KOMMENTAR

Besser als vermutet

INVESTMENTSTEUERREFORM ■ Seit der Veröffentlichung des Diskussionsentwurfs für ein Gesetz zur Reform des Investmentgesetzes durch das Bundesministerium für Finanzen im Januar hagelt es aus fast allen Richtungen – besonders vom Bundesverband Investment und Asset Management – Kritik an der geplanten Bildung von zwei Fondskategorien, den sicherheits- und den renditeorientierten.

Von Professor Ramon Sotelo

Als ursächlich für die krisenhaften Erscheinungen bei den offenen Immobilienpublikumsfonds wird die hohe Fristentransformation erkannt. Es ergeben sich folglich drei zunächst unabhängige Möglichkeiten für Reformansätze. Es kann erstens die Fungibilität der gehaltenen Vermögensgegenstände erhöht werden, zweitens die Bewertungsunsicherheit reduziert und drittens die tägliche Fälligkeit der Zertifikate eingeschränkt werden.

Die Erhöhung der Fungibilität führt im Ergebnis zu einem Fonds, der nicht direkt in Immobilien investiert, sondern in börsengehandelte REITs. Bei diesen bereits rechtlich zulässigen Aktienfonds können die REITs die immobilienbezogenen und die Fonds die portfoliobezogenen Dienstleistungen für die Anleger leisten. Diese Annäherung an die Aktienfonds kann auch als eine Normalisierung des Immobilienfondsgeschäfts interpretiert werden.

Die Reduktion der Bewertungsunsicherheiten entspricht der Einführung sicherheitsorientierter Fonds mit deutlich reduziertem Handlungsspielraum. Anlagevehikel unterscheiden sich nach dem jeweiligen Handlungsspielraum, welche die Anleger der Verwaltung mittels des Vehikels einräumen. Das Ausmaß des eingeräumten Handlungsspielraums ist für die Kapitalkosten determinierend. Folglich ist der geringst mögliche Handlungsspielraum für das Halten von Immobilienbeständen der optimale für die Bestandshaltung. Möglicherweise ist der Diskussionsentwurf an der einen oder anderen Stelle bei der Formulierung des sicherheitsorientierten Fonds über das Ziel hinausgegangen, die Richtung aber stimmt. Erst mit reduziertem Handlungsspielraum ergeben sich hinreichend geringe Kapitalkosten, die Voraussetzung für den Markterfolg der Fonds sind. Offene Immobilienfonds schulden ihren Erfolg primär den geringen Kapitalkosten, denn nur mit diesen können sie im Wettbewerb mit anderen Investoren um die Immobilien zum Zuge kommen. Regulierung wird vom Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) scheinbar recht generell als ein den unternehmerischen Impuls der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) störendes Element und nicht als Voraussetzung für geringe Kapitalkosten empfunden, doch ist dies nicht die Haltung von Finanzprofis. Der sicherheitsorientierte Fonds ist die in Paragraphen gegossene Rückbesinnung auf die Erfolgsfaktoren der deutschen offenen Immobilienfonds.

Die Einschränkung der Rücknahmepflicht der Zertifikate ist die vom BVI bevorzugte Lösung. Beim renditeorientierten Fonds kann die KAG die Rücknahme der Anteile beschränken. Der Handlungsspielraum wird zwar auch etwas eingeschränkt, doch bleibt er sowohl was Projekte als auch was die Investition in Emerging Markets angeht, relativ hoch. Finanzierungsvehikel sind stets eine Kombination aus Zahlungs-, Informations- und Mitbestimmungsrechten. Weil bei offenen Immobilienfonds ein tägliches Rückgaberecht besteht, wird von den Anlegern das völlige Fehlen von Mitbestimmungsrechten akzeptiert. Schränkt man das Rückgaberecht ein, kann das Produkt nicht mehr marktgängig sein. Führt man zur Kompensation Mitbestimmungsrechte ein, wird es zum geschlossenen Fonds, gibt es dann noch einen Sekundärmarkt, was gar nicht zu verhindern ist, wird das Produkt REIT-ähnlich.

Es ist fraglich, ob sich angesichts der mit dem erhöhten Handlungsspielraum verbundenen hohen Kapitalkosten das Produkt des renditeorientierten offenen Immobilienfonds gegenüber den sicherheitsorientierten Fonds einerseits und den Immobilienaktienfonds andererseits wird durchsetzen können. Der Diskussionsentwurf geht mit dem Aufzeigen der beiden Alternativen (sicherheits- und renditeorientierte Fonds) den Weg, die Antwort auf diese Frage dem Markt zu überlassen.

Finanzierungstheoretisch betrachtet ist der Diskussionsentwurf mit seinen zwei Varianten offener Immobilienpublikumsfonds wesentlich besser, als die Resonanz der Immobilienbranche vermuten lässt. Die Kritik der Immobilienbranche einschließlich der des BVIs kann dahingehend interpretiert werden, dass der offene Fonds zu wenig als Finanzierungsvehikel verstanden wird, welches gerade aufgrund seines beschränkten Handlungsspielraums Fremdkapitalcharakter erhält, und so seinen Erfolg auf preiswerte Kapitalkosten begründet.

Professor Dr. Ramon Sotelo ist Juniorprofessor für Immobilienökonomie an der Bauhaus-Universität Weimar.