

# Immobilien-Spezialfonds und REITs – Geschwister oder Gegner?

Knut Riesmeier

**Wenn die ersten deutschen REITs starten, dann wird auch der Immobilien-Spezialfonds seine Investoren erneut überzeugen müssen. Doch für den Autor können beide Anlagevehikel mit spezifischen Besonderheiten punkten: der REIT mit mehr Fungibilität, Transparenz und Steuervorteilen, der Spezialfonds dagegen mit mehr Investoren- und weniger Kapitalmarkteinfluss auf das Portfolio. Durch die neue Vielfalt der Verpackungen gewinnt die Assetklasse Immobilien insgesamt zwar an Aufmerksamkeit, doch die Erfahrungen im Ausland zeigen: Der Erfolg der Investments hängt vor allem vom Inhalt – also der Objekt- und Managementqualität – ab, egal in welcher Form. (Red.)**

Der Markt für indirekte Immobilienanlagen ist in Bewegung gekommen. Während vor einiger Zeit Offene Immobilienfonds und Immobilien-Spezialfonds bei deutschen institutionellen Anlegern das Rennen unter sich ausgemacht haben, gibt es heute eine Vielzahl neuer Anlageformen. Auch das Interesse der Investoren hat deutlich zugenommen. Der europäische Markt für sogenannte „Non-listed Vehicles“ zeigt einen deutlichen Anstieg des Anlagevolumens über die letzten Jahre.

Das Aufkommen neuer Formen der indirekten Immobilienanlage verhilft der Assetklasse Immobilien zu erhöhter Attraktivität. Davon profitieren alle Anlageformen dieser Vermögensgattung – neben dem Immobilien-Spezialfonds auch der REIT, der in Deutschland neu eingeführt worden ist. Mit neuen institutionellen Möglichkeiten werden aber komparative Vorteile neu verteilt und traditionelle Produkte müssen sich ihre Marktanteile neu erobern.

International haben REITs inzwischen eine starke Verbreitung gefunden. Anfang 2007 wurden sie unter großer öffentlicher Beachtung in Großbritannien eingeführt. Das gelistete, für Deutschland geschaffene Vehikel ist für internationale wie auch deutsche Investoren gleichermaßen geeignet, wenn auch mit der bereits vielfach zu Recht bemängelten Ausklammerung der Wohnimmobilien dem Vehikel eine schwere Last mit auf den Weg gegeben wurde. Dem gegenüber steht aus Perspektive institutioneller Investoren der Immobilien-Spezialfonds als die deutsche Spezialität unter den nicht gelisteten Anlagevehikeln, die sich ausschließlich in Deutschland anbieten

lassen, dort aber mit großem Erfolg. Der Erfolg des G-REITs wird nun maßgeblich auch davon abhängen, welche Vorteile er aus Sicht des institutionellen Investors gegenüber dem Spezialfonds hat.

## G-REIT und Spezialfonds als Anlagevehikel

Die gesetzlichen Anlagevorschriften für Investmentfonds entsprechen denen der Versicherungswirtschaft, was zur Folge hat, dass solche Anlagen dem Sicherungsvermögen zugeordnet werden können. Die hohe Professionalität der Anbieter, verbunden mit einem hohen Sicherheitsstandard (Kontrolle durch Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, interne Revision, externe Jahresabschlussprüfung, Depotbankaufsicht, gesetzliche Anlagebestimmungen), stellt die Grundlage für einen hohen Sicherheitskomfort für die Investoren besonders aus der Versicherungswirtschaft dar. Insbesondere kleine und mittlere institutionelle, dem Versicherungsaufsichtsgesetz unterliegende Investoren finden im Immobilien-Spezialfonds ein passendes Anlageinstrument.

Ein Einfluss auf das Immobilienportfolio und die Fondsstrategie sind in der Regel gegeben. Im Vergleich sprechen für den

Immobilien-Spezialfonds, dass er nicht den strengen Vorgaben des G-REITs hinsichtlich Handel mit Immobilien und Verwendung der Erträge ausgesetzt ist. Hinzu kommt, dass die Wertentwicklung von Spezialfonds-Anteilen alleine von der Entwicklung der investierten Immobilien abhängt und nicht den starken Unwägbarkeiten des Kapitalmarkts unterliegt.

Die starke Nachfrage großer angelsächsischer, auch opportunistischer Investoren nach deutschen Immobilienbeständen hatte in der Vergangenheit die Frage zurückgedrängt, welches die beste Produktverpackung für deutsche Immobilien ist, denn diese Anleger haben angesichts anziehender Preise schnell und in großem Umfang meist direkt investiert. Zudem lag das Augenmerk auf großen Immobilienpaketen, was auch ein Anzeichen dafür ist, dass größere Ungleichgewichte in der internationalen Risikodiversifizierung bei Anbietern wie Nachfragern vorgelegen haben dürften.

