

## Im Gespräch

# „Anleger zeigen sich weniger reserviert – die Türen öffnen sich weiter“

Eine Lanze für Real Estate Investment Trusts bricht Thomas Körfgin in unserem I&F-Redaktionsgespräch. Nicht ganz uneigennützig natürlich, denn sein Unternehmen bringt selbst derartige „Zwischenprodukte“ an die Börse. Ein REIT ist per Definition eine Kapitalsammelstelle für die Kapitalanlage im Immobiliensektor. Weltweit existieren – Stand 2016 – insgesamt 628 dieser an den Börsen notierter Vehikel. In Deutschland sind jedoch lediglich drei G-REITs (German REITs) an der Deutschen Börse notiert. Die aggregierte Marktkapitalisierung liegt bei etwa einer Milliarde Euro. Damit spielt der deutsche REIT-Markt international nur eine marginale Rolle. Der Investmentmanager erklärt, welche gesetzlichen Besonderheiten in Deutschland existieren und welche Gründe damals dafür ausschlaggebend waren. Auch die rechtliche Ausgestaltung in anderen Ländern kommt zur Sprache. Der Interviewpartner erläutert darüber hinaus, warum diese Anlagemöglichkeit seiner Auffassung nach nur formell als Aktie gilt, überwiegend buchhalterisch aber als Immobilie behandelt werden kann. Er erklärt, warum REITs hierzulande bislang ein Schattendasein führten und warum sich das seiner Meinung nach für institutionelle Investoren, aber auch für Privatanleger, ändern sollte. Bei geringerem Risiko gebe es eine hohe Korrelation zwischen REITs und direkten Immobilienmärkten.

Red.

**I&F** Herr Körfgin, was grenzt REITs von offenen und geschlossenen Fonds sowie weiteren Anlageformen ab?

Der REIT, also der Real Estate Investment Trust, ist eine Aktiengesellschaft, die an der Börse notiert ist und einzig und allein selbst in Immobilien investiert. Im Vergleich zu einem offenen Immobilienfonds kann ein REIT als täglich liquide Form einer Immobilie gesehen werden. Das heißt, investiere ich als Investor in einen REIT, so habe ich direktes Exposure in die Immobilie.

**I&F** Ist der REIT dann als Aktie oder als Immobilie zu sehen?

Der REIT ist die liquide Form der Immobilie. Spreche ich insbesondere mit deutschen Investoren, so sieht anfänglich ein Großteil den REIT der Assetklasse Aktie zugehörig. Grund: die kurzfristige Volatilität.

Doch bei genauerem Hinschauen entspricht eben diese Volatilität nahezu vollständig der Volatilität, die wir am Immobilienmarkt sehen. Vergleichen wir die Aktienkursschwankungen der britischen REITs mit den Preisschwankungen der britischen Immobilien anhand des IPD-Index, das ist die Investment Property Databank, und verschieben wir diese Kurve um 180 Tage, so sehen wir einen extrem vergleichbaren Verlauf, eine Korrelation, die bei etwa 90 Prozent liegt. Einen ebensolchen Vergleich kann man beispielsweise auch in den USA vornehmen. Das heißt, die Preise der zugrunde liegenden Immobilien bilden sich nahezu identisch wie die Kurse der REITs. Daher ist ein REIT de facto ein reines Immobilieninvestment.

Wir können auch ein weiteres Beispiel heranziehen. Schauen wir uns eine Immobilie wie den Opernturm in Frankfurt an. Besitzen Sie diesen in Ihrem eigenen Portfolio, ist er ganz klar den Immobilien zuzuordnen. Besitzen Sie den Opernturm in einem Immobilienfonds, ist er ebenfalls als Immobilie zu betrachten. Selbst, wenn man um diesen Immobili-

efonds herum noch eine Aktiengesellschaft bauen würde, bliebe es eine Immobilie. Wenn ich aber nun den Turm als IPO direkt an den Kapitalmarkt brächte, sollte es plötzlich eine Aktie sein? Das ergibt keinen Sinn. Was ich damit sagen will: Der REIT ist in meinen Augen klar als Immobilie zu sehen und nicht als Aktie.

