INVESTMENTVEHIKEL

REITS IM LAND DER OFFENEN IMMOBILIENFONDS

REITs und offene Immobilienfonds müssen keineswegs konkurrierende Investmentvehikel sein, sie können sich vielmehr ergänzen. Voraussetzung allerdings ist eine sinnvolle Gestaltung des künftigen deutschen REIT.

Von Prof. Dr. Ramon Sotelo

Die Debatte um die Einführung deutscher REITs begann im Herbst 2003. Damals nahm die Initiative Finanzplatz Deutschland (IFD) das Thema in ihr Arbeitsprogramm auf. Vorschläge an die rot-grüne Bundesregierung folgten, die 2004 ein Gutachten zu den internationalen Erfahrungen mit REITs auslobte. Nach der Bundestagswahl 2005 kam neuer Schwung in die Debatte: Der Koalitionsvertrag der neuen Regierung sieht die Einführung von REITs bedingt vor. Einen weiteren Schub löste aus, dass Großbritannien jetzt zum 1. Januar 2007 REITs einführen will.

Offene Immobilienfonds

Parallel zur Diskussion um die Einführung von REITs erlebten die offenen Immobilienfonds in Deutschland herbe Rückschläge. Nach einer ersten Liquiditätskrise der Deka Immobilien Investment, einem Unternehmen der Sparkassen-Finanzgruppe, 2004 folgte im Dezember des vergangenen Jahres die Schließung des grundbesitz-invest durch die DB Real Estate, einem Unternehmen der Deutsche Bank Gruppe, sowie eines Fonds der KanAm. Vor allem diese beiden Schließungen lösten ein mittleres Beben aus. Im Januar 2006 präsentierte der Bundesverband Investment und Asset Management BVI Vorschläge zur Überwindung der Krise. „Der offene Immobilienfonds ist tot! Es lebe der offene Immobilienfonds!" war auch am 4. April dieses Jahres das Thema einer Podiumsdiskussion in Frankfurt am Main. Interessanterweise werden in einigen europäischen Ländern – und auch in solchen, die bereits über REITs verfügen – derzeit Strukturen geschaffen, die denen der deutschen offenen Immobilienfonds entsprechen, ein Zeichen dafür, dass dieses Produkt gar so schlecht sein kann.

Während es die deutschen REITs noch gar nicht gibt und die offenen Immobilienfonds per Saldo Mittelabflüsse hinnehmen müssen, erwerben angelsächsische opportunistische Fonds in steigendem Maß Immobilienportfolios in Deutschland. Angesichts dieser scheinbar so unterschiedlichen Entwicklungen mag mancher sich fragen, wie das alles zusammenpasst.

Nicht Konkurrenz, sondern beiderseitige Ergänzung

Hierzu ein paar Thesen: REITs und offene Immobilienfonds ergänzen sich. Sie stehen nicht in Konkurrenz miteinander. Vielmehr können gute REITs dazu beitragen, die strukturelle Problematik der offenen Fonds zu überwinden, die sich im Zusammenhang mit der Fristentransformation ergibt: Offene Fonds investieren die ihnen zufließenden Mittel langfristig in Immobilien, doch der einzelne Anleger kann seine Mittel jederzeit und kurzfristig abziehen.

Jedes Immobilienanlageprodukt ist eine Kombination aus einer Finanzierung und aus Dienstleistungen für den Anleger. Offene Immobilienfonds leisten – wie andere offene Fonds, zum Beispiel Aktien- oder Rentenfonds auch – primär eine portfoliobezogene Dienstleistung für den Anleger. Da offene Immobilienfonds die Immobilien selbst direkt halten, erbringen sie darüber hinaus auch eine immobilienbezogene Dienstleistung für den Anleger, indem sie die Immobilien tatsächlich verwalten beziehungsweise deren Verwaltung koordinieren. Zugleich erschwert das direkte Halten von Immobilien ein Portfoliomanagement, da die Transaktions-

