

Ummen / Johns

IMMOBILIEN

Jahrbuch 2011

Analysen, Trends, Perspektiven

2006 2007 2008 2009 2010 **2011** 2012

immonet.de
schneller besser wohnen



CRES – Center for **Real Estate** Studies

Steinbeis University Berlin and Deutsche Immobilien-Akademie (DIA)

IVD Service GmbH

Immobilienmärkte

Der offene Immobilienfonds - eine Alternative für den Erwerb von Wohnimmobilien?



E-Mail: th.meyer@wertgrund.de

Thomas Meyer, Vorstand WERTGRUND Immobilien AG, Starnberg

Investition in deutsche Wohnimmobilien ist ein Top-Trend 2011

Starnber. Der vertraute und sichere Sachwert „Wohnimmobilie“ ist vor dem Hintergrund zunehmender Inflations Sorgen, steigender Volatilität und Unsicherheit an den Kapitalmärkten für Anleger wieder hochattraktiv geworden.

Während in und nach der Finanzkrise der Büro- und Einzelhandelssektor sensibler und rascher auf den Konjunktureenbruch reagierte, hat sich der Wohnungsmarkt als das stabilste und risikoärmste Immobiliensegment gezeigt. Zurückzuführen lässt sich dies insbesondere auf den konstanten und gut prognostizierbaren Cash-Flow, die große Streuung der Mieterisiken, die günstigeren Refinanzierungsmöglichkeiten sowie die Markt-Viskosität.

Aufgrund guter Fundamentaldaten wie z.B. des prognostizierten Wachstums der privaten Haushalte bis mindestens 2025 und der damit einhergehenden steigenden Nachfrage nach Wohnraum sowie der nach wie vor niedrigen Neubauzahlen ist die Zeit für Wohnimmobilieninvestments noch hervorragend (siehe auch Immobilien Jahrbuch 2010, S. 104 ff.). Namhafte Forschungsinstitute wie z.B. empirica prognostizieren für die kommenden Jahre deutlich steigende Mieten und steigende Transaktionszahlen (siehe z.B. Immobilienzeitung Nr. 7 / 2011, S.7).

Für Anleger stellt sich die Frage nach der Art der Investition. Nicht jeder Anleger möchte oder kann direkt investieren, viele scheuen die hohe Kapitalbindung und die vor allem mit der Investition in Wohnimmobilien verbundene Arbeit.

Die Fondsbranche hat hierauf bereits reagiert. In den letzten zwei bis drei Jahren wurden von Initiatoren, Maklerhäusern und Banken verstärkt geschlossene Wohnimmobilienfonds aufgelegt und erfolgreich vertrieben.

Ein Novum ist, dass sich nun auch die offenen Immobilienfonds dem Thema Wohnimmobilie angenommen haben, galt diese doch bisher als viel zu kleinteilig und zu arbeitsintensiv. So sind es insbesondere kleine, spezialisierte Anbieter, die sich dieses Themas angenommen haben, wie z.B. Catella (Catella Max), Bouwfonds (Bouwfonds European Residential) und Wertgrund (WERTGRUND WohnSelect D).

Grundsätzlich verwundert es nicht, dass die offenen Immobilienfonds dieses Anlagesegment für sich entdeckt haben, stehen doch die offenen Fonds genauso wie die Wohnimmobilie in der Anlegerwahrnehmung für Sicherheit und Stabilität. Daher ist es nur folgerichtig, die beiden Produkte zu verbinden, um für Investoren ein attraktives Angebot zu entwickeln.

Das große Anlegerinteresse - bei institutionellen wie bei privaten Investoren - scheint diese Annahme zu bestätigen. Es sind aktuell (März 2011) ca. EUR 400 Mio. in die oben genannten, noch jungen Fonds investiert.