Nun treten wir in eine weitere Phase ein, das heißt die großen Transaktionen haben wir weitgehend gesehen. Der Blick geht nun weiter auf kleinteilige, spezialisierte Portfolios und das Finetuning bei der internationalen Risikodiversifizierung. Hier kann der G-REIT seine besonderen Vorteile ausspielen. Die fast beliebige Stückelung und Aufteilung des Immobilienrisikos gepaart mit der kostengünstigen Handelbarkeit in REITs beziehungsweise Immobilienaktien bietet Anbietern und Nachfragern beste Voraussetzungen, ihre Portfoliobestände weiter zu optimieren.

## Transaktionskosten und Liquiditätsrisiko

Der Trend zu immer kürzer werdenden Investitionszeiträumen auch im Immobiliengeschäft erhöht künftig die Bedeutung der Transaktionskosten für die Gesamtpformance. Besonders gut schneiden G-REITs aus Sicht internationaler Investoren ab: REITs sind eine gebräuchliche und zunehmend übliche rechtliche Verpackung für Immobilien, die aufgrund der hohen Transparenz und Fungibilität bei den ausländischen Investoren hoch im Kurs steht. Einfluss auf die Immobilienstrategie ist im börsennotierten G-REIT dann freilich nicht mehr möglich; die Beteiligungsquote pro Anteilseigner ist auf maximal zehn Prozent begrenzt. Über diese Maximalquote, aber auch durch aktienrechtliche Vorschriften muss die Portfoliostrategie dem Management des REIT überlassen werden. Hinzu kommen

### Der Autor

**Dr. Knut Riesmeier** ist Geschäftsführer der MEAG MUNICH ERGO Asset Management GmbH und der MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH, München.

## BVI-Standpunkt

### REITs als Chance für Immobilien-Spezialfonds

Aus dem Jahrbuch 2007 des BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.: „Durch das im März 2007 verabschiedete REIT-Gesetz können nunmehr deutsche REITs aufgelegt werden. Die Erträge eines REIT unterliegen weder Körperschaft- noch Gewerbesteuer. Die deutsche Investmentbranche rechnet jedoch nicht damit, dass REITs Immobilien-Spezialfonds verdrängen werden. Das derzeitige Rekordvolumen von 20,4 Milliarden Euro (Stichtag 31. Dezember 2006) spiegelt das Vertrauen der Investoren von Immobilien-Spezialfonds in professionelles Fonds-

und Propertymanagement wider. Die im Rahmen des Gesetzgebungsverfahrens geführte Diskussion um Private-REITs, die nach dem verabschiedeten REITs-Gesetz nur mit hohem Gestaltungsaufwand gegründet werden können, zeigt einmal mehr, dass viele Unternehmen sich lieber auf ihr Kerngeschäft als auf das Immobilienmanagement konzentrieren. Es zeichnet sich ab, dass sich Unternehmen im Zuge des REIT-Gesetzes von ihren Immobilienbeständen trennen werden und sowohl REITs als auch Immobilien-Spezialfonds von diesem Trend profitieren werden.“

relativ starke Einschränkungen hinsichtlich Handel und Gewinnausschüttung und die begrenzte Fremdkapitalaufnahme, die die Handlungsfreiheit des REIT-Managements selbst stark einschränken.

Zudem ist man dem Auf und Ab der Kapitalmärkte in vollem Umfang ausgeliefert. Erfahrungswerte müssen sich zwar noch bilden, aber schon heute ist mit Blick auf die deutschen Immobilienaktien gegenüber direkt oder in einem Fonds gehaltenen Immobilien von erhöhten Volatilitäten der G-REIT-Werte auszugehen. Als sicher gilt, dass Anteilswertschwankungen nicht nur auf Bewertungsänderungen der zugrunde liegenden Immobilien zurückzuführen sein werden.

#### Erfahrungen aus den USA

Der Blick über den Atlantik auf die dortigen US-REITs zeigt auch über längere Zeiträume, dass die REIT-Aktienkurse unterhalb des Net Asset Value beziehungsweise Inventarwert (NAV) notieren können. Losgelöst von der Frage, ob dieses Phänomen auf zu starke Reglementierungen der REITs oder sonstige Kapitalmarkteffekte zurückgeht, ist festzustellen: Immer wieder werden zum Beispiel in den USA REITs vom Markt genommen und einer alternativen Verwertung zugeführt, weil deren Aktiennotierung dauerhaft unter dem NAV verlief.

