

## Immobilien-Spezialfonds 2008

# Spezialfonds, G-REIT oder FCP aus Sicht ausländischer Investoren

Thomas Gütle

**Dass der Immobilien-Spezialfonds mit dem neuen Investmentgesetz die Luxemburger Konkurrenz auch in der Gunst ausländischer Anleger übertrumpft, ist bisher nicht zu erkennen. Vor allem die bestehenden Beschränkungen bei der Fremdfinanzierung und den Anlagemöglichkeiten macht der Autor als Nachteile des deutschen Vehikels aus. Auch der G-REIT kommt international kaum zum Einsatz, was jedoch angesichts der späten Einführung des REIT-Gesetzes und seiner Restriktionen sowie der geringen Zahl an potenziellen und tatsächlichen REITs nicht wundern kann. Mehr Mut täte dem Finanzplatz also nur gut. (Red.)**

Zieht man die Größe des deutschen Immobilienmarktes und die Bedeutung der Volkswirtschaft als Investitionskriterium heran, so wäre eine Deutschland-Gewichtung von rund 20 Prozent in den europäischen Portfolios ausländischer Investoren durchaus angemessen. Tatsächlich finden sich dort allerdings meist nur wenige direkte und indirekte Investments in deutsche Immobilien. Es ist also davon auszugehen, dass sich die reale Allokation in einem sehr niedrigen einstelligen Bereich bewegt.

Nichtsdestotrotz zeigen ausländische Anleger ein anhaltend großes Interesse an Immobilieninvestitionen in Deutschland. Obwohl opportunistische Investoren – bedingt durch die Subprime-Krise – inzwischen weitgehend aus dem Markt ausgeschieden sind, kann nach wie vor mit guter Nachfrage im Bereich von Core bis Value Added gerechnet werden. Neben der bisher geringen Allokation spricht im europäischen Kontext vor allem die Existenz von unter Renditegesichtspunkten interessanten Investitionsmöglichkeiten für den deutschen Immobilienmarkt.

### G-REIT bisher nur theoretisch geeignet

Für den institutionellen Anleger, der sich entschieden hat, indirekt in Immobilien in Deutschland zu investieren, stellt sich die Frage, welches Vehikel nun für ein solches Investment geeignet ist. Mit dem G-REIT, dem deutschen und dem luxemburgischen Spezialfonds bieten sich alternativ drei relevante Vehikel an. Die REITs, die laut Epra inzwischen in 31 Ländern eingeführt wurden, sind für viele ausländische institutionelle Inves-

toren ein vertrautes Vehikel, das für Immobilieninvestitionen gerne genutzt wird. Ein großer Vorteil ist sicherlich die Fungibilität des REIT, die allerdings eine Börsennotierung (außer Private REITs) und einen ausreichenden Streubesitz voraussetzt. Denn dann kann der Investor mit begrenztem Kosten- und Zeitaufwand in den Immobilienmarkt ein- und auch wieder aussteigen.

Theoretisch bietet der G-REIT diese Vorteile auch ausländischen Investoren, da er grundsätzlich nach den gleichen internationalen Standards wie die etablierten REITs in den USA, Frankreich und England strukturiert wurde. Er könnte eigentlich als ideales Vehikel für Anlagen im deutschen Immobilienmarkt fungieren.

Trotz Inkrafttretens des REIT-Gesetzes zum 1. Januar 2008 und großer Erwartungen kann bisher aber von einem deutschen REIT-Markt noch nicht die Rede sein. Aktuell sind nur zwei Gesellschaften mit einer Marktkapitalisierung von zusammen etwa 690 Millionen Euro als G-REIT an der Börse notiert. Das Marktpotenzial wurde außerdem durch den Ausschluss von Bestandswohnimmobilien eingeschränkt. Die Pipeline, die sich aktuell aus dem deutschen Immobilien-Aktienindex (Dimax) in Form von börsennotierten Gesellschaften, die den REIT-Status erwerben könnten, ableiten lässt, ist sehr dünn. Denn die Marktkapitalisierung ohne die größeren Woh-

nungsgesellschaften wie Gagfah (Indexgewicht 19 Prozent), Patrizia (1,6 Prozent) oder Deutsche Wohnen (3,0 Prozent), die nach derzeit gültigem Recht nicht in einen REIT konvertieren können, beträgt lediglich 10,1 Milliarden Euro.

Zum Vergleich repräsentiert der britische Markt einen Wert von etwa 27,6 Milliarden Euro, in Frankreich liegt die Marktkapitalisierung der Société d'Investissements Immobilières Cotée (SIIC) bei rund 53,9 Milliarden Euro. Hinzu kommt, dass knapp zwei Drittel der 75 Dimax-Werte einen Börsenwert von teilweise deutlich unter 100 Millionen Euro aufweisen. Dies entspricht kaum den Anforderungen ausländischer Investoren.

