

Immobilien-Spezialfonds

Reporting-Anforderungen bei Investitionen in Immobilienfonds und Immobilienaktien

Erst Anfang März dieses Jahres hat die börsennotierte DIC Asset AG ihren ersten Immobilien-Spezialfonds platziert. Damit ist das Frankfurter Unternehmen eine von gleich mehreren Aktiengesellschaften, die über eigene oder Service-Kapitalanlagegesellschaften in den Spezialfondsmarkt vorstoßen. Für diese Initiatoren ergeben sich nun jedoch neue Herausforderungen hinsichtlich des Reporting. Denn die Informationsbedürfnisse von Aktionären und Fondsanlegern unterscheiden sich in der Frequenz und der Detailliertheit erheblich, wie die Autoren wissen. Doch alle verlangen sie Transparenz, die am besten über standardisierte Kennzahlen zu erreichen ist. (Red.)

Wer Vergleiche anstellt, muss den Vorwurf vermeiden, er vergleiche Äpfel mit Birnen. Tatsächlich liefert die hier vorgenommene Gegenüberstellung der Anforderungen von Investoren an das Reporting von Immobilien-Aktiengesellschaften und Immobilien-Spezialfonds interessante Einblicke, muss aber in Bezug auf mögliche Konsequenzen mit Vorsicht betrachtet werden. Denn so unterschiedlich die Anforderungen und die Praxis des Reportings sind, daraus auf ein Transparenzdefizit zu schließen, wäre abwegig.

Umfang und Inhalte des Reportings von Immobilien-Aktiengesellschaften und deutschen Immobilien-Spezialfonds gegenüber ihren Anlegern – und damit der Grad der Transparenz – wird in beiden Fällen erstens von rechtlichen Rahmenbedingungen, zweitens von Best

Practice und zumindest bei Immobilien-Spezialfonds drittens von individuellen Wünschen der Investoren bestimmt. Während der institutionelle Investor, der in einen Spezialfonds investiert, die bereitgestellten Informationen vor allem für Unternehmenssteuerung und aufsichtsrechtliche Berichtspflichten nutzen wird, also Daten für Portfoliosteuerung, Rechnungslegung, Controlling und Risikokontrolle benötigt, geht es der großen Mehrzahl der Aktionäre „nur“ um ihre Investitionsentscheidung.

Zusätzlich müssen sich Aktiengesellschaften bei der Veröffentlichung von Daten an das Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) halten und im Rahmen ihrer Kapitalmarktkommunikation die Gleichbehandlung aller Aktionäre gewährleisten. Für individuelle Wünsche oder ein an unterschiedliche Bedürfnisse einzelner Anleger ausgerichtetes Reporting ist hier kein Platz. Das würde etwa den Intentionen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSGV) von 2004 entgegenlaufen und zu Recht vom Kapitalmarkt kritisiert werden.

Informationspflichten für Aktiengesellschaften

Werfen wir also zunächst einen Blick auf die Immobilien-AG. Hier geben das Aktiengesetz (AktG) und die Rechnungslegungsvorschriften des Handelsgesetzbuches (HGB) sowie der International Financial Reporting Standards (IFRS) den Rahmen vor. Insbesondere das im Jahr 2002 in Kraft getretene Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG) hat dabei die Anforderungen an das Reporting deutlich erhöht. Seitdem muss

die Gesellschaft im Rahmen ihrer Berichterstattung zum Beispiel detaillierte Aussagen nicht nur zum Immobilienbestand, sondern auch zur Unternehmensplanung, zu den einzelnen Geschäftssegmenten und zur Risikosituation machen.

Als Folge davon ist eine deutliche Ausweitung der Berichterstattung festzustellen. Eine weitere Ursache für diese Entwicklung war, dass es zu einer Ausweitung und Verfeinerung von Steuerungs- und Controllingmodellen gekommen ist, aus denen sich das Reporting speist. Als Ergebnis sehen wir eine ständige Zunahme dessen, was als Best Practice angesehen wird und damit den Maßstab definiert, an dem sich alle Immobilien-Aktiengesellschaften messen lassen müssen. Dazu beigetragen hat auch das erstmals 2009 von der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) durchgeführte Transparenz-Rating von Immobilien-Aktiengesellschaften.