Da Wohnimmobilien auch in den nächsten Jahren weiter im Anlagefokus der Investoren stehen werden, ist die Frage zu klären, ob der offene Immobilienfonds auch nach der im Februar 2011 erfolgten Neuregulierung ein geeignetes und attraktives Anlagevehikel für Wohnimmobilien darstellt.

Neuregulierung der offenen Immobilienfonds war ein Top-Thema 2010

Vor dem Hintergrund immenser Mittelabflüsse im Zusammenhang mit der Finanzkrise und damit einhergehende Fondsschließungen hatte der Gesetzgeber im Frühjahr 2010 angekündigt, die offenen Immobilienfonds neu zu regulieren.

Die Diskussion um die Neuregulierung der offenen Immobilienfonds, eines der beliebtesten deutschen Anlagevehikel (gem. BVI Investmentstatistik per 31.12.2010 ca. EUR 85,7 Mrd. Anlagevolumen in 44 offenen Immobilienfonds) wurde zum beherrschenden Thema des Immobilienjahres 2010 und wird sicherlich auch noch fortauern. Durch Monate der Verunsicherung, in denen immer wieder neue Überlegungen und mögliche Gesetzesinhalte an die Presse und Öffentlichkeit gelangt sind (z.B. Zwangsnotierung der offenen Immobilienfonds an der Börse, Wertabschlag von 10% auf das Immobilienvermögen), hat der Gesetzgeber in dieser Zeit auch stark zur Verunsicherung bei Anlegern beigetragen und somit die Probleme der offenen Immobilienfonds teilweise weiter verschärft.

Die Ergebnisse der Beratungen und Diskussionen zur Anpassung des Investmentgesetzes (InvG) sind schließlich in dem am 11. Februar 2011 im Bundestag beschlossenen Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes („AnsFuG“) umgesetzt worden. Maßgebliche Änderungen betreffen insbesondere die Einführung von Mindesthalte- und Rücknahmefristen, die Begrenzung des Fremdkapitaleinsatzes, kürzere Abstände

zwischen den Objektbewertungen sowie Regelungen zur Aussetzung der Anteilsrückgabe und Liquidation der Fonds.

Momentan sind die Branche, Investoren, Verbände und die interessierte Öffentlichkeit dabei, die Auswirkungen des Gesetzes auf die Fonds und das Anlegerverhalten zu bewerten. Das Gesetz ist jedoch noch zu jung und viele konkrete Umsetzungsfragen noch nicht beantwortet, um die Bewertung abschließen zu können. Positiv hervorzuheben ist jedoch der Wegfall der Verpflichtung zur Börsennotierung sowie des pauschalen Bewertungsabschlages.

Auf Basis des nun im Bundestag beschlossenen Gesetzes soll hier dennoch versucht werden, eine vorläufige Bewertung der Auswirkungen auf das junge Segment der offenen Wohnimmobilienfonds vorzunehmen und zu prüfen, ob diese für Anleger eine interessante Alternative für die Anlage in Wohnimmobilien sein können.

Auswirkungen des AnsFuG auf offene Wohnimmobilienfonds

Die Frage, ob der offene Wohnimmobilienfonds auch nach der Neuregulierung eine attraktive Alternative für die Anlage in Wohnimmobilien darstellt, soll entlang des „magischen Dreiecks“ der Immobilienanlage - Sicherheit, Rendite und Liquidität - untersucht werden:

Stabilität und Sicherheit: Der Wunsch nach stabilen Zahlungsströmen aus der Bewirtschaftung kann vom offenen Wohnimmobilienfonds aufgrund seiner hohen Mieterdiversifikation nachhaltig bedient werden. Anders als bei der Direktanlage, in der Regel eine Eigentumswohnung oder ein Mehrfamilienhaus, oder bei geschlossenen Fonds, die in eine geringere Anzahl von Immobilien an zumeist nur einem Standort investieren, erwerben offene Immobilienfonds eine Vielzahl von Immobilien an verschiedenen Standorten.