Die Top 10 REITs

Rang	Name	Land	Marktkapitalisierung in Millionen US-Dollar	Indexanteil in %
1	Westfield Group	Australien	17.943,8	4,67
2	Simon Property Group	USA	15.892,9	4,14
3	Equity Office Property Trust	USA	11.443,1	2,98
4	Vornado Realty	USA	11.183,8	2,91
5	ProLogis Trust	USA	10.891,8	2,83
6	Equity Residential	USA	10.846,9	2,82
7	General Growth Properties	USA	9.818,1	2,56
8	Boston Properties, Inc.	USA	8.659,0	2,25
9	Archstone Smith	USA	8.559,0	2,23
10	Kimco Reality Corporation	USA	7.225,4	1,88
	zusammen		112.463,9	29,27

Quelle: FTSE EPRA/NAREIT Global REITs Index; Stand: März 2006

kosten für Kauf und Verkauf der Immobilien hoch sind und zugleich steuerliche Regulierungen (Gefahr der Gewerblichkeit des Fonds) dem Portfoliomanagement Grenzen setzen. Vor allem institutionelle Anleger ziehen ein international standardisiertes Anlagevehikel vor, das zwar eine immobilienbezogene, nicht aber zugleich eine portfoliobezogene Dienstleistung erbringt; schließlich können und wollen institutionelle Anleger diese portfoliobezogene Dienstleistung gegenüber ihren Anlegern selbst erbringen. Doch offene Immobilienfonds sind nicht in der Lage, themenorientiert zu investieren, beispielsweise nur in Einzelhandels- oder Büroimmobilien. Denn wenn die Anleger dann ihr Portfolio umschichten und etwa verstärkt Hotelimmobilien aufnehmen, führt dies zwangsläufig zu Liquiditätsveränderungen im Fonds.

REITs dagegen haben die Eigenschaft, primär eine immobilienbezogene Dienstleistung zu erbringen. Sie sind themenorientiert – je breiter und reifer der Markt, desto ausdifferenzierter sind die Themen –, so dass ein institutioneller Anleger über REITs, die er sich nach den Zielsetzungen seines eigenen Portfoliomanagements aussucht, thematisch differenziert in Immobilien investieren kann. Da es in Deutschland kein Anlagevehikel gibt, das rein immobilienbezogene Dienstleistungen erbringt, benötigen wir REITs. Und da es umgekehrt in vielen europäischen Ländern keine Vehikel gibt, die portfoliobezogene Dienstleistungen auf den Immobilienmärkten erbringen, denkt man dort über die Einführung offener Fonds nach.

REITs als Lösung der Probleme der offenen Fonds

Ergänzen können sich offene Immobilienfonds und REITs auch noch in anderer Hinsicht. Die offenen Immobilienfonds können – so ein Verbesserungsvorschlag des BVI – ihrerseits in REITs investieren, um über fungiblere Immobilieninvestitionen zu verfügen und auf diese Weise das Problem der Fristentransformation zu entschärfen. So wird in den USA beispielsweise der überwiegende Anteil der REITs von institutionellen Investoren gehalten.

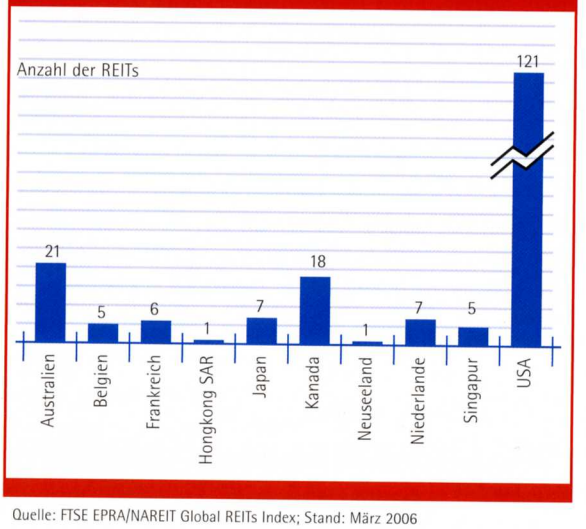
Ein häufig anzutreffendes Vorurteil gegen REITs ist, dass sie in risikoreichere Immobilien investieren als offene Immobilienfonds. Das ist falsch: Offene Immobilienfonds investieren nicht in erster Linie in risikoarme, sondern in managementarme Immobilien, also schwerpunktmäßig in Büros; REITs wiederum investieren nicht in erster Linie in risikoreiche, sondern in managementlastige Immobilien wie Einzelhandel, Wohnen oder Hotels.

