumsquote stellen die hohen Transaktionskosten im Immobiliensektor und die bei Auflösung vorhandener stiller Reserven entstehende Ertragsteuerlast in Deutschland dar. Auf diese Art und Weise ist ein großer Anteil des Eigenkapitals der deutschen Unternehmen in deren Immobilien-Eigenkapital gebunden. Das Beispiel Frankreich hat gezeigt, dass die Einführung eines REITs mit steuerlicher Begünstigung der Einbringung von Unternehmensimmobilien in die Gesellschaft diese hohe Eigenkapitalbindung in Immobilien senkt und den Unternehmen damit wieder mehr Möglichkeiten eröffnet, in ihre Kernkompetenzen zu investieren. Zudem führt die Aufdeckung der stillen Reserven zur Steigerung der Eigenkapitalbasis. Zur Unterstützung der Ausgliederung der Immobilien aus dem Eigenkapital schlägt die IFD zudem vor, dass § 3 des Grunderwerbsteuergesetzes dahingehend geändert wird, dass der Übertrag von Grundstücken auf eine verbundene Gesellschaft und der Übertrag an einen Intermediär, wenn dieser das Grundstück innerhalb eines Jahres weiterveräußert, von der Besteuerung ausgenommen werden sollen.

Bei inländischen Immobilien schätzt die IFD das Mobilisierungspotential im Unternehmenssektor auf bis zu 60 Mrd. €. Mittelfristig ist auch bei kommunalen Wohnungsbau- und Wohnungsgesellschaften Potential vorhanden, wenn diese ihre Immobilienbestände im Rahmen einer Privatisierung in einen REIT einbringen. Derzeit halten Kommunen in Deutschland ein Immobilienvermögen im Wohnungssektor von ca. 100 Mrd. €, hiervon könnten mittelfristig Immobilien im Wert von 20 Mrd. € veräußert werden. Das gesamte Marktpotential eines deutschen REIT-Marktes schätzt die IFD auf 127 Mrd. € im Jahr 2010, hierbei wird mit Steuermehrein-

nahmen von 8,2 Mrd. € im gleichen Zeitraum gerechnet, wobei indirekte Wirkungen noch nicht berücksichtigt sind.

4.2.2 Bewertung aus der Anlegerperspektive

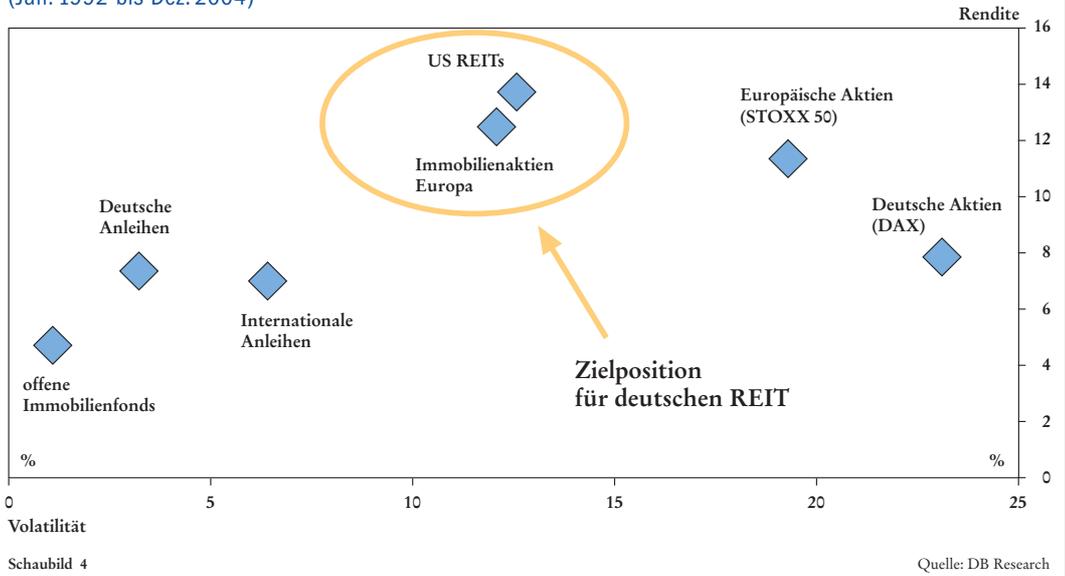
Sollten REITs in Deutschland im kommenden Jahr etabliert werden, bedeutet dies eine zusätzliche Anlagemöglichkeit für Investoren. Im Folgenden soll näher untersucht werden, welche Vor- bzw. Nachteile hierdurch für Anleger entstehen und welche gesamtwirtschaftlichen Effekte zu erwarten sind.