Das Investmentgesetz (InvG) wirkt bei den offenen Immobilienfonds auf Diversifikation und Risikostreuung hin und beinhaltet Regelungen für die Risikostreuung im Anlagevermögen der Fonds. So darf z.B. nach § 73 InvG eine Immobilie bei Erwerb 15% des Werts des Sondervermögens und der Gesamtwert der Immobilien, deren einzelner Wert mehr als 10% des Sondervermögens beträgt, 50% des Werts des Sondervermögens nicht überschreiten. Die Regelungen des InvG zur Risikostreuung haben auch nach der Neuregulierung Bestand.

Die Einhaltung dieser Regeln stellt für Wohnimmobilienfonds aufgrund der Kleinteiligkeit ihrer Investments kein Problem dar. Die durchschnittlichen Investitionsvolumina je Wohnanlage betragen ca. EUR 10 Mio. bis 20 Mio. Bei einem Fondsvermögen von beispielsweise EUR 500 Mio. besitzen die Fonds mithin ca. 30 bis 50 einzelne Objekte mit ca. 6.000 bis 7.000 Wohnungen.

Neu im AnsFuG ist geregelt, dass die offenen Immobilienfonds zukünftig mind. 50% der ordentlichen Erträge (Nettoergebnis aus der Bewirtschaftung der Objekte) an die Anleger ausschütten müssen. Somit werden die jährlichen Mindestausschüttungen aus den offenen Immobilienfonds für die Anleger sehr berechenbar und tragen damit weiter zur Stabilität und Prognostizierbarkeit des Investments bei.

Neben der Stabilität der Einnahmen und Ausschüttungen interessiert den Anleger natürlich auch die Wertentwicklung seines Investments. Die Finanzkrise und der vorangegangene Boom der Nachfrage nach deutschen Immobilien haben gezeigt, dass es selbst bei den traditionell wertstabilen Wohnimmobilien kurzfristig zu Wertschwankungen kommen kann.

Um diese ggf. auftretenden Wertschwankungen zeitnäher als bisher im Anteilswert der offenen Immobilienfonds abzubilden, wurde im AnsFuG geregelt, dass bei einer täglichen Anteilsausgabe und -rücknahme durch die Fonds die Immobilien des Sondervermögens nicht mehr jährlich, sondern mindestens alle drei Monate bewertet werden müssen. Ob dies zu großen unterjährigen Wertschwankungen bei Wohnimmobilien führen wird, darf jedoch bezweifelt werden. Für die Bewertung relevante Daten, wie z.B. der Liegenschaftszins oder die Entwicklung der Marktmieten, werden regelmäßig nur im Jahresturnus ermittelt und dürften daher auf die unterjährige Wertermittlung keinen wesentlichen Einfluss haben.

Sondereinflüsse wie z.B. Marktverwerfungen, unerwarteter Sanierungsbedarf der Objekte oder Standort- und Umfeldverschlechterungen bzw. -verbesserungen werden durch die quartalsweisen Bewertungen nun jedoch schneller in den Werten der Objekte reflektiert, wobei wertrelevante Ereignisse auch in der bisherigen Praxis zu Sonderbewertungen führten.

Um die Auswirkungen von Wertänderungen beim Immobilienbestand auf den Wert des Eigenkapitals der Fonds (NAV) und somit den Anteilswert zu „dämpfen“, hat der Gesetzgeber im AnsFuG den Fremdkapitalanteil der Fonds von zur Zeit 50% auf max. 30% beschränkt.

Als Zwischenergebnis kann somit festgehalten werden, dass das Gesetz mit der Mindestausschüttung, Erhöhung der Bewertungsfrequenz und Reduktion der Fremdkapitalquote zur Stärkung der Transparenz und Sicherheit für die Anleger beiträgt. Diese Verbesserung des Produkts ist jedoch nicht ohne Preis zu haben und bringt auch einige, ggf. nicht bedachte, Nachteile mit sich.

