

# Denkanstöße

iddiw Hefte zur deutschen Immobilienwirtschaft

## Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs

- REITs als adäquate Investitionsalternative
- Kapitalerhöhungen in Zeiten des Umbruchs
- Neuregulierung und ihre Auswirkungen auf Immobilienanlageprodukte



## „Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs“



Prof. Dr. Nico B. Rottke  
(Präsident iddiw)

### Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

Vor Ihrem Auge erscheint die zweite Ausgabe unserer „Denkanstöße – iddiw Hefte zur deutschen Immobilienwirtschaft“, die wir als iddiw Institut der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V. herausgeben. Dies erstmalig in Kooperation mit der THOMAS DAILY GmbH, die mit ihrem morgendlichen Newsletter alltäglich etwa 20.000 Immobilienprofessionals erreicht. Wir freuen uns sehr darüber, dass wir dadurch eine noch höhere Sichtbarkeit unserer „Denkanstöße“ erreichen.

Für diese Ausgabe, die unter dem Titel „Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs“ steht, haben wir wieder drei prominente Autoren gewinnen können. Dr. Rüdiger Mrotzek, Vorstand der Hamborner REIT AG, gibt uns einen interessanten Marktüberblick und stellt Real Estate Investment Trusts als mögliche Investitionsalternativen dar. Prof. Dr. Dirk Schiereck vom Fachgebiet Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt sowie Christian Happ, der Geschäftsführer des TAG Center for Real Estate Asset Management am Fachgebiet, schreiben über Kapitalerhöhungen in Zeiten des Umbruchs. Der Vorstandssprecher der CommerzReal AG, Dr. Andreas Muschter, gibt uns zum Abschluss einen Überblick über die Auswirkungen der neuen Regulatorik auf Immobilienanlageprodukte. Wir bedanken uns ganz herzlich bei den Autoren für die jeweiligen Beiträge und interessanten Einblicke.

Mit den „Denkanstößen“ wollen wir namhafte Vertreter aus Wirtschaft, Wissenschaft und Politik motivieren, uns ihre Sicht auf ein vom iddiw diskutiertes Thema zu schildern. Dies folgt unserem Leitgedanken, die Entscheidungsträger aus Immobilienwirtschaft, Wissenschaft und Politik zu verbinden, um einen neutralen fachlichen Austausch auf Augenhöhe zu ermöglichen. Sei es durch die „Denkanstöße“, unsere Discovery Foren oder Politische Salons.

Das iddiw wird sich in der nächsten Zeit, gemeinsam mit unserem Mitglied Deutsche Reihenhaus AG, zuvorderst den Themen Bestandsrenovierung und Förderpolitik widmen. Jeder ist dabei herzlich eingeladen, mit uns in den Dialog zu treten. Wir freuen uns Ihre Einschätzungen, Ideen und Anregungen.

Herzliche Grüße und Danke für Ihr Interesse

Ihr

Prof. Dr. Nico B. Rottke  
iddiw Präsident



Dr. Rüdiger Mrotzek

**Dr. Rüdiger Mrotzek**

(Hamborner REIT AG)

### **Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs - REITs als adäquate Investitionsalternative**

Auf dem Investmentmarkt wirken viele Kräfte, wie beispielsweise der demographische Wandel oder regulatorische Änderungen, ein. REITs sind per Gesetz eigenkapitalstark und durch ihre Börsennotierung für Anleger sehr transparent. Sie sind auch allen regulatorischen Anforderungen gewachsen. Es wird also Zeit, dass die im Ausland anerkannte Assetklasse auch in Deutschland mehr Gewicht erhält.

**S. 4**



Prof. Dr. Dirk Schiereck

**Prof. Dr. Dirk Schiereck,**

(Professor am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt)

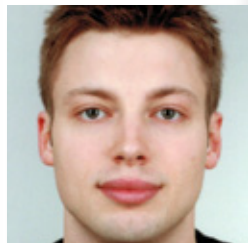
**Christian Happ**

(Geschäftsführer des TAG Center for Real Estate Asset Management am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung der Technischen Universität Darmstadt)

### **Kapitalerhöhungen in Zeiten des Umbruchs**

Über 50 Jahre hinweg war stabil zu beobachten, dass der Markt für Eigenkapital nur in Aufschwungzeiten rege in Anspruch genommen wurde. Seit Beginn der Subprimekrise ist eine kaum nachlassende Anzahl an Transaktionen zu verzeichnen, die es so noch nicht gab.