Letztlich hängt die Entscheidung zwischen den beiden Vehikeln stark von der individuellen Situation des Investors ab. Will er langfristig investiert sein und sich

dabei einen möglich großen Einfluss auf das Portfolio sichern, wird er sich für den Spezialfonds entscheiden. Stehen hingegen Flexibilität und Fungibilität im Vordergrund, so kann der G-REIT punkten. Gerade bei ausländischen institutionellen Investoren kann der REIT als transparentes und international übliches Vehikel als flexible Ergänzung im Portfolio überzeugen. Große in Deutschland ansässige Versicherer verfolgen seit Jahren die Strategie der internationalen Risikodiversifizierung. Ihre historisch gewachsenen und bedingten Übergewichte in deutschen Immobilienbeständen werden dabei sukzessive abgebaut. Sie nutzen auch die hohe Nachfrage internationaler Investoren und die im Zuge dessen robuste Verfassung der inländischen Immobilienmärkte. Der Boom scheint noch nicht am Ende.

Immobilien-Spezialfonds bieten eine leicht handhabbare und günstige Form, fremde Investoren an inländischen Beständen zu beteiligen und damit die Inlandsquote vorsichtig zurückzuführen. Mit einer geschickten Auswahl an Immobilien lassen sich attraktive Portfolios zusammenstellen, um einerseits sektorale und regionale Ungleichgewichte abzubauen und gleichzeitig Anlegern aussichtsreiche Mischungen anzubieten. Die Auflegung eines Spezialfonds ist bei bereits vorhandener eigener Kapitalanlagegesellschaft (oder der KAG eines Dritten) unkompliziert und günstig.

Dagegen sind REITs gesellschaftsrechtlich gesehen Aktiengesellschaften und unterliegen damit dem aktienrechtlichen Rah-

men mit seinen Management- und Kontrollorganen. Diese einzusetzen und zu etablieren erfordert nicht nur erheblichen Aufwand, sondern auch Zeit. Zudem sind hoch qualifizierte Führungs- und Fachkräfte mit entsprechendem Erfahrungshintergrund knapp. Neben dem Immobilien-Fachwissen sind Kenntnisse des (Immobilien-)Kapitalmarkts notwendig, um einen REIT erfolgreich zu führen.

Die Managementkompetenz von Immobiliengesellschaften ist noch vor der Wahl des Investmentvehikels erstes Auswahlkriterium für institutionelle Investoren. Ausgezeichnete Marktanalysen und Research verbunden mit hoher Marktpräsenz und herausgehobener Vermietungsstärke werden die wesentlichen Erfolgsparameter für Immobilieninvestitionen darstellen. Das Erfüllen internationaler Standards im Risikomanagement, das Einhalten von Corporate Governance und zeitnahes, transparentes Reporting werden unabhängig von der Anlagegattung insbesondere von internationalen Investoren vorausgesetzt.

Am Beispiel Meag als Initiator von Spezialfonds wird dies deutlich: Mit einem verwalteten Immobilienvermögen von etwa 13 Milliarden Euro in Europa, den USA und Asien verfügt sie über eine gute Marktpräsenz und über hinreichend Managementkompetenz bei Immobilien-Investments. Darauf können Investoren bei einem von der Meag aufgelegten Immobilien-Spezialfonds jederzeit vertrauen. Ein REIT hingegen muss auch unabhängig vom ursprünglichen Initiator Kompetenz beweisen und einen eigenen Track-Record aufbauen. Das Vertrauen der Investoren in das Management muss vom ersten Tag an vorhanden sein und bereits auf den Road-Shows zum Börsengang geschaffen worden sein.

#### Steuerliche Aspekte

Steuerliche Gründe spielen bei der Frage des Investitionsweges ebenfalls eine wesentliche Rolle. Sowohl Immobilien-Spezialfonds als auch G-REITs stellen durch ihre steuerliche Transparenz bei deutschen Immobilieninvestitionen insbesondere für steuerbefreite Investoren ein ausgezeichnetes Investmentvehikel dar. Zusätzlich attraktiv ist jedoch die Exit-Tax-Regelung des G-REIT. Danach können Immobilien, die mindestens fünf Jahre im inländischen Betriebsvermögen eines Investors gehalten wurden, unter bestimmten Voraussetzungen steuerbegünstigt an einen G-REIT verkauft wer-

den. Im Ergebnis werden die dabei erzielten Veräußerungsgewinne respektive die dabei gehobenen stillen Reserven nur zur Hälfte besteuert, die Handelbarkeit der Immobilie aber für fünf Jahre eingeschränkt. Das macht natürlich den G-REIT gerade im umkämpften Markt attraktiver Objekte zum Ankäufer erster Wahl.

Die deutschen Versicherer verlieren allerdings ihren Einfluss, wenn sie ihre deutschen Immobilien in einen REIT einbringen, aber weiterhin zu einem Teil an den Immobilien investiert sein wollen. Zumal die Beteiligungsquote sowohl für die initiiierende Versicherung als auch für die potenziellen Drittinvestoren auf die genannten maximal zehn Prozent pro Konzerngesellschaft begrenzt ist. Auch könnte am Markt die Vermutung aufkommen, dass von Asset-Managern in REITs eingebrachte Immobilien weniger attraktiv und aussichtsreich erscheinen: Die guten behält man, von den weniger guten trennt man sich gerne.