Grundsätzlich bedeutet eine geringere Fremdkapitalquote, dass den Fonds bei gleichem Eigenkapital weniger Investitionen möglich sein werden und damit die Größe der Portfolios und die eigentlich erwünschte Diversifikation reduziert wird. Darüber hinaus wird die regionale Diversifikation ggf. auch eingeschränkt, da die Fremdfinanzierung in lokalen Währungen (natural hedge) bei Auslandsinvestments regelmäßig zur Reduktion des Währungsrisikos eingesetzt wird. Bei reduzierten Fremdfinanzierungsquoten steigen daher entweder die Währungsrisiken, oder die Fonds werden zunehmend im Euroraum anlegen, was der gewünschten Risikominimierung ebenfalls entgegenläuft.

Hinzu kommt, dass die Fremdfinanzierung bei dem aktuell immer noch attraktiven Zinsniveau zur Erhöhung der Eigenkapitalrenditen eingesetzt wird (Leverageeffekt). Eine Beschränkung der Fremdkapitalquote wird daher mit sinkenden Renditen einhergehen. Sollten Fonds aufgrund der neuen Regelung gezwungen sein, Fremdfinanzierungen abzubauen, können ggf. anfallende Vorfälligkeitsentschädigungen ebenfalls zur Senkung der Rendite beitragen. Allerdings ist die Übergangsfrist bis 2014 sehr lang, so dass dies nur Einzelfälle betreffen dürfte.

Eine weitere Belastung der Rendite wird auch durch die zusätzlichen drei Bewertungen pro Jahr erfolgen. Hier müssen die Fonds und Sachverständigen gemeinsam Wege finden, um den Mehraufwand in einem überschaubaren Rahmen zu halten.

Performance und Rendite: Die traditionell niedrige Rendite von Wohnimmobilien wird durch die oben beschriebenen Auswirkungen des neuen Gesetzes weiter reduziert, wenn es den Fonds nicht gelingt, aus der Immobilie heraus weitere Renditepotenziale zu heben. Dies kann z.B. durch den Erwerb von Bestandsobjekten mit Wertpotenzialen (z.B. energetische Sanierung, Abbau von Leerstand, Objekte mit auslaufenden Förderungen und Mietbindungen etc.) erfolgen. Hier wird zukünftig das Fondsmanagement gefragt sein.

Um eine nachhaltige Rendite und Wertsteigerung bei Wohnimmobilien zu realisieren, ist ein hochprofessionelles, aktives Management der Immobilien notwendig. Gerade bei Wohnimmobilien liegt der Erfolg sehr oft im Detail und in der individuellen Betreuung der einzelnen Immobilien und Mieter vor Ort. Fondsmanager von offenen Wohnimmobilienfonds müssen deshalb über ein Managementsystem verfügen, das über stringente und zertifizierte Prozesse ein möglichst standardisiertes Vorgehen sicherstellt, aber gleichzeitig in der Lage ist, auf jede Wohnung und jeden Mieter bzw. Mietinteressenten individuell einzugehen, um die Rendite- und Wertpotenziale zu erkennen und kontinuierlich zu heben.

Ein wesentliches Argument gegen Immobilienfonds im allgemeinen sind die mit dem Fondsmanagement verbundenen Kosten, die sich erst einmal Performance reduzierend auswirken. Bei offenen Immobilienfonds erfolgt die Verwaltung des Fonds und das Management der Immobilien in der Regel im Zusammenspiel der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) mit der Depotbank und einem Asset Manager. Dieses professionelle Management des Fonds und der Immobilien wird mit der Verwaltungsgebühr vergütet, die in der Regel zwischen 0,5% und 1,5% p.a. des Fondsvolumens liegt. Hinzu kommen die Kosten für die Sachverständigen sowie Wirtschaftsprüfer und Rechts- sowie Steuerberater. Auf den ersten Blick bedeutet dieser Kostenblock für den Anleger eine Mehrbelastung und somit Reduktion seiner Rendite.