### Mehr Wettbewerbsfähigkeit für Immobilien-Spezialfonds

Der deutsche Immobilien-Spezialfonds wurde 1976 im Markt eingeführt und ist ausschließlich für institutionelle Anleger bestimmt. Aktuell liegt das Netto-Fondsvermögen bei etwa 20 Milliarden Euro. Allerdings konnte sich bisher der deutsche Immobilien-Spezialfonds als Anlagevehikel bei ausländischen Investoren nicht durchsetzen. Gerade mal rund vier Prozent werden von ausländischen Investoren gehalten. Zu den Hauptgründen zählten in der Vergangenheit die deutlich restriktiveren Regelungen im Vergleich zum Luxemburger Pendant, Bewertungsthemen sowie eine starke „Deutsch-Lastigkeit“ der Dokumente.

Mit dem Investmentänderungsgesetz, das Ende Dezember 2007 in Kraft getreten ist, kam es zu einer deutlichen Liberalisierung. Trotzdem zeigt sich im direkten Vergleich, dass man hierzulande an einigen Stellen weiterhin restriktiver geblieben ist. Dies betrifft insbesondere den Einsatz von Fremdkapital und Gesellschafterdarlehen mit möglichen negativen Auswirkungen auf die Rendite sowie das Spektrum verfügbarer Anlagemöglichkeiten.

Der deutsche Spezialfonds ist von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit und unterliegt im Gegensatz zum Luxemburger Konstrukt des Fonds Commun de Placement (kurz: FCP) keiner weiteren Steuer. Der ausländische Investor ist mit seinen inländischen (Immobilien-)Einkünften beschränkt steuerpflichtig. Der Kapitalertragsteuererhalt von derzeit 30 Prozent (ab 1. Januar 2009 25 Prozent, jeweils zuzüglich Soli-

#### Der Autor

**Thomas Gütle** ist Geschäftsführer der Cordea Savills GmbH, München.

daritätszuschlag) kann im Rahmen des Veranlagungsverfahrens angerechnet werden, sodass es zu einer Herabschleusung der Steuerbelastung auf 15 Prozent (zuzüglich Solidaritätszuschlag) kommt. Dennoch ist dies für ausländische steuerbefreite Investoren nachteilig. Die Besteuerung kann zwar durch ein Investment in einen institutionellen Publikumsfonds vermieden werden. Allerdings unterliegt man dann den strengeren Regeln des deutschen Publikumsfonds.

#### **FCP als Pendant zum deutschen Spezialfonds**

Der Luxemburger Spezialfonds kann als Sicav (Société d'Investissement à Capital Variable) oder FCP aufgelegt werden. Da der FCP aufgrund der Sondervermögens-eigenschaft direkt mit dem deutschen Spezialfonds vergleichbar ist, kann aus Vereinfachungsgründen im Folgenden unter dem Luxemburger Spezialfonds ein FCP subsumiert werden.

Die Struktur von FCP und deutschen Spezialfonds ist sehr ähnlich. Beides sind regulierte Vehikel mit Kontrollen durch die jeweiligen Aufsichtsbehörden, Wirtschaftsprüfer und unabhängigen Gutachter. Im Unterschied zum deutschen Spezialfonds muss bei dem FCP ein Emissionsprospekt erstellt werden, das die Luxemburger Aufsichtsbehörde CSSF prüft. Dies kann aus Investorensicht durchaus positiv gesehen werden.

Der Luxemburger FCP und der deutsche Spezialfonds sind im Gegensatz zum G-REIT nicht börsennotiert. Während das deutsche Investmentgesetz eine jederzeitige Rückgabemöglichkeit für den Spezialfonds vorsieht, gibt es eine derartige gesetzliche Regelung für den FCP nicht. Allerdings besteht hierzu eine Regelungsfreiheit in den Fondsstatuten des FCP.

Der Luxemburger Spezialfonds ist wie das deutsche Vehikel körperschaft- und gewerbesteuerbefreit. Allerdings unter-

liegt der FCP in Luxemburg einer Besteuerung in Höhe von 0,01 Prozent per annum des Nettoinventarwertes. Die negative Auswirkung dieser Steuer auf die Fondsperformance ist jedoch in der Regel gering. Auf Ausschüttungen des FCP fällt in Luxemburg keine Quellensteuer an.

#### **Luxemburger Spezialfonds bei Ausländern beliebter**

Der potenziell attraktive G-REIT stellt in Anbetracht des fehlenden Marktes aktuell keine echte Alternative für ausländische Anleger dar, die indirekt in den deutschen Immobilienmarkt investieren möchten. Trotz der Liberalisierung des deutschen Spezialfonds bietet das Luxemburger Konkurrenzprodukt aus Sicht ausländischer Interessenten weiterhin Vorteile und dürfte deshalb bis auf Weiteres das bevorzugte Vehikel für diese Investorengruppe sein. ■