Dabei hat der wachsende Umfang der Berichterstattung in den vergangenen Jahren nicht immer für höhere Transparenz gesorgt. Das lag in der Natur der Sache, mussten die Aktiengesellschaften doch die für die neuen Berichtspflichten nötigen Strukturen und Lösungen zum guten Teil erst schaffen und sind dabei häufig mangels geeigneter Vorbilder eigene Wege gegangen. Weiter bestand nicht von Anfang an Klarheit darüber, welche speziellen Kennzahlen wie zum Beispiel Funds From Operations (FFO), Nettomieten, Restmietdauer, Angaben über Verbindlichkeiten, Zuordnung zu Investmentstilen sowie Risikoindikatoren in welchem Detaillierungsgrad und nach welcher Berechnungsmethode zu präsentieren sind. Diese Phase der mangelnden Vergleichbarkeit der Reportings ist aber weitgehend beendet, die Konsolidierung der Berichtsinhalte ist inzwischen weit fortgeschritten. Einen großen Anteil daran haben die Empfehlungen der European Public Real Estate Association (EPRA), die seit 2001 unter dem Namen „Best Practice Recommendations“ ständig aktualisiert und angepasst werden.

Heute besteht Konsens im Markt, dass das Reporting der Immobilien-Aktiengesell-

Die Autoren



Ulrich Höller

Vorsitzender des Vorstands



Rainer Pillmayer

Head of Corporate Development,
DIC Asset AG, Frankfurt am Main

schaften sich um der Transparenz willen nicht in Details verlieren darf, sondern auf eine überschaubare Zahl relevanter Kennziffern abstellt, deren Auswahl und Berechnung nach einheitlichen Prinzipien erfolgt. Damit wird dem Aktionär ein Set an grundsätzlich zwischen verschiedenen Immobilien-Aktiengesellschaften vergleichbaren Zahlen und Informationen an die Hand gegeben, das ihm eine an seiner Risikobereitschaft orientierte Anlageentscheidung ermöglicht.

Regulierung für Immobilien-Spezialfonds

Der deutsche Immobilien-Spezialfonds basiert auf den einschlägigen Regelungen des Investmentgesetzes (InvG) und den Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Investmentgesellschaften (MaRisk (Inv)). Nun zeichnet sich das Investmentgesetz in seinem Abschnitt zu den Spezialfonds im Vergleich zu den Regeln für Publikumsfonds durch eine Reihe von Erleichterungen und vertragliche Gestaltungsmöglichkeiten aus, es bleibt aber etwa bei der Verpflichtung zu einer mindestens jährlichen Berichterstattung an die Investoren und zu der Implementierung eines angemessenen Risikomanagements. Hier unterliegt die Fondsgesellschaft der Prüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Die rechtlichen Vorgaben in Bezug auf das Reporting an die Anleger sind aber doch recht allgemein gehalten. Offenbar hat sich der Gesetzgeber hier weise Zurückhaltung auferlegt, zumal ihm klar gewesen sein dürfte, dass eine Regulierung und damit die Detaillierung der Reporting-Anforderungen über die Ansprüche der Spezialfonds-Investoren sowieso Einzug halten würde.

Die Regulierungslandschaft für die institutionellen Adressen ist tatsächlich vielschichtig und hängt davon ab, ob der Investor zum Beispiel eine Stiftung, eine Versicherung, eine Bank oder eine Pensionskasse ist. Beispielhaft genannt seien im Fall der Versicherungen und Pensionsfonds das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), die darauf basierende Anlageverordnung (AnIV), die einschlägigen Rechnungslegungsvorschriften und die Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Versicherungen (MaRisk (VA)). In diesen Regelwerken ist angegeben, welchen Reportingverpflichtungen der Spezialfonds-Investor seinen Regulierungsbehörden gegenüber auf jeden Fall unterliegt. Diese bestimmen dann häufig

auch die wesentlichen Anforderungen an das Reporting des Spezialfonds.

Die meisten Investoren halten Spezialfonds verschiedener Anbieter und müssen etwa für die Risikokontrolle die notwendigen Informationen verschiedener Anbieter zusammenfassen, dazu dann gegebenenfalls noch die Angaben über eigene Immobilien-Direktinvestments hinzufügen und das Ergebnis mit anderen Assetklassen zusammenführen. Dass auch hier Standardisierung ein wichtiges Stichwort ist, leuchtet sofort ein.