Auf den zweiten Blick zeigt sich jedoch, dass der Kostennachteil verschwindend gering ist. Einige Kosten wie z.B. Steuer- und Rechtsberatung oder Buchhaltung fallen auch beim Direktinvestment an. Darüber hinaus werden oft die Leistung und Zeit des Investors, die für die eigene Verwaltung des Investments notwendig wären, bei einer Renditebetrachtung nicht angerechnet. Gerade im Bereich der Wohnimmobilien kann dies ein wesentlicher Zeit- und somit auch Kostenfaktor sein. Darüber hinaus wird jeder Fondsmanager den Anspruch haben, mit seiner professionellen Erfahrung eine über dem Durchschnitt liegende Rendite für seine Anleger zu erwirtschaften.

In der Nachsteuerbetrachtung reduziert bzw. egalisiert sich der Kostennachteil der offenen Immobilienfonds gegenüber Direktinvestments. Während direkt gehaltene Immobilienanlagen in der Regel mit dem persönlichen Einkommensteuersatz versteuert werden, muss bei einer Anlage in offene Immobilienfonds der Gewinn des Fonds mit der Abgeltungsteuer versteuert werden. Je höher der persönliche Einkommensteuersatz des Anlegers, desto vorteilhafter kann für ihn also die Anlage in offene Immobilienfonds sein.

Liquidität und Fungibilität: Obwohl auf Basis der aktuellen gesetzlichen Lage eine tägliche Veräußerbarkeit der Anteile an offenen Immobilienfonds grundsätzlich gegeben ist, ist momentan die Fungibilität für viele Anleger aufgrund der Schließung ihres Fonds eingeschränkt. Um zukünftig unkontrollierte Mittelabflüsse aus den Fonds und somit weitere Fondsschließungen zu vermeiden und dem Fondsmanagement die Chance zu geben, auf angekündigte Mittelabflüsse rechtzeitig reagieren zu können, werden durch das AnsFuG Mindesthalte- und Kündigungsfristen eingeführt. Für alle Anleger gelten nach Inkrafttreten des Gesetzes und der Umsetzung der Gesetzesinhalte in die Vertragsbedingungen der Fonds eine 12-monatige Kündigungsfrist sowie eine anfängliche Mindesthaltefrist von 24 Monaten. Ausgenommen sind Anteilsrückgaben in Höhe von 30.000 EUR pro Halbjahr, die für die Anleger grundsätzlich auch ohne Fristen möglich sein sollen.

Auch wenn durch das AnsFuG die Fungibilität der Anteile an offenen Immobilienfonds deutlich eingeschränkt wurde, ist der offene Immobilienfonds in dieser Hinsicht immer noch positiver zu beurteilen als eine Direktanlage oder Anlage in einen geschlossenen Immobilienfonds, die während der Laufzeit des Fonds nicht bzw. i.d.R. nur mit Abschlägen über den Zweitmarkt verkauft werden kann.

Selbst wenn eine Direktanlage recht kurzfristig veräußert werden kann, so vergehen doch von der Entscheidung bis zum Übergang von Nutzen und Lasten und somit der Kaufpreiszahlung noch 4 bis 6 Monate. Oft spielen auch steuerliche Motive (Spekulationsfrist) eine Rolle, die direkt gehaltene Immobilie länger als ggf. sinnvoll zu halten, um die Veräußerungserlöse steuerfrei zu vereinnahmen. Darüber hinaus ist die Veräußerung auch mit Aufwand und Transaktionskosten (z.B. Maklercourtage, Rechtsanwaltsgebühren etc.) verbunden.

Beim offenen Immobilienfonds dagegen können alle vom Anleger am Fonds gehaltenen Anteile binnen 24 bzw. 12 Monaten veräußert werden, Anteile bis EUR 30.000 je Halbjahr sofort. So kann bei auftretendem Liquiditätsbedarf auch nur ein Teil der investierten Position aufgelöst und veräußert werden und der andere Teil investiert bleiben. Die offenen Immobilienfonds bieten damit weiterhin eine sehr hohe Flexibilität, die so bei der Direktanlage nicht gegeben ist.

