

Expo Real Special

Indirekte Immobilienanlage in Deutschland: Welche Perspektiven hat der Geschlossene Immobilienfonds?

Das Platzierungsvolumen der Geschlossenen Fonds war im vergangenen Jahr deutlich rückläufig. Doch gemessen an anderen Assetklassen hatten Geschlossene Immobilienfonds mit einem Minus von rund acht Prozent fast noch eine Sonderkonjunktur. Gängige Erklärungsversuche wie die Scheu vor der Langfristigkeit oder die geringe Risikobereitschaft hält der Autor für wenig überzeugend. Und auch bei dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) als neuen Rechtsrahmen hat er Defizite ausgemacht. So will er die Geschlossenen Fonds eher in die Nähe von unternehmerischen Beteiligungen als von Investmentfonds gerückt wissen. Nachjustierungen erhofft er sich in den Fragen der Begrenzung der zulässigen Fremdkapitalquote auf 60 Prozent des Fondsvolumens und der Eigenkapitalausstattung im Rahmen der AIFM-Umsetzung. (Red.)

Indirekte Immobilienanlagen spielen in Deutschland traditionell eine große Rolle: Während die Deutschen mit einer Wohnimmobilienquote von nur 43 Prozent deutlich abgeschlagen hinter Ländern wie Spanien, Großbritannien, den USA und Frankreich liegen, haben sie Milliardenbeträge indirekt an den Immobilienmärkten investiert. Allein das in Geschlossene Immobilienfonds investierte Kapital beläuft sich auf mehr als 220 Milliarden Euro, dazu kommen noch einmal rund 82 Milliarden Euro in Offenen Immobilienfonds. Rechnet man die Immobilien-Spezialfonds und die börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften dazu, so ergibt sich ein Gesamtinvestitionsvolumen von derzeit rund 358 Milliarden Euro.

Angesichts der aktuellen Entwicklung stellt sich jedoch die Frage nach den Zukunftsperspektiven der einzelnen Anlageformen. Dies gilt insbesondere für den Geschlossenen Immobilienfonds, der durch die Umsetzung der AIFM-Richtlinie besonders starken Veränderungen

unterworfen ist. In den zurückliegenden Jahren waren die Platzierungsvolumina Geschlossener Fonds stark rückläufig. So wurden im Jahr 2012 insgesamt nur rund 4,5 Milliarden Euro Eigenkapital in Geschlossene Fonds investiert. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutete dies einen Rückgang um 23 Prozent, der sich allerdings keineswegs gleichmäßig über alle Assetklassen verteilte. Während das Platzierungsvolumen bei Schiffsfonds, Flugzeugfonds und Private-Equity-Fonds um 49, 50, beziehungsweise 53 Prozent einbrach, fiel der Rückgang bei den Geschlossenen Immobilienfonds mit acht Prozent relativ moderat aus.

In Deutschland investierende Fonds erreichten mit 2,05 Milliarden Euro einen Anteil von 46 Prozent am gesamten investierten Eigenkapital des Jahres 2012; die Auslandsimmobilienfonds mit 730 Millionen Euro kamen auf 16 Prozent.

Erklärungsversuche

Für die rückläufigen der Platzierungsvolumina werden mehrere Erklärungen angeführt, die allerdings nur bedingt zu überzeugen vermögen. So heißt es beispielsweise häufig, Anleger scheuten nach der Finanzkrise vor langfristigen Investments zurück. Dem steht allerdings entgegen, dass sich Direktinvestments in Immobilien – vor allem in Eigentumswohnungen und Zinshäuser – aktuell so großer Beliebtheit erfreuen wie kaum jemals zuvor. Auf eine Furcht vor langfristigen und wenig fungiblen Investments deutet dies in keiner Weise hin.

Auch das Argument, Anleger seien wegen der Finanz- und Eurokrise risikoavers und zahlten ihr Geld lieber auf das Spargbuch oder in andere vermeintlich „sichere“ Anlagen ein, wird häufig genannt. Vor einigen Jahren, unmittelbar nach der Finanzkrise, mag das für einen gewissen Zeitraum gegolten haben, aber inzwischen trifft dies nicht mehr zu. Das zeigt insbesondere die Nachfrage nach Aktienfonds oder auch nach anderen riskanteren Anlagen, die gegenwärtig so hoch ist wie lange nicht mehr.