**I&F** Ist ein REIT auch rechtlich von einer Aktie abgegrenzt?

Nein, rechtlich ist es eine Aktie.

**I&F** Was sind REITs buchhalterisch genau? Immobilien oder Aktien?

Wir beschäftigen uns bereits seit über einer Dekade von Jahren mit dem Thema REITs und kooperieren hierzu auch mit Wirtschaftsprüfern. Wir können in unseren REIT-Portfolios, die wir für unsere Investoren auflegen und verwalten, somit gut und belastbar analysieren, wie hoch die Anrechenbarkeit auf die Immobilienquote für deutsche Investoren ist, die nach HGB bilanzieren. Demnach sind mindestens 75 bis 85 Prozent des Portfolios auf die jeweilige Immobilienquote anrechenbar. Die verbliebenen 15 bis 25 Prozent fallen dann in die Aktienquote. Der Investor kann den REIT aber auch zu 100 Prozent auf die Aktienquote anrechnen lassen. Rechtlich ist es wie gesagt eine Aktie. Diese Flexibilität ist gegeben.

**I&F** Im Ausland erfreut sich diese Anlageform einer größeren Beliebtheit als in Deutschland. Woran kann das liegen? Wurde das Produkt bisher nicht genügend beworben?

Wir hatten insbesondere in der Vergangenheit eine Vielzahl extrem großer offener Immobilienfonds. Deutschland war jahrelang einfach nicht der ideale Standort für eine alternative Anlage im Immobilienbereich. Fälschlicherweise hatten Investoren auch immer wieder angenommen, dass die offenen Immo-

### Zur Person

#### Thomas Körfgin

Geschäftsführer, Savills Investment Management KVG GmbH, Frankfurt am Main



Quelle: Savills

bilienfonds stets liquide Formen von Immobilien seien. Später musste man dann allerdings erkennen, dass dies nicht der Fall war. Vor etwa zehn Jahren gab es eine sehr lange und vor allem zähe Diskussion um die Einführung des deutschen REIT. In Großbritannien, den USA aber auch Australien gibt es den REIT schon seit teilweise sechs Jahrzehnten. Nicht nur bei institutionellen Anlegern ist dort das Produkt beliebt und verstanden. In Australien beispielsweise besitzen 20 Prozent der Privatanleger für ihre Altersvorsorge REIT.

**I&F** **Aber trotz der gesetzlichen Möglichkeiten bleiben Investoren – gleich, ob institutionelle oder private – eher zögerlich. Sehen diese nach wie vor zu viele Risiken oder ändert sich die Sicht auf das Produkt langsam?**

Die Zögerlichkeit lässt nach – Anleger zeigen sich weniger reserviert. Insbesondere in den vergangenen zwei Jahren haben sich die Türen für das Produkt immer weiter geöffnet. Die Investoren wollen verstärkt wissen und auch verstehen, warum es bei REITs eigentlich geht und wo die Vorteile liegen.

Das Problem sind jedoch nach wie vor die kaum vorhandenen Produkte in Deutschland. Wir ändern dies gerade und werden im dritten Quartal dieses Jahres einen globalen REIT-Fonds an den Markt bringen.

Ich bin der festen Überzeugung, dass viele der Pensionskassen und Versicherer hierzulande in dieses Produkt investieren werden. Denn ein REIT-Fonds ist meines Erachtens nicht nur die liquide Form der Immobilie, sondern auch der bessere Dividendenfonds. Ich nenne Ihnen zwei Gründe: Erstens muss der REIT seine Gewinne im Gegensatz zu anderen Aktiengesellschaften nahezu vollständig an den Investor ausschütten. Bei „normalen“ AGs kann sich der Vorstand mit Hilfe der Hauptversammlung entscheiden, dass die Gesellschaft lediglich einen gewissen Prozentsatz an die Investoren weitergibt. Der REIT hat einen gesetzlichen Ausschüttungszwang.