**S. 5**



Christian Happ

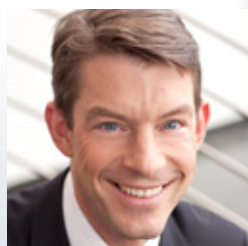
**Dr. Andreas Muschter**

(Sprecher des Vorstands der Commerz Real AG)

### **Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs – oder die Neuregulierung und ihre Auswirkungen auf Immobilienanlageprodukte**

Die Nachfrage am Immobilienmarkt wird vor allem durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung und dem grundsätzlichen Bedürfnis nach nachhaltig solidem Vermögensaufbau getrieben. Professionell konzipierte und gesteuerte Sachwertanlagen haben deshalb Hochkonjunktur. Der limitierende Faktor für Fondsmanager wird dabei nicht das neue KAGB, sondern ein geringes Angebot an Core-Assets zu angemessenen Preisen sein.

**S. 7**



Dr. Andreas Muschter

# Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs - REITs als adäquate Investitionsalternative

**Das Jahr 2007 war für die Immobilienwirtschaft in vielfacher Hinsicht einschneidend. Während in den Jahren zuvor weitverbreitet starke Euphorie herrschte, Transaktionsvolumen und Preise auch getrieben durch günstige Finanzierungsbedingungen Höchststände verzeichneten, stürzte das Platzen der Immobilienblase, die Finanz- und anschließende Weltwirtschaftskrise die Branche in tiefe Depression.**

Nunmehr – sieben Jahre später – scheint diese Phase endgültig überwunden. Die deutsche Wirtschaft floriert, das Zinsniveau ist auf historisch niedrigem Niveau, Liquidität ist im System reichlich vorhanden und sucht rentable Anlage. „Real Estate Investments“ – direkt oder indirekter Art – rücken wieder verstärkt in den Fokus. Kehren wir damit wieder zurück zu den „guten alten Zeiten“? Haben wir allmählich wieder eine vergleichbare Situation wie in den Jahren vor 2007? Wohl - und auch hoffentlich - kaum, denn so trivial es auch klingt: „Die Zeiten haben sich geändert. – Wir befinden uns in einem anhaltenden Prozess des Umbruchs.“

## Felder des Umbruchs

Insbesondere nachfolgend kurz anskizzierte vier Aspekte scheinen mir von hoher Relevanz für „Real Estate Investments“:

### I Demographischer Wandel und Reurbanisierung

Der demographische Wandel ist zwar wenig überraschend, gleichwohl besteht die Gefahr, seine Auswirkungen nicht angemessen oder sogar falsch einzuschätzen. Dies kann zu Fehlallokationen immobilienwirtschaftlicher Investitionen führen. Beispielhaft genannt sei die Reurbanisierung. Bei sinkender Gesamtbevölkerungszahl wachsen attraktive Städte mit der Folge steigender Wohnungsnachfrage und anziehender Mieten. Auch der Einzelhandel profitiert von der Renaissance ausgewählter Innenstädte. Ländliche Gebiete und wirtschaftlich schwache Regionen hingegen verlieren Einwohner und Kaufkraft mit entsprechenden Auswirkungen auf Leerstände und Preise sowohl für Wohn-, als auch Gewerbeimmobilien. Mehr denn je ist daher eine differenzierte Betrachtung bei „Real Estate Investments“ notwendig. Pauschalierungen können zu Fehlentscheidungen führen: Köln und Düsseldorf – Oberhausen und Gelsenkirchen, verkehrstechnisch entlang der A2/A3 nicht weit entfernt, immobilienwirtschaftlich Lichtjahre auseinander.

### II Marktseitige Änderungen

Märkte, Gewohnheiten, Konsumverhalten sind in Bewegung, ändern sich und beeinflussen auch die Nachfragepräferenz der Investoren nach einzelnen Assetklassen. Während vor 2007 der Bürosektor im Mittelpunkt stand, gerieten in den letzten Jahren Wohnimmobilien verstärkt in den Fokus der Anleger. Dieser Trend hält zwar an, jedoch rücken in letzter Zeit auch immer mehr Einzelhandelsimmobilien – Highstreet Objekte und großflächige Einzelhandelsobjekte – in

den Blickwinkel. Zum Teil sind diese Nachfragepräferenzen zyklisch bedingt. Unabhängig, welche Assetklasse jedoch gerade en vogue ist, gilt es, die Veränderungen und Umbrüche im Marktumfeld jeder Assetklasse bei Investitionsentscheidungen mit zu berücksichtigen. Beispielhaft genannt seien das Thema Nachhaltigkeit im Bürobereich oder im Einzelhandelssektor marktseitige Themen wie Auswirkungen des E-commerce auf einzelne Branchen, auf Wettbewerb und Flächennachfrage.

