REITs in Deutschland

# PPP – ein Produkt für REITs?

Ramon Sotelo

**Bund, Länder und Kommunen suchen neue Möglichkeiten, um Betrieb und Erhalt öffentlicher Infrastrukturen zu finanzieren. Weil aber bekannte Instrumente wie Fortfaitierungen, mit denen bisher private Partner eingebunden wurden, an Attraktivität verlieren, etablieren sich Public-Private-Partnership-Modelle (PPP) der „zweiten Generation", bei denen Banken die Finanzierungsrisiken tragen. Jetzt scheint sogar die „dritte PPP-Generation" möglich, bei der die nötigen Mittel am Kapitalmarkt eingeworben werden. Der Autor diskutiert, wie REITs und Fonds in öffentliche Infrastrukturen investieren könnten. (Red.)**

Seit 2003 wird in Deutschland die Einführung von Real Estate Investment Trusts (REITs) erörtert. Im November 2006 hat das Bundeskabinett einen Gesetzentwurf hierzu beschlossen und am 22. beziehungsweise 30. März 2007 wurde das Gesetz vom Bundestag und Bundesrat nachträglich zum 1. Januar 2007 in Kraft gesetzt. Über die stärkere Einbeziehung von Public Private Partnership (PPP) bei der Erfüllung öffentlicher Aufgaben im Zusammenhang mit Hoch- und Tiefbaumaßnahmen wird schon länger gesprochen.

Diese Diskussion ist vielschichtiger als jene um die Einführung von REITs, weil einerseits der Begriff des PPP mehrdimensional ist und andererseits nicht nur der Bund, sondern mindestens auch Länder und Kommunen als rahmensetzende Instanzen sowie als mögliche Vertragspartner auftreten. Nicht zuletzt aufgrund der Einbeziehung von PPP-Projekten als mögliche Investitionen für Offene Immobilienfonds im Diskussionsentwurf zur Änderung des Investmentgesetzes vom 18. Januar 2007 erhält die Schnittmenge aus PPP und (Immobilien-) Anlageprodukten eine hohe Aufmerksamkeit in der Fachöffentlichkeit.

## Was haben PPP und Immobilienanlageprodukte gemeinsam?

Immobilienanlageprodukte, also Finanzierungsvehikel, wie REITs und Offene Immobilienfonds sind wie auch PPP Finanzierungsformen. Finanzierungsvehikel können als mehr oder weniger standardisierte Regelungen zwischen dem Kapitalgeber und dem Kapitalverwender verstanden werden, die den Handlungsspielraum des Kapitalverwenders entsprechend der vom Kapitalgeber beabsichtigten geschäftlichen Tätigkeiten bestimmen. Die Ausfüllung des Handlungsspielraums durch den Kapitalverwender kann auch als Dienstleistung gegenüber dem Kapitalgeber interpretiert werden.

Anlagevehikel unterscheiden sich also nach dem jeweiligen Handlungsspielraum, welche die Anleger der Verwaltung mittels des Vehikels einräumen. Im Falle der Offenen Immobilienfonds ist der Handlungsspielraum durch die Regulierungen des InvG beschränkt und REITs erfahren die Beschränkung des Handlungsspielraums durch die steuerlichen Bestimmungen. Hedge-Fonds sowie Private-Equity-Fonds verfügen über einen sehr weiten Handlungsspielraum. Der von den Anlegern eingeräumte höhere Handlungsspielraum ist für diese mit erhöhten Risiken verbunden, so dass Anleger bei diesen Vehikeln eine dementsprechend höhere Rendite erwarten. Der Handlungsspielraum eines Investitionsvehikels ist folglich auch für die Kapitalkosten determinierend. Abbildung 1 zeigt diesen Zusammenhang auf.

Das Finanzierungspostulat lautet:

- Reduziere so weit wie möglich den Handlungsspielraum eines Finanzierungsvehikels zur Minimierung der Kapitalkosten.

Oder anders:

- Der vom Vehikel gebotene Handlungsspielraum soll von den Agenten voll ausgenutzt werden, bezahlt wird er sowieso.

**Der Autor**

**Prof. Dr. Ramon Sotelo** ist Juniorprofessor für Immobilienökonomie an der Bauhaus-Universität Weimar, Weimar.

Schließlich folgt hieraus auch:

- Trenne geschäftliche Aktivitäten, die jeweils einen unterschiedlichen Handlungsspielraum benötigen, und passe den Handlungsspielraum über den Zeitverlauf stets an die Notwendigkeiten an.

Der Handlungsspielraum ist damit die Kategorie, mit welcher erklärbar wird, wieso eigentlich Eigenkapital – unabhängig von den finanzierten Aktiva – teurer als Fremdkapital ist. Der aktuell zu beobachtende Kauf von Wohnungsportfolios durch Private-Equity-Fonds kann mit dem gewonnenen Instrumentarium betrachtet werden (siehe Abbildung 2). Aufgrund des reduzierten Handlungsspielraums können REITs mit geringeren Finanzierungskosten als Private-Equity-Fonds Wohnungsbestände finanzieren.