Aus Sicht der Anleger ist sicherlich die hohe Fungibilität der REIT-Anteile ein wichtiger Faktor. Sie können an der Börse schnell und ohne größere Transaktionskosten, insbesondere im Vergleich zu den existierenden Anlageprodukten, gehandelt werden. Die hieraus resultierende höhere Volatilität durch die Marktbewertung kann dazu genutzt werden, bestehende Portfolios mit Hilfe der modernen Portfoliotheorie sinnvoll durch wertbeständige Immobilienanlagen zu ergänzen. Deren Anforderungen, besonders an die Markttransparenz und die Fungibilität, werden von REITs erfüllt. Schaubild 4 gibt eine Übersicht über die mögliche Positionierung deutscher REITs im Anlagespektrum von Rendite und Volatilität.

Auf diese Weise erscheint es möglich, durch sinnvolle Ergänzung eines bestehenden Portfolios durch REIT-Anteile bei konstantem Risiko eine Renditesteigerung des Gesamtportfolios zu erreichen, oder bei konstanter Rendite das Gesamtrisiko zu senken. Dieses Vorgehen erfordert allerdings umfangreiche Fachkenntnisse, über welche Privatanleger in der Regel nicht verfügen. Institutionelle Investoren hingegen können ihr vorhandenes Marktwissen hier renditesteigernd bzw. risikosenkend einbringen und somit ihre Chancen erhöhen. Bislang sind institutionelle Anleger primär in geschlossenen Immobilienfonds engagiert, erst an zweiter Stelle folgen die offenen Fonds (vgl. Schaubild 4), die eine Volatilität von unter 1 v.H. aufweisen (bei normalen Aktien ca. 20 v.H.). Zusätzliche Attraktivität würden die deutschen

Wie sollte sich der deutsche REIT im Anlagespektrum positionieren?

Historisches Risiko-Rendite-Profil
(Jan. 1992 bis Dez. 2004)



REITs für institutionelle Anleger erhalten, wenn die Beteiligungen auf deren Immobilienquote angerechnet werden würden, ein Vorschlag, der derzeit diskutiert wird. Einen weiteren Vorteil für institutionelle Anleger stellt die sektorale (Büro, Wohnen, Einzelhandel etc.) bzw. regionale Fokussierung von REITs dar. Sie sorgt für eine Bündelung der Kernkompetenzen des Managements und damit für bessere Renditemöglichkeiten als in weit diversifizierten Gesellschaften. Ein Investor hat so die Möglichkeit, verschiedene

Anlagealternativen aus dem REIT-Segment zu vergleichen und die für seine Zwecke optimale Asset-Allokation zu wählen. Private Anleger werden hier von vornherein bereits diversifizierte Investmentmöglichkeiten wählen, da ihnen kein entsprechendes Immobilien-Research zur Verfügung steht, um alle Anlagealternativen zu analysieren. Es ist in diesem Zusammenhang generell davon auszugehen, dass die REITs in Deutschland zu einer Professionalisierung des Immobilienmarktes führen werden.

Immobilienanlagen institutioneller Investoren in Deutschland 2004

Immobilienbestand ca. 390 Mrd. € (geschätzt)