Zweitens sind die Unternehmen durch diese Vorgabe extrem transparent. Denn wenn nahezu alle Gewinne ausgeschüttet werden, können jene danach nur

wieder über Kapitalerhöhungen weitere Immobilien erwerben und wachsen. Damit diese Kapitalerhöhungen erfolgreich sind, ist das Vertrauen der Investoren unverzichtbar. Dieses erhält man durch Transparenz und herausragende Corporate Governance. Die Gewinnausschüttung ist somit zweifelsohne einer der wesentlichen Vorteile. Darüber hinaus müssen die Gewinne bei REITs auf Unternehmensebene grundsätzlich nicht versteuert werden, sodass der Investor die Gewinne größtenteils brutto für netto erhält.

**I&F** **Kommt Ihnen zusätzlich die Niedrigzinsphase ein gutes Stück bei Ihrer Argumentation für den Kauf von REITs entgegen?**

Ja, natürlich. Die Niedrigzinsphase hilft allen Produkten, die einen nachhaltigen und relativ hohen Cashflow vorweisen.

Wir sprechen in unserem globalen REIT-Produkt etwa von ordentlichen Erträgen im Bereich von 5,5 Prozent.

**I&F** **Was passiert aber nun, wenn die Leitzinsen nach und nach zaghaft wieder angehoben werden? Fällt dann ein wichtiges Verkaufsargument weg?**

Nein. Bei einem vorsichtigen Anheben der Zinsen bekommen institutionelle Anleger weiterhin jeden Monat, jede Woche, jeden Tag Ausläufer aus dem Fixed-Income-Bereich zurück und die Jagd nach ordentlichen Erträgen verschärft sich weiterhin, denn diese Ausläufer rentieren sich noch wesentlich höher, als das, was auch bei einer leichten Zinserhöhung wieder reinvestiert werden kann.

Für REITs ist ein Zinsanstieg sogar positiv zu sehen, geht dieser doch mit einer wirtschaftlich guten Entwicklung einher. Und dies hat automatisch positive Effekte auf die Gewinne der Immobilienbestandhalter, denn die Mieten steigen. Das wirkt sich unmittelbar auf die Ergebnisse des REIT aus, die dann ausge-

**„Wir sprechen in unserem globalen REIT-Produkt etwa von ordentlichen Erträgen im Bereich von 5,5 Prozent.“**

schüttet werden. Es wird tendenziell dadurch eine nochmals höhere absolute Dividende bezahlt.

Phasen prognostizierbarer verhalten steigender Zinsen sind ganz klar die besten Zeiten für REITs. Die Unternehmen sind schließlich mittlerweile alle sehr konservativ finanziert, das heißt, sie haben kaum noch variable Bestandteile und Kredite mit sehr langer Laufzeit ab fünf Jahren – meist noch sehr viel länger – sodass hier kein direkter negativer Effekt auf die Gewinne durch höhere Zinszahlungen stattfindet. Das Schlechteste, was einem REIT passieren kann, ist, wenn die Zinsen nach einem langen Anstieg wieder fallen. Aber bis das geschieht, werden noch viele Jahre vergehen.

**I&F** **Warum sollte ein Investor nicht lieber gleich direkt in Immobilien investieren? Was sind die Vorteile des „Zwischenproduktes“ REIT im Vergleich?**

Sehr große Versicherer und Pensionskassen investieren auch direkt in Immobilien. Man sollte jedoch nie die Risikodiversifikation aus dem Auge lassen. Kleine und mittelgroße Pensionskassen sowie Versicherer sind damit überfordert. Bei einem REIT selber haben sie eine Diversifikation, da dieser REIT in sich in unterschiedlichste Immobilien investiert.