Immobilienanlageprodukte können als Finanzierungsvehikel folglich als Mezzanine-Finanzierungsformen zwischen Eigen- und Fremdkapital interpretiert werden. Immobilienanlageprodukte ermöglichen stets auch die Erbringung einer Dienstleistung für den Kapitalgeber durch den Kapitalverwender. Immobilienanlageprodukte unterscheiden sich auch bezüglich der Art der Dienstleistung, welche sie primär erbringen.

Bedeutet dies nun, dass PPP in die Abbildung 1 und Tabelle 1 integriert werden kann? Ergänzt PPP den REIT oder den Offenen Fonds oder ist es gar eine Alternative? Um diese Fragen beantworten zu können, müssen zunächst die Unterschiede zwischen (Immobilien-)Anlageprodukten und PPP vergegenwärtigt werden.

## Was unterscheidet PPP von Immobilienanlageprodukten?

Immobilienanlageprodukte haben gemeinsam, dass sie jeweils auf Erträgen aus der Vermietung von Flächen basieren. Immobilienanlagevehikel sind also Finanzierungsvehikel, die auf der Grundlage von Erträgen aus der Vermietung eine Refinanzierung darstellen. Der Finanzierung der Erträge vorgelagert ist stets eine Finanzierung der Nutzung dergestalt, dass der Vermieter (zum Beispiel das Immobilienanlageprodukt) den Kapitalbetrag der Finanzierung dem Mieter mit Übergabe der Mietfläche kreditär als Naturalia übergibt.

Die Mietzahlung entspricht der Bedienung dieser vorausgehenden Finanzierung der Nutzung und ist Grundlage für

die Finanzierung der Erträge auf einer zweiten Ebene. Auf dieser ersten Ebene der Finanzierung kann die Anmietung von Flächen als eine Fremdfinanzierung und das selbstgenutzte Eigentum als Eigenfinanzierung der Nutzung interpretiert werden. So wie auf der zweiten Ebene der Finanzierung die Immobilienanlageprodukte Mezzanine-Finanzierungen zwischen Eigen- und Fremdkapital sind, so können Leasing und PPP-Modelle als Mezzanine-Finanzierungen auf der ersten Ebene, also zwischen Selbstnutzung und Anmietung betrachtet werden. Abbildung 3 stellt in Analogie zu Abbildung 1 den Zusammenhang zwischen Handlungsspielraum des Eigentümers und der Kapitalkosten her.

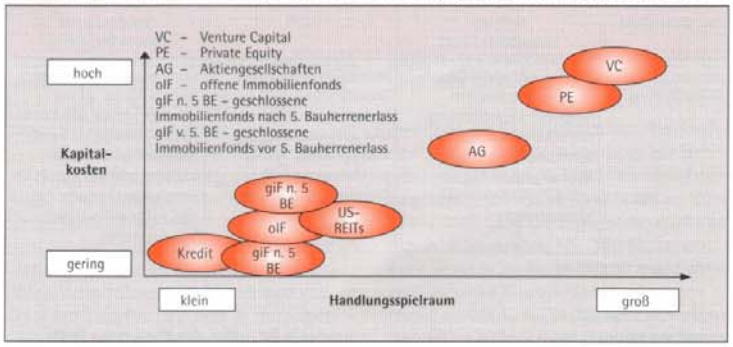
Die Betrachtung von PPP als eine Mezzanine-Finanzierung auf der ersten Ebene der Finanzierung, also auf der Ebene der Überlassung der Fläche als Naturalia zur Nutzung, spiegelt auch die geschichtliche Entwicklung von PPP wider. Am Anfang stand die Privatisierung von Beschaffungsvorgängen ohne Eigentumstransfer in private Hände. Erst sukzessive kam es zu nutzerorientierten Modellen, die letztlich in eine Vermietung münden. PPP beschreibt den Mezzanine-Bereich zwischen der Eigenfinanzierung in Form der Selbstnutzung und der Fremdfinanzierung in Form der Anmietung.

### Möglichkeiten der Integration von PPP und Immobilienanlageprodukten

Typischerweise wird bei PPP-Projekten eine Special Purpose Vehicle (SPV) gebildet, welches die Erträge über Banken und Eigenkapitalgeber (sogenannte Sponsoren) refinanziert. Der notwendige Handlungsspielraum ist in der ersten Projektphase (sogenannte Ramp-Up-Phase) sehr hoch. In der eigentlichen Betriebsphase sinken häufig die Risiken sowie der notwendige Handlungsspielraum. Abbildung 4 – in Analogie zu Abbildung 2 – zeigt den Prozess der SPV auf. SPV können als die Private-Equity-Gesellschaften des PPP interpretiert werden.