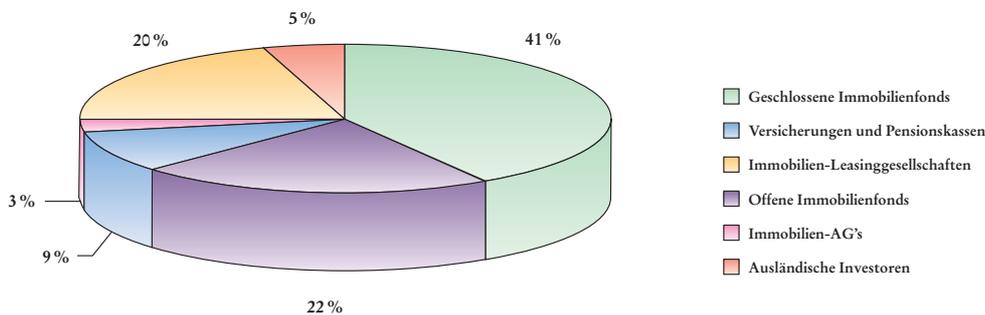


Schaubild 5

Quelle: DB Research, Bloomberg, Bulwien AG, BVI

Die Einführung deutscher REITs wird den hiesigen Immobilienmarkt auch für ausländische Anleger attraktiver machen. Offene und geschlossene Immobilienfonds sind international kein Standard und stoßen daher auf wenig Interesse im Ausland. Es fehlt ihnen somit auch die erforderliche Vergleichbarkeit mit ausländischen Immobilieninvestitionen. REITs hingegen sind ein internationaler Standard, der diese Anforderungen erfüllt. Der deutsche Immobilienmarkt würde folglich deutlich an Attraktivität für ausländisches Kapital gewinnen.

Die beschriebenen Vorteile von REITs in Deutschland kommen allerdings nur dann zum tragen, wenn im Gesetzgebungsprozess die Vorschläge zur rechtlichen und steuerlichen Ausgestaltung berücksichtigt werden. Es gilt zu vermeiden, durch zu enge gesetzliche Vorgaben den REIT zu nah an den existierenden Anlagealternativen zu positionieren. In diesem Fall würde er in der Tat nicht Ergänzung, sondern Konkurrenz für offene und geschlossene Fonds, wie auch zur Immobilien AG werden. In jedem Fall werden REITs sich in Deutschland zunächst als neues Anlageprodukt zu beweisen haben. Nur eine besondere Gesellschaftsform allein sorgt nicht für eine garantierte Mindestrendite, ebenso wenig kann sie die Überlegenheit gegenüber anderen Anlagealternativen bei indirekten Immobilieninvestments manifestieren. Das Management eines REITs muss am Markt den Beleg dafür liefern, dass die vorhandenen Erfolgsfaktoren auch nachhaltig umgesetzt werden können.

4.2.3 Die gesamtwirtschaftliche Perspektive

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht gewinnen die Immobilienmärkte durch die tagesaktuelle Bewertung der in den Beständen gehaltenen Objekte an Transparenz und damit auf der Marktebene an Informationseffizienz. Hiermit verbunden ist auch eine Reduktion der Transaktionskosten, da die Informationsbeschaffung deutlich erleichtert wird.

Durch die Gründung neuer Gesellschaften und die bereits angesprochene Professionalisierung des Immobiliensektors werden neue

Arbeitsplätze geschaffen. Die Internationalisierung des REIT-Bereiches erfordert die Bündelung von Fachwissen, um im Wettbewerb bestehen zu können.

Aufgrund der internationalen Vergleichbarkeit der REITs wird der deutsche Immobilienmarkt für ausländische Anleger wieder interessanter. Dies kann zu Kapitalimporten führen, die den Finanzplatz Deutschland weiter stärken. Allerdings ist hierbei die zukünftige Wechselkursentwicklung, insbesondere zum US-Dollar, zu berücksichtigen, die bei Auslandsanlagen eine wichtige Rolle spielt.

Die mobilisierten stillen Reserven an Immobilienvermögen werden im Falle der Reinvestition zu einer Zunahme der Investitionen führen, was einen weiteren positiven gesamtwirtschaftlichen Effekt darstellt. Dieser kommt aber nur bei einer Reinvestition im Inland zum tragen. Steigen die Kapitalexporte hierdurch an, relativiert sich die binnenwirtschaftliche Wirkung deutlich.