Die Investition in REITs ist die schnellste, die einfachste und die kostengünstigste Art, Immobilien-Exposure zu bekommen. Schnell und günstig, weil Investoren keine Due Diligence durchführen und die Immobilien suchen müssen, was derzeit unglaublich schwer ist. Auch muss keine spezielle Abteilung eingerichtet werden, die sich mögliche Kaufobjekte anschaut. Günstiger auch deshalb, weil keine hohe Grunderwerbssteuer anfällt. Sie können kurzfristig, wenn Sie Immobilien-Exposure benötigen, einen REIT oder unseren globalen REIT-Fonds am nächsten Tag an der Börse erwerben.

Bei einer strategischen Allokationsentscheidung für Immobilien durch Multi-Asset Manager rückt diese Anlageform auch wieder mehr in den Fokus. Diese

verstehen sehr wohl, um was es bei REITs geht, da sie den kontinuierlichen Cashflow der REITs über die garantierten Dividendenzahlungen sehen.

Nehmen wir ein Beispiel einer taktischen Entscheidung: Zum

derzeitigen Zeitpunkt soll, sagen wir, in belgische Büroimmobilien investiert werden. Nach einem halben Jahr wechselt diese taktische Entscheidung zu deutschen Shoppingcentern.

Wenn der Manager sich für Direktinvestitionen entscheidet, ist er überhaupt nicht flexibel. Zunächst einmal muss er lange suchen und dann muss er auch noch Grunderwerbssteuer bezahlen. Dasselbe dann in Deutschland.

Da ist er doch mit einem REIT viel besser bedient, der in Brüssel sein Büroexposur hat. Er kann zügig die Entscheidung fällen, an der Börse ein solches Produkt zu kaufen. Und dann verkauft er diesen REIT nach einem halben Jahr wieder und kauft in Deutschland ein entsprechendes Assetprodukt.

**I&F** Was passiert aber, wenn eine Dividende ausfällt? Das bedeutet doch auch, dass es keine REIT-Ausschüttung gibt, oder?

Theoretisch ja, aber das kann normalerweise beim REIT nicht geschehen. Dazu müssten sämtliche Mieterträge plötzlich wegbrechen. REITs haben jedoch viele Mieter und viele Immobilien, sodass es, falls ein Mieter ausfällt, natürlich auch einen negativen Effekt auf die Erträge hätte. Aber es hat keinesfalls einen so großen Effekt, dass die Dividende nicht ausgeschüttet würde. Unser Ansatz ist ausschließlich darauf ausgerichtet, ordentliche Erträge zu generieren und eine mindestens gleichbleibende absolute Dividende über die künftigen Jahre fließen zu lassen.

**I&F** Wo liegt der Unterschied in der rechtlichen und inhaltlichen Ausgestaltung von inländischen zu beispielsweise US-amerikanischen oder niederländischen REITs?

Es gibt kaum rechtliche Unterschiede. Überall müssen die Gewinne zum größten Teil ausgeschüttet werden. Da gibt es nur geringe Abweichungen bei dem genauen Anteil. Mal sind es 90, mal 80 Prozent. Alle haben eine Beschränkung

des Fremdkapitaleinsatzes. Mal sind es 50, mal 55 Prozent. Und schließlich gibt es zumeist die Steuerfreiheit auf der

Unternehmensebene. Insgesamt besteht eine große Vergleichbarkeit.

**„Wir sehen, dass REITs auch ohne Wohnungsgesellschaften Erfolg haben.“**

**I&F** Allerdings ist häufig zu hören und zu lesen, dass das deutsche REIT-Gesetz besonders restriktiv sei. Außerdem seien hier Stolpersteine zu finden, die mögliche Investoren abschrecken. Was könnten das Ihrer Meinung nach für Stolpersteine sein?

Es gab vor einiger Zeit in Deutschland Diskussionen, wie man Wohnimmobilien behandeln sollte. Das Ergebnis war, dass

man Wohnimmobilien in REITs gesetzlich aus-

geklammert hat. Begründung: Diese Wohnimmobilien werden möglicherweise nicht in ordentlichem Zustand gehalten.