Und das Regulierungskarussell für Banken, Versicherer und Investmentgesellschaften dreht sich weiter, verwiesen sei hier auf die europäischen Regelwerke „Basel III“ und „Solvency II“, die ab 2013 schrittweise in Kraft treten werden. Im Ergebnis wird die Anforderung an Initiatoren von Immobilien-Spezialfonds sein, mehr standardisierte Daten häufiger zu liefern. Damit werden die beschriebenen institutionellen Kunden einen Immobilien-Spezialfonds nur noch dann in ihr Portfolio nehmen können, wenn der jeweilige Fondsanbieter die entsprechenden Daten liefern kann. Deshalb kann man durchaus von einem Reportingwettbewerb sprechen. Auch um den ständig steigenden Reportingkosten etwas entgegenzusetzen, wird deshalb auch hier die Standardisierung und Automatisierung weiter vorangetrieben werden müssen. Das wird zugleich der Transparenz zugutekommen.

Das Reporting dient Spezialfonds-Investoren aber auch als Basis für ihre Portfolio-Steuerung – und spätestens hier kommen dann auch individuelle Anforderungen zum Tragen. Hinzu kommt, dass die Zahl der institutionellen Kunden in einem einzelnen Spezialfonds sehr klein ist und dem Fondsanbieter die Entscheidungsträger aufseiten des Kunden bekannt sind, häufig sogar eine persönliche Beziehung zu ihnen besteht. Entsprechend intensiv ist die Zusammenarbeit. Das bedeutet gegebenenfalls auch die Bereitstellung von Informationen auf Einzelobjektebene, sei es die Vorstellung von Business-Plänen, der Bericht über einzelne Maßnahmen an den Objekten (zum Beispiel Vermietungen, Baumaßnahmen, Neupositionierung) und ausführliches Informationsmaterial (Pläne, Fotos).

Im Regelfall hat der Investor über den Anlageausschuss Einflussmöglichkeiten bei wichtigen Entscheidungen und benötigt entsprechende Informationen, um seine Meinungsbildung zu fundieren. Die unterschiedlichen Bedürfnisse und Wün-

sche der Investoren können im Spezialfonds individuell berücksichtigt werden, Stichworte seien die Steuergestaltung, die Aufbereitung von Informationen, der Zeitpunkt für die Bereitstellung von Informationen und anderes mehr.

Unterschiedlicher könnten die beiden Reportingwelten der Aktionäre und der institutionellen Fondsinvestoren also kaum sein. Der Aktionär erfährt nicht so viel wie der Spezialfonds-Investor, er könnte diese Informationen wohl auch gar nicht verarbeiten; statt Transparenz entstünde Verwirrung. Hinzu kommt, dass Portfolios von Immobilien-Aktiengesellschaften regelmäßig eine höhere Anzahl Objekte enthalten und deutlich breiter gestreut sind als ein Immobilien-Spezialfonds, also unter Risiko-Gesichtspunkten anders zu bewerten sind. Der Aktionär hat aber vor allem die Möglichkeit, seine Anlageentscheidung noch am gleichen Tag über die Börse zu korrigieren. Immobilien-Spezialfonds haben in aller Regel mehrjährige Kündigungsfristen und Mindesthaltedauern nach einer Kündigung. Der unterschiedliche Grad an Transparenz ist also wohlbegründet.

Standardisierung als Schlüssel zu mehr Transparenz

Das wird umso klarer, wenn man sich verdeutlicht, dass die Reporting-Anforderungen der Investoren in Spezialfonds eher mit denen der Geschäftsführung einer Aktiengesellschaft vergleichbar sind, da beide am Kapitalmarkt oder zumindest kapitalmarktnah agieren und deshalb auch vergleichbarer Regulierung und ähnlichen Rechnungslegungsstandards unterliegen. Anders gesagt: So wie die Aktiengesellschaft ihre Aktionäre mit hoch verdichteten Informationen bedient, so hat der Spezialfonds-Investor, sei er eine Versicherung, eine Pensionskasse, eine Stiftung oder selber eine Aktiengesellschaft, zwar eine Berichtspflicht gegenüber seinen Versicherten, Anlegern oder Treugebern, aber auch hier erfolgt die Information eher auf einer abstrakten und aggregierten Ebene.

Gemeinsam ist Aktionären und institutionellen Investoren aber, dass sich Transparenz auf Standardisierung reimt. Um an den Anfang dieses Beitrages zurück zu kommen: Wer Äpfel mit Birnen vergleicht, schafft keine Transparenz. Für die notwendige Transparenz über den gesamten Markt hinweg und zur Versorgung unterschiedlichster Reporting-Systeme ist deshalb Standardisierung der Schlüssel. ■■■■