Die Gestaltung guter REITs

Entscheidend für den Erfolg der deutschen REITs ist ihre Gestaltung. Dabei muss es das Ziel sein, das REIT-Marktvolumen zu maximieren und – was damit zusammenhängt – einen REIT so zu gestalten, dass er sich im europäischen Kontext durchsetzen kann. Voraussetzung dafür ist zum einen Wahlfreiheit zwischen einem Status mit oder ohne Börsennotierung, zum andern die Beschränkung auf das Halten von Beständen ohne Projektentwicklungsleistungen für Dritte bei beschränktem Immobilienhandel.

Banker und Immobilienmenschen denken bekanntlich unterschiedlich, und wenn Banken Immobiliengeschäfte betreiben, führt das manchmal zu nichts Gutem – man denke nur an die Krise der WestLB oder der Bankgesellschaft Berlin. Die Vorschläge der IFD zur Entwicklung und Gestaltung deutscher REITs sind jedoch von und für Banker geschrieben: So sollen REITs in Deutschland, dem Land mit der geringsten Aktienkultur, nur börsennotiert sein dürfen. Ferner soll der deutsche REIT in seinem Handeln so aktiv wie ein opportunistischer Fonds sein; und schließlich sollen nur diejenigen Unternehmen in den Genuss einer Exit Tax kommen, die in einen REIT umwandeln und dann – mit freundlicher Unterstützung der Investmentbanken – einen Börsengang unternehmen. Eine Lösung für das steuerliche Problem der stillen Reserven bei Unternehmensimmobilien sollte völlig unabhängig von der Einführung von REITs gesucht werden.

REITs – Überblick nach Ländern



Quelle: FTSE EPRA/NAREIT Global REITs Index; Stand: März 2006

Nicht-börsennotierte REITs

Die USA, Australien und Japan sind Beispiele dafür, wie wichtig nicht-börsennotierte REITs für den Gesamtmarkt sind. Dass Frankreich bislang und Großbritannien wahrscheinlich auf nicht-börsennotierte REITs verzichten, hängt mit den Interessen der in beiden Ländern bereits bestehenden Immobilienaktiengesellschaften zusammen: Die Börsenpflicht ist eine Marktzugangsbarriere für Neulinge. Nicht-börsennotierte REITs dienen als Inkubator. So kann ein platzierbares Portfolio zusammengestellt, ein Track Record verzeichnet und die notwendige kritische Größe erreicht werden. Nicht-börsen-

Offene Immobilienfonds – eine Übersicht

Fondsgesellschaft	Fondsname	Fondsvermögen in Millionen Euro
AXA Investment Managers Deutschland GmbH		
Axa INVESTMENT	Axa Immoselect	1.381,5
Credit Suisse Asset Management Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH		
CSAM IMMO	CS EUROREAL	4.843,4
	CS-WV IMMOFONDS	117,0
Commerz Grundbesitz-Investmentgesellschaft mbH		
CGI	HAUS-INVEST europa	8.026,6
	HAUS-INVEST global	1.155,0
DB Real Estate Investment GmbH		
DB Real Estate	grundbesitz-global	2.289,6
	grundbesitz-invest	4.079,7
DEGI Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft		
DEGI	DEGI GLOBAL BUSINESS	71,3
	DEGI INTERNATIONAL	1.389,5
	GRUNDWERT-FONDS	4.918,7
DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft		
DIFA	DIFA-Fonds Nr 1	5.743,4
	DIFA-Global	1.132,6
	DIFA-GRUND	5.546,3
	1 Immobilienfonds	759,2
Deka Immobilien Investment GmbH		
DEKA IMMO	Deka-ImmoblienEurope	7.145,8
	Deka-ImmobilienFonds	4.755,3
	Deka-ImmobilienGlobal	1.780,0
HANSAINVEST Hanseatische Investment GmbH		
HANSAINVEST	HANSAimmobilia	488,4
Internationales Immobilien-Institut GmbH		
iii-investments	Euro ImmoProfil	1.686,8
	INTER ImmoProfil	905,5
KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH		
KanAm Grund	KanAm grundinvest Fonds	2.624,6
Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH		
Morgan Stanley	Morgan Stanley P2 Value	229,6
SEB Immobilen-Investment GmbH		
SEB IMMOINVEST	SEB Immoinvest	4.792,6
	SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	227,4
TMW Pramerics Property Investment GmbH		
TMW	TMW Immobilien Weltfonds	170,6
UBS Real Estate Kapitalanlagegesellschaft mbH		
UBS RE KAG	UBS (D) Euroinvest Immobilien	1.928,9
	UBS (D) 3 Kontinente Immobilien	180,5
WARBURG-HENDERSON Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH		
WARBURG-HENDERSON	WARBURG-HENDERSON Deutschland Fonds Nr. 1	57,9
Westinvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH		
WESTINVEST	WestInvest ImmoValue	355,8
	WestInvest InterSelect	2.562,8
	WestInvest 1	2.343,4
Sonst. Immobilienfonds	2 Immobilienfonds	1.295,1
		gesamt 74.894,9

Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V.; Stand: April 2006

notierte REITs fördern aber auch die Disziplin auf dem Kapitalmarkt, da bei Missmanagement stets ein „Going Private" (die Überführung einer börsennotierten Gesellschaft in ein nicht-börsennotiertes Unternehmen) droht. Nicht-börsennotierte REITs sind zudem mittelstandsfreundlich und bieten eine interessante Möglichkeit für kommunale Eigentümer von Wohnungsbaugesellschaften, ihre Gesellschaftsanteile teilweise zu privatisieren. Und last, but not least erhöhen nicht-börsennotierte REITs den Wettbewerb der Investmentbanken um jene, die an die Börse gehen wollen, und sind zumindest in der Anfangsphase (unreife Märkte sind zunächst zu volatil) für Versicherungen und offene Immobilienfonds wesentlich attraktiver.

Keine Verwässerung der REITs!

Generell sind REITs für institutionelle Anleger (wie zum Beispiel Versicherungen) nur dann eine Alternative zu einer Direktinvestition in Immobilien, wenn sie die Performance der Immobilien selbst abbilden und diese nicht – aus dem Versuch heraus, die Rendite zu maximieren – mit immobilienbezogenen Dienstleistungen verwässert wird. Investoren können ihr Portfolio selbst steuern und, wenn sie es wollen, gewerbliche immobilienbezogene Aktivitäten wie das Verwalten, Bauen, Makeln durch entsprechende Werte (zum Beispiel Hochtief, Douglas, Metro, Techem, Jones Lang LaSalle) in gewünschtem Umfang beimischen. Eine direkte Beimischung durch das Management des REIT bedeutet eine unnötige Vermengung unterschiedlich zu finanzierender Tätigkeiten und verwässert die Abbildungsmöglichkeit der Immobilienperformance von Beständen im Finanzierungsvehikel REIT.

Fazit

Deutsche REITs gibt es noch nicht, offene Immobilienpublikumsfonds kämpfen im Saldo eher mit Mittelabflüssen und opportunistische Fonds kaufen deutsche Immobilien. Es bleibt zu hoffen, dass wir bald gute deutsche REITs haben, die offenen Immobilienfonds – auch mit Hilfe der Investitionsmöglichkeit via REITs – ihre Krise überwinden, sich eine professionelle Arbeitsteilung zwischen REITs als immobilienbezogenen und offenen Immobilienfonds als portfoliobezogenen Dienstleistern etabliert und die opportunistischen Fonds über REITs desinvestieren. Dann, wenn wir die Finanzierungsseite des Immobilienmarktes neu geordnet haben, können und sollten wir uns wieder mehr der Immobilie zuwenden, auf Fragen der sich privatisierenden Stadtplanung Antworten finden und beispielsweise auf die Anforderungen einer alternden Gesellschaft und sich immer weiter ausdifferenzierender Wohnungsmärkte eingehen.

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