Offene Immobilienfonds haben seit Jahren – angestoßen von Professor Willi Alda – um die Möglichkeiten von Investitionen in Infrastruktur gerungen. Der aktuelle Diskussionsentwurf zur Änderung des Investmentgesetzes integriert das Gegenargument – die Fungibilität von Investitionen in Infrastruktur sei zu gering für ein Vehikel, welches seine Zeichner auf täglicher Basis mit Liquidität

**Abbildung 1: Zusammenhang zwischen Handlungsspielraum und Kapitalkosten**

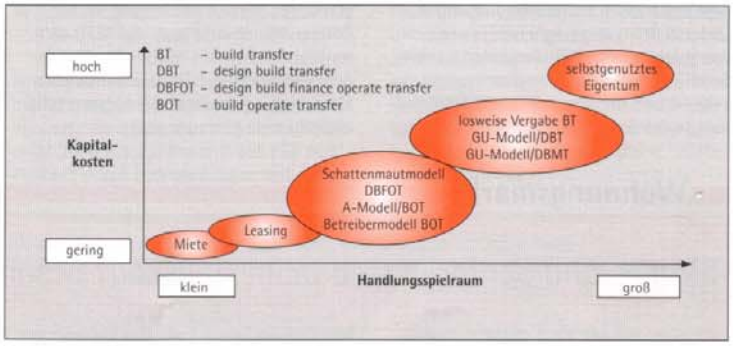



Quelle: eigene Darstellung

**Abbildung 2: Private Equity als Zwischenfinanzierungsform zur Umstrukturierung von Wohnungsportfolios**

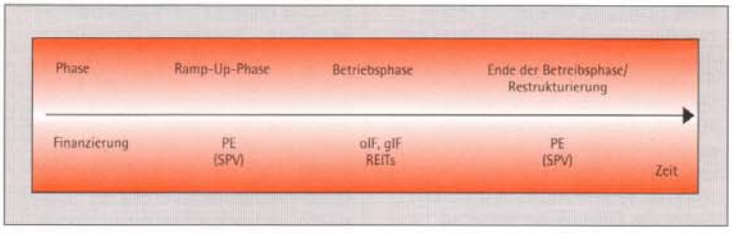
Quelle: eigene Darstellung. Legende: siehe Abbildung 1.

**Abbildung 3: Zusammenhang zwischen Handlungsspielraum und Kapitalkosten bei der Finanzierung der Nutzung (Finanzierung auf der 1. Ebene)**




Quelle: eigene Darstellung

**Abbildung 4: Die optimale Refinanzierung von PPP**




Quelle: eigene Darstellung. Legende: siehe Abbildung 1.

**Tabelle: Typische Dienstleistungsarten von Immobilienanlageprodukten**

| Anlageprodukt | Offener Immobilienfonds | REIT | Geschlossener Immobilienfonds |
|---|---|---|---|
| primäre Dienstleistung | Portfoliobezogene Dienstleistung. Immobilienbezogene Dienstleistung nur sekundär, weil keine Kernkompetenz in allen Nutzungsarten möglich und aufgrund externen Managements. | Immobilienbezogene Dienstleistung, weil Kernkompetenz in Nutzungsart und aufgrund internen Managements. Wenig portfoliobezogende Dienstleistungen, weil thematisch fokussiert. | Keine portfoliobezogene Dienstleistung, da nur ein oder wenige Objekte im Fonds. Beschränkte immobilienbezogene Dienstleistung, weil geringer Handlungsspielraum und aufgrund externen Managements. |

Quelle: eigene Darstellung

versorgen können muss –, dass nur jene Offenen Immobilienfonds in Infrastruktur (PPP) investieren können sollen, die der täglichen Rücknahmeverpflichtung nicht ausgesetzt sein müssen. Ferner sollen Offene Fonds erst in der risikoärmeren Betriebsphase als Endinvestor einsteigen können. Für jene PPP-Strukturen, die sich bezogen auf Abbildung 3 eher bei der Vermietung befinden, die also beispielsweise (Schatten-)Mautmodelle sind, scheint eine Kernkompetenz bezüglich des konkreten PPP-Geschäfts auch bei dem refinanzierenden Vehikel sinnvoll.

Da REITs bei der Bildung von Kernkompetenz komparative Vorteile haben und auch informationsökonomisch betrachtet die Integration der Ramp-Up-Phase in die Refinanzierung von Interesse sein könnte, scheinen REITs – die notwendigen rechtlichen Rahmenbedingungen unterstellt – ein geeignetes Finanzierungsvehikel von PPP-Projekten zu sein. So wie den REITs die Projektentwicklung erlaubt und die Beschränkung des Handlungsspielraumes über die Haltefristen geregelt ist, wäre denkbar, dass REITs bereits in der Ramp-Up-Phase selbst als Vehikel fungieren und die damit verbundenen Risiken einerseits mit Hilfe der Kernkompetenz beherrschen und sie andererseits im eigenen themenorientierten Portfolio, welches zum größten Teil aus PPP-Projekten in der Betriebsphase besteht, mittels Diversifikation vernichten.