In anderen Ländern gibt es diese Beschränkung nicht. Dass diese damalige Einschätzung der Gesetzgeber jedoch falsch war, sieht man am Erfolg der deutschen Wohngesellschaften, die auch ohne REITs erfolgreich sind. Den gleichen Aufschwung hätten diese Gesellschaften meiner Meinung nach auch in einem REIT genommen.

**I&F** Gibt es hierzulande Pläne, Wohnimmobilien zukünftig doch mit hinein zu nehmen?

Nein, solche Pläne existieren in Deutschland nicht.

**I&F** Sollte das deutsche Gesetz Ihrer Meinung nach angepasst werden?

Ich denke, man sollte diese Diskussion nicht neu aufnehmen, denn nun ist es dafür einfach zu spät. Rollte man das Thema wieder auf, würde ein Ergebnis vermutlich sehr

lange auf sich warten lassen – diese Zeit haben wir nicht. Wir sehen, dass REITs auch ohne Wohnungsgesellschaften Erfolg haben und Wohnungsgesellschaften ohne den REIT-Status in Deutschland.

**„Wir sind nicht abhängig von den Analysteneinschätzungen.“**

**I&F** Nach welchem Recht sind die REITs denn ausgestaltet, wenn Sie ausländische REITs in Ihren REIT-Fonds kaufen?

Dann sind diese REITs nach den gesetzlichen Vorgaben der jeweiligen Staaten gestaltet.

**I&F** Was sagen Sie Anlegern, die einen börsengehandelten Indexfonds (ETF) für die bessere Anlagealternative halten?

ETFs haben ihre Daseinsberechtigung überall dort, wo es liquide Indizes gibt. Beim Dax, beim Eurostoxx 50, beim S & P 500, um einige Beispiele zu nennen. Es gibt keinen vergleichbaren Index, der unserem Investmentansatz entspricht und es ist auch nicht abzu-

sehen, dass es etwas Sinnensprechendes in geraumer Zukunft geben wird.

Es gibt keine Benchmark, die darauf schaut, dass möglichst hohe ordentliche Erträge erzielt werden. Sämtliche Benchmarks und sämtliche Indizes schauen auf den Total Return einer Anlage; das heißt, darauf, wie sich die Kurse entwickeln.

Wir gehen einen anderen Weg: Für uns sind die Kurse das Ergebnis einer guten Unternehmenskultur. Wir haben keine Kursziele, sondern wir analysieren die Unternehmen. Wenn diese ihren eigentlichen Job gut machen, hierdurch gute Gewinne über ihre Mieterträge haben und dadurch eine hohe Ausschüttung, entwickeln sich die Kurse automatisch nach oben. Das ist ein komplett anderer Ansatz. Mit unserer erwarteten Ausschüttungsrendite von etwa 5,5 Prozent liegen wir in der Dividende zirka zwei Prozentpunkte höher als mögliche heranzuziehende REIT-Indizes.

**I&F** Nun konnte man an verschiedenen Stellen lesen, dass Hamborner und Alstria Office REIT nicht allzu optimal performt hätten. Beispielsweise

ist bei Alstria die Rede von einem Kursabschlag von durchschnittlich minus 0,3 Prozent pro Jahr. Beim Hamborner REIT bestehe gar ein stetiges Risiko einer Gewinnverwässerung durch eine Kapitalerhöhung, schreibt ein Analyst. Was sagen Sie zu derartigen Einschätzungen?

Wir sind nicht abhängig von den Analysteneinschätzungen, diese schauen sich zumeist nur den Total Return einer Aktie an. Kurzfristige Kursschwankungen kann niemand vorhersagen und man sollte diesen niemals eine zu hohe Bedeutung beimessen. Wenn Sie beispielsweise eine Wohnung besitzen, dann schauen Sie vermutlich auch nicht darauf, wie viel Ihre Wohnung wöchentlich wert ist. Sie haben vielmehr ein langfristiges Investment, für welches Sie Ihre Miete bekommen möchten. Bei Ihrem REIT möchten Sie ebenfalls primär eine auskömmliche Dividende bekommen und erst im zweiten Schritt Kursgewinne. Für viele Generalisten sind REITs fälschlicherweise ein Sektor des Aktienmarktes.