Angesichts dessen ist zu diskutieren, was neben möglichen äußeren Einflüssen zu den Schwierigkeiten geführt hat, mit denen der Geschlossene Fonds als Produktgattung heute zu kämpfen hat. Dabei sollte nicht übersehen werden, dass diese Schwierigkeiten zu einem guten Teil „hausgemacht“ sind und darauf beruhen, dass in der Vergangenheit bestimmte Probleme immer wieder für Diskussionen sorgten und das Image der Produktgattung beeinträchtigt haben.

Zudem war das Produkt bis vor Kurzem nicht voll reguliert und damit als Teil des „Grauen Kapitalmarkts“ stigmatisiert. Daher wurde immer wieder ein umfassender rechtlicher Rahmen für Geschlossenen Fonds gefordert.

Ein solcher Rahmen ist nun mit dem im Juli 2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) geschaffen worden. Vorab sei bemerkt, dass ein so umfassendes Regulierungsvorhaben wie die Umsetzung der AIFM-Richtlinie eine sehr gute Chance geboten hätte, bestehende Probleme bei einzelnen Anlageformen zu lösen und strukturelle Fehler zu beheben. Diese Chance ist in Deutschland allerdings vertan worden. Denn statt Probleme zu lösen, werden sie durch den hierzulande gewählten Weg zum Teil noch verschärft, weil spezifische Besonderheiten der einzelnen Anlageformen ignoriert wurden.

Wenngleich einige neue Regeln für indirekte Immobilienanlagen durchaus sinnvoll sind, bergen andere erhebliches neues Problempotenzial. Zudem fehlen wichtige Regeln, die man bei dieser Ge-

Der Autor

Friedrich Wilhelm Patt

Sprecher der Geschäftsführung,
Hannover Leasing GmbH & Co. KG,
Pullach



legenheit sehr gut hätte einführen können. Dies sollen im Folgenden einige Beispiele illustrieren, wobei den Problemlösungsansätzen der Regulierungsmaßnahmen jeweils die zu erwartenden Auswirkungen und mögliche Alternativen gegenübergestellt werden.

So ist es beispielsweise irreführend, Geschlossene Fonds – die im eigentlichen Sinne keine Fonds sind, sondern unternehmerische Beteiligungen – mit anderen Fondsprodukten wie Investmentfonds oder Offenen Immobilienfonds in die gleiche oder zumindest eine ähnliche Kategorie einzuordnen. Denn dabei wird das idealtypische Grundprinzip des Geschlossenen Fonds negiert. Dieses beinhaltet eine große Nähe zum Direktinvestment, den Charakter einer unternehmerischen Beteiligung, die gemeinsame Investition in eine oder mehrere konkret beschriebene Immobilien und eine hohe Transparenz durch detaillierte Angaben zum jeweiligen Anlageobjekt im Prospekt. Hinzu kommt, dass der Initiator durch das „Anbinden“ der entsprechenden Assets ein primäres Investitionsrisiko eingeht, was bei allen Blind-Pool-Konzeptionen nicht eingegangen wird.

Neben der fehlenden Wahrnehmung dieser Wesensmerkmale des Geschlossenen Fonds ergeben sich im Rahmen der Regulierung zahlreiche weitere Probleme. So sind die häufig relativ hohen Upfront-Gebühren aufgrund hoher Vertriebsprovisionen zweifellos ein berechtigter Kritikpunkt. Hier wurde im Rahmen der Regulierung keinerlei Beschränkung eingeführt, obwohl dies durchaus sinnvoll gewesen wäre. Die Vertriebe sind lediglich verpflichtet, die Anleger über erhaltene Provisionen aufzuklären. Damit wird der Vertrieb von Fonds mit hohen Upfront-Gebühren allenfalls erschwert, aber nicht unterbunden. Auch die Mög-

lichkeit, den Vertrieb von „Schrottprojekten“ oder „Ladenhütern“ durch besonders hohe Provisionen zu forcieren, ist nach wie vor gegeben. Eine Begrenzung der Provisionshöhe würde dazu führen, dass Initiatoren Produkte mit ungenügender Qualität vermutlich nicht mehr über die bisherigen Vertriebskanäle platzieren könnten und gezwungen wären, sie – gegebenenfalls auch mit Verlust – anderweitig zu veräußern.