Des Weiteren könnten REIT-Anteile sinnvoll genutzt werden, um die kapitalgedeckte Altersvorsorge zu ergänzen. Gerade bei den aktuellen Herausforderungen des demographischen Wandels (auch für die Immobilienmärkte, vgl. „Auswirkungen der demographischen Entwicklung auf die Immobilienmärkte“, Nord/LB) sollten alle Alternativen der privaten Altersvorsorge überprüft werden. Schließlich entstehen der öffentlichen Hand Steuermehreinnahmen zum einen aus der Aktivierung der stillen Reserven, zum anderen aus den bei den Anlegern steuerpflichtigen Ausschüttungen. Ohne die Einführung von REITs würde die Aktivierung der stillen Reserven unterbleiben, was für den Fiskus keine Einnahmen bedeutet. Durch die vorgeschlagene Regelung verzichtet der Staat zwar auf einen Teil der Steuereinnahmen aus der Ertragsteuer, kann so aber überhaupt erst diese Einnahmen realisieren. Kommt es im Erfolgsfall zu Dividendenausschüttungen an die Anleger, steigen dadurch die Einnahmen aus der Einkommensteuer.

Insgesamt ist die Einführung von REITs in Deutschland gesamtwirtschaftlich durchaus positiv zu bewerten. Die einzelnen vorge-

stellten Effekte sollten jedoch nicht überbewertet werden, da jeder für sich genommen nur einen relativ kleinen gesamtwirtschaftlichen Einfluss darstellt.

4.3 Erwartete Effekte für den deutschen Kapitalmarkt

Durch Real Estate Investment Trusts würde in Deutschland zunächst das Angebot am Kapitalmarkt zunehmen, da die Unternehmen ihre stillen Reserven aufdecken und damit aktivieren. Dieser Effekt relativiert sich allerdings, wenn die Unternehmen dieses Kapital exportieren und es somit im Inland nicht mehr zur Verfügung stünde. Auf dem inländischen Kapitalmarkt stellen die neuen Gesellschaften eine weitere Anlagemöglichkeit dar, ohne jedoch selbst Grund für eine Anlageentscheidung oder deren Höhe zu sein. Es wird daher eher zu Umschichtungen innerhalb bestehender Portfolios kommen, um die Vorteile von REITs renditesteigernd oder risikomindernd zu nutzen. Das Gleiche gilt für die Berücksichtigung von REITs im Rahmen der privaten Altersvorsorge. Hier wird das Kapitalangebot nicht wegen der Einführung von REITs in Deutschland steigen, sondern wegen demographisch bedingter Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Finanzierung der gesetzlichen Rentenversicherungen. Als zusätzliche Anlagealternative werden REITs sicherlich auch hier für die Versicherungswirtschaft attraktiv sein. Ein Zufluss an Kapital für den deutschen Markt ist aus dem Ausland zu erwarten. Schon jetzt wird die Entwicklung in Deutschland mit Interesse beobachtet. Werden bei der Ausgestaltung der REITs die internationalen Vorgaben eingehalten, stellen deren Anteile für ausländische Investoren eine interessante Anlage dar. Hierbei spielen aber auch weitere Faktoren, wie z. B. die Wechselkursentwicklung an den Devisenmärkten eine wichtige Rolle.

Die Kapitalnachfrage der Unternehmen wird im Falle der Reinvestition der aufgedeckten stillen Reserven zwar steigen, es ist auf der anderen Seite aber direkt ein Angebot in gleicher Höhe entstanden, so dass zwar ein Men-

gen-, aber kein Preiseffekt zu erwarten sein wird. Sollte es auf Seiten der Unternehmen zu Mitnahmeeffekten kommen, wäre das zusätzliche Angebot größer als die resultierende Nachfrage, was preissenkend bei einem geringeren Mengeneffekt wirken würde. Dieser Impuls entsteht jedoch nur einmal bei Aufdeckung der stillen Reserven und ist keine dauerhafte Beeinflussung des Marktergebnisses. Sind die REITs am Kapitalmarkt als Anlagealternative etabliert, stellen sie eine Konkurrenz zu anderen Möglichkeiten der Kapitalanlage dar. Sie erhöhen die Kapitalnachfrage und sorgen für einen intensiveren Wettbewerb auf der Nachfrageseite, wodurch das Marktergebnis an Effizienz gewinnt. In der Summe sind für den deutschen Kapitalmarkt keine tiefgreifenden Veränderungen zu erwarten, ein belebendes Element stellen die REITs aber in jedem Fall dar.