Der Blick ins Ausland zeigt, dass der Markt Zeit braucht, um sich zu etablieren, und dass die ersten Initiatoren von REITs oft höhere Risiken eingehen, als die zum großen Teil sicherheitsorientierten institutionellen Anleger zu übernehmen bereit sind. Geplatzte Börsengänge in Großbritannien sind ein wenig ermutigendes Zeichen und eine ernstzunehmende Hypothek für den Markterfolg der REITs in Deutschland. Auch die schleppende Kursentwicklung deutscher und europäischer Immobilienaktien im ersten Halbjahr 2007 ist kein positives Signal. Bei allem Für und Wider, die der G-REIT für den institutionellen Anleger hat, ist er insbesondere aus Sicht des deutschen Immobilienmarkts mehr als zu begrüßen. Die G-REITs steigern die Attraktivität des Finanzplatzes

Deutschland, führen zu einer Verbreiterung und Vertiefung des Immobilienmarktes, einer höheren Liquidität und damit Fungibilität der Immobilienanlage. Davon profitieren unmittelbar alle Marktteilnehmer, auch und ganz besonders die großen Bestandhalter von Immobilien in Deutschland, zu denen die deutschen Versicherungen gehören – und zwar völlig unabhängig, ob sie REITs für ihre Immobilientransaktionen nutzen werden.

G-REITs erhöhen damit die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Immobilien auf dem internationalen Markt. Auch davon profitieren alle Marktteilnehmer. Deutschland findet Anschluss an den internationalen REIT-Zug, was auch eine weitere Professionalisierung der Immobilienbranche in Deutschland erwarten lässt, zum Beispiel mit Blick auf die hier gängige Bewertungspraxis. Kurzum: Mit der Einführung der G-REITs wachsen die internationalen Immobilienmärkte zusammen, die Markteintrittskosten sinken, auch die Austrittskosten sind geringer. Diese Entwicklung führt aufgrund von Arbitragebewegungen zu einer Angleichung der Renditeentwicklung sowie sinkenden Risikoprämien, da das Illiquiditätsrisiko tendenziell abnimmt.

### Eine Frage der Prioritäten

Aus Sicht des Immobilienmarkts war die Einführung des G-REITs überfällig. Auch ohne die bereits vielfach zu Recht bemängelte Ausklammerung der Wohnimmobilien wird das international gängige Vehikel REIT dem Immobilienmarkt zusätzliche Transparenz, Professionalisierung und damit Dynamik geben. Für den Investor bedeutet der G-REIT eine sehr transparente, steueroptimierte und flexible Immobilienanlagemöglichkeit. Diese erkaufte er sich allerdings mit größeren

Unwägbarkeiten durch Kapitalmarkteinflüsse und sehr geringe Einwirkungsmöglichkeiten auf das Immobilienportfolio. Der Immobilien-Spezialfonds wird als deutsches Investmentvehikel auch weiterhin eine hohe Bedeutung haben. Möchte der Investor Einfluss auf die Immobilienstrategie nehmen und Schwankungen des Kapitalmarkts ausblenden, hat der Spezialfonds die Nase vorne. Der G-REIT wiederum kann insbesondere durch die Exit-Tax-Regelung für Investoren mit Diversifizierungspotenzialen eine attraktive Möglichkeit sein, Exposure zu reduzieren und steuerbegünstigt stille Reserven zu heben.

Schon allein die starke internationale Verbreitung des REIT spricht für seinen Erfolg. Die Entwicklung des Anlagevehikels dokumentiert das Zusammenwachsen von Renten-, Aktien- und Immobilienmärkten. In den USA haben sie sich längst etabliert und werden aller Voraussicht nach ihren Siegeszug in Europa fortsetzen, gerade bei Ausländern, die Transparenz und Fungibilität besonders hoch schätzen. REITs stehen für niedrige Transaktionskosten, größere Handelsgeschwindigkeiten und eine höhere Umschlagshäufigkeit, die Zeit der Immobilien als fest verankerte, gebundene Prestigeobjekte ist am Auslaufen.

Die Assetklasse Immobilie hat sich mit allen Vor- und Nachteilen in die klassische Portfoliotheorie vorgearbeitet und muss sich an üblichen Maßstäben des professionellen Vermögensmanagements messen lassen. Es mag symptomatisch sein, dass Deutschland REITs erst später als die anderen großen Wirtschaftsmächte eingeführt hat. Dafür kann es auch einiges besser machen. Otto von Bismarck sagte einmal, nur die Dummen lernen aus den eigenen Fehlern, wohingegen er es vorziehe, aus den Fehlern anderer zu lernen. ■