Begrenzung der zulässigen Fremdkapitalquote unzureichend

Die Begrenzung der zulässigen Fremdkapitalquote auf 60 Prozent des Fondsvolumens löst nicht das Problem, dass Anleger in Sondersituationen eventuell zu Nachschüssen herangezogen werden. Sinnvoller als eine Begrenzung der anfänglichen Fremdkapitalquote wäre eine Lösung gewesen, die eine Mindesttilgung verbindlich vorschreibt, denn allein auf diesem Weg kann der notwendige Handlungsspielraum für Sondersituationen gewonnen werden.

Ein weiterer Kritikpunkt bei Geschlossenen Fonds ist, dass Initiatoren häufig die Produkte aufgelegt haben, die gerade en vogue waren – unabhängig davon, ob sie über entsprechende detaillierte Asset-Kenntnisse verfügten oder nicht. Dem sollte die Kataloglösung des ersten KAGB-Gesetzesentwurfes entgegenwirken, die allerdings nicht beibehalten worden ist. Somit ist auch dieses Problem weiterhin ungelöst. Es ist zu hoffen, dass die BaFin Genehmigungen nur erteilen wird, wenn sichergestellt ist, dass ein ausreichendes Asset-Know-how gegeben ist.

Last but not least ist auch das Problem der Eigenkapitalausstattung im Rahmen

der AIFM-Umsetzung nur unzureichend gelöst worden. Zwar wird nunmehr ein Anfangskapital von mindestens 300 000 Euro für interne Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) und von mindestens 125 000 Euro für externe KVG vorgeschrieben, doch zusätzliche Eigenmittel werden erst von einem Fondsvolumen von 250 Millionen Euro an gefordert und sind dann zudem auf höchstens zehn Millionen Euro begrenzt. Setzt man dies ins Verhältnis zu den in der Praxis realisierten Fondsvolumina, dann ist ein solches Eigenkapital-Engagement des Initiatoren als zu gering einzuschätzen. Wirkungsvoller wäre an dieser Stelle eine Mindesteigenkapitalausstattung von beispielsweise rund zehn Millionen Euro gewesen.

Nachjustierung erwünscht

Es bleibt zu hoffen, dass in nächster Zeit in der Anwendungspraxis der neuen Regelungen noch einiges nachjustiert werden kann. Bei allen Diskussionen um die Regulierung und um die richtige „Verpackung“ von Anlageprodukten sollte jedoch nicht der Inhalt aus dem Blick geraten. Der Erfolg aller Immobilienanlageprodukte hängt von zwei Faktoren ab – von der Qualität des Investitionsobjekts und von der Qualität des Asset-Managements. Beide Aspekte sind in der Vergangenheit oft zu wenig berücksichtigt worden. Deshalb sollte die Branche sich künftig noch wesentlich stärker als bisher auf die sorgfältige Auswahl der Immobilien und auf deren professionelles Asset-Management fokussieren, – ganz unabhängig davon, ob es sich um Immobilienaktiengesellschaften, Offene Immobilienfonds oder Geschlossene Immobilienfonds handelt.

mmmm

MONEREO MEYER MARINELLO
Abogados

Spanien im Aufwind
Nutzen Sie die Gut-Wetterlage

Qualität, Engagement, Kompetenz und 20 Jahre Erfahrung im grenzüberschreitenden Rechtsverkehr mit Spanien

Transaktionsbegleitende Rechtsberatung beim Erwerb von Immobilien, gestörten oder bedienten Hypothekenkrediten oder weiteren *Opportunities*, die spanische Banken derzeit „plagen“.

Immobilien- und Baurecht · Gesellschaftsrecht · Steuerrecht · Finanzierungen

www.mmmm.net

MADRID · Stefan Meyer
Tel. +34 91 319 96 86 · mad@mmmm.es

BARCELONA · Philipp Kirchheim
Tel. +34 93 487 58 94 · bcn@mmmm.es

PALMA DE MALLORCA · Antonio C. Jiménez Abraham
Tel. +34 971 71 70 34 · pm@mmmm.es