Offene Immobilienpublikumsfonds und REITs stehen nicht direkt im Wettbewerb, sondern ergänzen sind wechselseitig: REITs können ein sinnvolles Anlagevehikel für Offene Immobilienfonds werden, weil deren Kernkompetenz die portfoliobezogene Dienstleistung ist und der Aufbau einer Kernkompetenz in unterschiedlichen PPP-Nutzungsarten eine Kontradiktion darstellt. Zudem ist ein effektives Portfoliomanagement für Offene Immobilienfonds via REITs wesentlich leichter als mittels Direktanlagen, da sowohl die Transaktionskosten als auch die jeweiligen Mindestinvestitionsvolumina geringer sind.

Immobilienanlageprodukte verdienen diese Bezeichnung, sofern die Performance des Vehikels jener direkt gehaltener Immobilien entspricht. Immobilienerträge haben die Eigenschaft, Inflationsänderungsrisiken zu vernichten und aus dieser Eigenschaft heraus erfahren Immobilien einen wesentlichen Teil ihrer Bewertung.

Es ist denkbar, dass Infrastrukturprojekte teilweise in ihren Risiko- und Ertragsprofilen Immobilieninvestitionen ähneln. Sofern dies nicht der Fall ist, folgt hieraus jedoch nicht, dass REITs oder Offene Fonds nicht ein geeignetes Anlagevehikel sein können, sondern nur, dass sie nicht eine Immobilien-Performance abbilden. Vielleicht sollte man dann von PPP-Investment Trusts (PPPIT) anstelle von REITs sowie von Infrastrukturfonds anstatt von Immobilienfonds sprechen.

REITs können ein geeignetes Finanzierungsvehikel für PPP-Projekte sein. Da Offene Fonds nur in der Betriebsphase in PPP-Projekte investieren können und ihre primäre Dienstleistung im Bereich des Portfolio-Managements beheimatet ist, sollten REITs komparative Vorteile bei der Refinanzierung von PPP haben. In PPP investierende REITs können jedoch selbst als Investitionsvehikel für Offene Fonds und andere Kapitalsammelstellen wie Versicherungen dienen. Die Refinanzierung von PPP durch Anlagevehikel setzt voraus, dass – beispielsweise wie bei einem Mautmodell – Erträge aus Nutzungen erzielt werden, somit PPP mehr als eine Dienstleistung bei der Beschaffung (BT = Build Transfer) sein muss.

## Wohnungsmarkt

### Singles und Senioren sind beim Hauskauf besonders anspruchsvoll

Wenn es um den Kauf selbst zu nutzender Immobilien geht, gehören Singles und Senioren zu den anspruchsvollsten Interessenten. Für knapp 80 Prozent der Alleinstehenden wird die Nähe einer stark befahrenen Straße zum Ausschlusskriterium für den Kauf. Auch hoher Sanierungsbedarf treibt Alleinstehende in die Flucht. Bei den Senioren hingegen lassen sich neun von zehn Immobilieninteressenten durch schlechte Einkaufsmöglichkeiten und eine fehlende Anbindung an öffentliche Verkehrsmittel abschrecken. Das ist das Ergebnis der aktuellen Immobilien-Trendstudie der Planethome AG, München, für die im Internet 1 519 Verbraucher befragt wurden.

Singles wollen am liebsten sofort einziehen und keine großen Renovierungs- oder Sanierungsarbeiten durchführen müssen. Sind Küche und Bad nicht in bezugsfertigem Zustand, lassen sich fast 60 Prozent die Entscheidung für eine Immobilie noch einmal durch den Kopf gehen. Auch das Fehlen schalldichter Fenster kann für rund 40 Prozent zur Entscheidungsfrage werden. 66 Prozent setzen eine gute Infrastruktur voraus.

Aber jeder fünfte Single möchte weder Schule noch Kinderspielplatz in seinem näheren Umfeld. Kinderlärm ist auch für knapp ein Drittel der kaufwilligen Senioren ein Gegenargument zum Erwerb der Immobilie. Sie bevorzugen ein Leben unter Gleichgesinnten: Fast 97 Prozent der Generation „60 plus" können sich eine Wohnsituation mit vielen älteren Menschen in der Nachbarschaft gut vorstellen. Jeder dritte Senior legt zudem Wert auf einen Fahrstuhl. Ein Parkplatz vor der Tür ist sogar für mehr als zwei Drittel der Befragten ausschlaggebend.