Obwohl mit den neuen Regelungen des AnsFuG dem Spannungsverhältnis zwischen hoher Fungibilität für den Anleger auf der einen Seite und der Fristenkongruenz auf der anderen Seite Rechnung getragen wird, muss deutlich darauf hingewiesen werden, dass das Risiko der Fondsschließungen durch das neue Gesetz zwar minimiert aber auch künftig nicht komplett ausgeschlossen werden kann. Im Vorteil sind hier die Wohnimmobilienfonds, da aufgrund der Kleinteiligkeit der Immobilien eine Veräußerbarkeit des Immobilienportfolios innerhalb der 12-monatigen Kündigungsfrist grundsätzlich gegeben ist.

Attraktivität von Wohnimmobilienfonds insbesondere für Privatanleger gestärkt

Während die Einschränkung der Fungibilität durch das AnsFuG für Privatanleger keine wesentliche Verschlechterung ihrer Position darstellt, ist diese für institutionelle Anleger jedoch eine massive Beeinträchtigung. Die im Gesetz aufgenomme-

ne Freigrenze von EUR 30.000 ist für institutionelle Anleger viel zu gering und daher nicht relevant. Darüber hinaus können Versicherungen aufgrund der 12-monatigen Kündigungsfrist, die der im Versicherungsaufsichtsgesetz verankerten kurzfristigen Liquidierbarkeit von Anlagen widerspricht, nach Umsetzen des Gesetzes nicht mehr in Publikumsfonds investieren.

Auch für Dachfonds, die Teile des Fondsvermögens in offene Immobilienfonds anlegen wollen, ist aufgrund der Fristeninkongruenz (tägliche Rückgabe im Dachfonds vs. 12-monatige Rückgabe im Immobilienfonds) ein Investitionshemmnis geschaffen worden. Wenn diese Hemmnisse nicht nachträglich ausgeräumt werden können, werden die institutionellen Investoren sich im Rahmen ihrer Immobilienanlagestrategie verstärkt auf andere Investitionsvehikel wie z.B. REITs, Immobilien AGs oder Spezialfonds konzentrieren. Somit erfolgt eine Trennung in private Anleger (Publikumsfonds) und institutionelle Anleger (Spezialfonds oder andere Vehikel), die durchaus vom Gesetzgeber angestrebt ist.

Für Privatanleger ist und bleibt der offene Immobilienfonds jedoch alternativlos, wenn Sicherheit, Risikostreuung, Transparenz und Fungibilität im Vordergrund stehen.

Grundsätzlich kommen die neuen gesetzlichen Regelungen der langfristigen Natur einer Immobilienanlage sowie dem Sicherheitsbedürfnis von Privatanlegern entgegen und stärken somit die Assetklasse offene Immobilienfonds. Insbesondere für die Anlage in Wohnimmobilien, bei der Werterhalt und Sicherheit im Vordergrund steht, ist der offene Immobilienfonds bestens geeignet.

Die Branche muss jedoch noch viele Hausaufgaben machen, um das in den letzten beiden Jahren verloren gegangene Anlegervertrauen wieder zu gewinnen. Hierzu gehört auch eine aktive Kommunikation, die die Vor- und Nachteile des Produktes laufend transparent macht. Darüber hinaus müssen die noch offenen Fragen aus dem AnsFuG, wie z.B. Art der Wertermittlung bei den unterjährigen Bewertungen und die technische Umsetzung der Mindesthalte- und Kündigungsfristen etc., geklärt werden.

Wenn dies gelingt, wird der offene Immobilienfonds auch für die nächsten fünf Jahrzehnte ein erfolgreiches Anlageprodukt bleiben.