4.4 Erwartete Effekte für den Immobilienstandort Deutschland

Als international ausgerichteter Immobilienstandort wird Deutschland durch die REITs an Attraktivität gewinnen. Deutsche Immobilien werden wieder mehr in den Focus international agierender Immobiliengesellschaften rücken, was eine Belebung des Marktes zur Folge haben wird.

Das Angebot an Immobilien wird durch die Aktivierung der stillen Reserven der deutschen Unternehmen zunächst steigen. Es muss hier aber berücksichtigt werden, dass es sich um einen einmaligen Effekt handelt. Auf der anderen Seite wird dieses Angebot gemäß IFD-Vorschlag nur Gesellschaften mit REIT-Status zugänglich sein, da andernfalls die steuerlichen Vorteile durch die Unternehmen nicht genutzt werden könnten. Es kommt somit zu Bewegungen innerhalb des Immobilienbestandes und nicht zur Bestandserweiterung. Falls REITs auch im Rahmen der Projektentwicklung tätig werden, wird es zusätzlich zu Neu- oder Umbauten kommen, die den jeweiligen Gebäudestand erhöhen werden.

Auf der Nachfrageseite stellen die REITs einen zusätzlichen Akteur dar, der die Nach-

frage nach Immobilien erhöhen wird. Durch die steuerlichen Regelungen haben REITs hier beim Aufbau ihres Immobilienbestandes zunächst einen Vorteil. Dieser lässt sie zu einem privilegierten Nachfrager werden, soweit es sich um Objekte aus den stillen Unternehmensreserven oder den Beständen der kommunalen Wohnungsbaugesellschaften handelt. Später werden sie einen weiteren Akteur am Immobilienmarkt darstellen, der dabei auch die Nachfrage erhöhen wird. Hierbei werden Qualitätsimmobilien eine herausragende Rolle spielen, da nur mit ihnen entsprechende Renditen zu erzielen sein werden.

Die Effekte einer Schaffung von REITs für den Immobilienstandort Deutschland sind allerdings vor dem Hintergrund zu relativie-

ren, dass andere Einflussfaktoren auf die Marktentwicklung weit schwerer ins Gewicht fallen. Die langfristige wirtschaftliche Entwicklung oder die demographische Situation einer Volkswirtschaft bestimmen das Geschehen auf den Immobilienmärkten und den Verlauf der Immobilienmarktzyklen weit mehr als die Schaffung einer weiteren Anlagealternative mit einer besonderen steuerlichen Ausgestaltung. Je nach Marktsegment, objektartspezifisch oder regional gesehen, wird dieser Einfluss zudem unterschiedlich stark ausgeprägt sein. Auch hier bleibt die abschließende Feststellung, dass REITs zwar eine wichtige Weiterentwicklung des Immobilienstandorts Deutschland darstellen, diesen aber sicherlich nicht revolutionieren werden.



**NORDDEUTSCHE LANDESBANK
GIROZENTRALE**

Hannover · Braunschweig · Magdeburg · Schwerin
Hamburg · Frankfurt · Luxemburg · Zürich · London · New York · Singapur · Stockholm · Vilnius

NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE
Friedrichswall 10, 30159 Hannover, Telefon 05 11/3 61-0, Telefax 05 11/3 61-25 02 oder 44 40

NORDDEUTSCHE LANDESBANK BRAUNSCHWEIGISCHE LANDESSPARKASSE
NORD/LB Zentrum, Friedrich-Wilhelm-Platz, 38100 Braunschweig,
Telefon 05 31/4 87-0, Telefax 05 31/4 87-31 02

NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE MITTELDEUTSCHE LANDESBANK
Harnackstraße 12, 39104 Magdeburg, Telefon 03 91/5 89-0, Telefax 03 91/5 89-17 06

NORDDEUTSCHE LANDESBANK GIROZENTRALE LANDESBANK FÜR MECKLENBURG-VORPOMMERN
Graf-Schack-Allee 11, 19053 Schwerin, Telefon 03 85/5 43-0, Telefax 03 85/5 43-10 29