Wenn andere Sektoren sich vermeintlich besser in der Zukunft entwickeln sollten – dies dann zumeist jedoch auch mit einer höher erkaufte Volatilität – verkaufen diese automatisch den Immobilienbereich inklusive REITs. Das mag ein Grund für eine mögliche Underperformance sein. Wir entziehen uns durch unseren spezialisierten Ansatz jedoch dieser Art und Weise des kurzfristigen „Aktien-Hoppings“. Aber nehmen wir die von Ihnen erwähnte Alstria Office REIT AG. Diese hat derzeit eine Dividendenrendite von 4,4 bis 4,5 Prozent. Das ist im Vergleich zu anderen deutschen Dividenden sicherlich attraktiv, im Vergleich zu vielen globalen REITs jedoch relativ niedrig. Seitens der Analysten gibt es hier eine große Bandbreite an Kurserwartungen, die über 30 Prozent auseinanderliegen. Wir sind – wie eben gesagt – glücklicherweise nicht abhängig von Analysten und setzen seit über zehn Jahren unsere Team-Expertise ein. Nur selten sind Analysten bereits über einen solch langen Zeitraum als Marktbeobachter tätig.

## **I&F** Zum Abschluss eine Prognose von Ihnen: Wo wird der deutsche REIT-Markt in zehn Jahren stehen?

Er wird dann immer noch weit hinter dem europäischen und globalen REIT-Markt zurückliegen. Der eine oder andere neue REIT mag auf den hiesigen Markt gekommen sein. Die Zahl wird jedoch immer noch überschaubar sein. Was sich jedoch massiv entwickelt haben wird, sind Investitionen von Anlegern in REIT-Produkte, da die Vorteile im Hinblick auf ordentliche Erträge, Kursperformance und abgedämpfter Volatilität in den Vordergrund gerückt sind.

## **NEU** in der zeb-Managementreihe

*Die Managementreihe des zeb steht für wissenschaftlich fundierte und praxisrelevante Informationen aus dem Bankbereich.*

Bernd Rolfes als maßgeblicher Gründer des zeb hat das Unternehmen aus kleinsten Anfängen mit aufgebaut, entscheidend geprägt und zusammen mit vielen anderen Gesellschaftern zu der heute größten Beratungsgesellschaft mit Fokussierung auf den Finanzdienstleistungssektor entwickelt. Ihm zu Ehren wurde von zahlreichen Fachkollegen und ehemaligen Schülern diese umfangreiche Festschrift anlässlich seines 60. Geburtstags zusammengestellt.

Die Sammlung interessanter und hochaktueller Beiträge zeichnet sich nicht nur durch die Verarbeitung von Theorien, sondern auch durch die Verknüpfung mit der unternehmerischen Praxis aus. Betrachtet werden grundlegende strategische Entwicklungen in der Finanzdienstleistungsindustrie, Aspekte der Banksteuerung, Fragestellungen des Vertriebs, der Produkt- und Preispolitik, der Prozessoptimierung und des Personalmanagements.

### **Aktuelle Entwicklungslinien in der Finanzwirtschaft**

Festschrift zum 60. Geburtstag von Bernd Rolfes  
Herausgegeben von  
Stefan Kirmße und Stephan Schüller  
Managementreihe des zeb Band 5 Teil 1 und 2.  
2017. 1120 Seiten, gebunden, 86,00 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0868-9.



**Fritz Knapp Verlag | 60553 Frankfurt/Main**

Postfach 70 03 62 | Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00

E-Mail [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de) | [www.kreditwesen.de/buecher](http://www.kreditwesen.de/buecher)