E-commerce hat mittlerweile einen Anteil von ca. 10 % am gesamten Einzelhandelsumsatz, Tendenz steigend. Gleichwohl muss der stationäre Einzelhandel nicht zwangsläufig negativ betroffen sein, Stichwort in diesem Zusammenhang z. B. „multi channel-approach.“ Insgesamt hat in den letzten zehn Jahren die Verkaufsfläche im Einzelhandel auch nicht abgenommen, sondern um rd. 7 % zugenommen. Das Verkaufsflächenwachstum betraf dabei in erster Linie Fachmärkte, Lebensmitteldiscounter und innerstädtische Shopping-Center, während traditionelle Warenhäuser und alteingesessene Fachgeschäfte eher auf dem Rückzug sind. Für langfristige „Real Estate Investments“ ist auch hier wieder eine differenzierte Betrachtung je Segment mit Berücksichtigung jeweiliger Marktveränderungen von Bedeutung.

### III Regulatorische Änderungen

Bisher möglicherweise unterschätzt und in ihrer Gesamtheit nicht absehbar sind die Auswirkungen der unterschiedlichen in Kraft getretenen oder noch zu erwartenden gesetzlichen Regulierungen. Als Folge der Finanzkrise wurden europaweit sicherlich auch notwendige Reformen angeschoben. Die Fülle der einzelnen Regulierungswerke hat jedoch ein derartiges Ausmaß angenommen, dass Wechselwirkungen wahrscheinlich aber mittlerweile völlig unüberschaubar sind und zahlreiche Interpretations- und Praxisprobleme auftreten: Solvency II, Basel III, Umsetzung der AIFM-Richtlinie, EMIR und Finanztransaktionssteuer seien als Stichworte genannt. All diese Regulierungen wirken sich auf Immobilieninvestments und/oder deren Finanzierung aus. Je nach Betroffenheit wird auch die relative Vorteilhaftigkeit alternativer Anlageentscheidungen beeinflusst, so z. B. von Immobilienfonds versus Immobilienaktiengesellschaften im Bereich der indirekten Anlage.

### IV Risikoeinstellung der Investoren

Einen weiteren Umbruch gibt es hinsichtlich der Anlagepräferenzen und Risikoeinstellung der Investoren. Hatten sie vor der Krise insbesondere den Anspruch auf möglichst hohe Renditen – wobei allerdings teilweise das damit verbundene Risiko ausgeblendet wurde – befinden sich derzeit Core-Produkte weit oben auf der Beliebtheitsskala. Nach den Erfahrungen der Vergangenheit steht bei vielen Investoren im Zweifelsfall Sicherheit im Vordergrund. In einem Niedrigzinsumfeld und mangels gut verzinslichen Alternativen akzeptieren sie niedrigere Renditen, d. h. „Core“ statt „Value-add.“ „Sicherheit ist Trumpf. Boring is beautiful“ – noch vor wenigen Jahren eine kaum vorstellbare Einstel-



lung insbesondere angelsächsisch geprägter institutioneller Investoren.

### V Investitionsstrategien in Zeiten des Umbruchs

Welche Strategien bieten sich infolge der gezeigten Umbrüche an und welche Schlussfolgerungen sind zu ziehen? Auch wenn es keine singuläre dominante Handlungsempfehlung gibt, stellt für einen sicherheitsorientierten Anleger unter Berücksichtigung der vorstehend kurz skizzierten Umbrüche die Investition in einen „Real Estate Investment Trust (REIT)“ im Bereich der indirekten Anlagen eine gute Alternative dar. Die HAMBORNER REIT AG beispielsweise ist mit 70 Immobilien in 52 Städten vertreten, hat ein gut diversifiziertes Immobilienportfolio mit einem Verkehrswert von rd. 690 Mio. Euro und generiert mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von ca. 7 Jahren stabile und gut prognostizierbare Mietcashflows.

Als Standortkriterium bevorzugt die Gesellschaft insbesondere auch die sogenannten B Standorte. Entscheidend bei der Auswahl sind Städte mit einer gesunden demographischen und ökonomischen Entwicklung. In Deutschland gibt es aktuell 76 Städte mit mehr als 100.000 Einwohnern. Dies eröffnet Investitionsmöglichkeiten weit über die „Big Seven“ hinaus und unterscheidet den deutschen Immobilienmarkt strukturell auch grundlegend von den Gegebenheiten in Großbritannien oder Frankreich. Vorteil einer Investition in einer B-Stadt ist u. a., dass Mietpreis- und Wertentwicklung weniger volatil als in den „Big Seven“ sind bei vergleichsweise höheren Renditen. Zwar sind beispielsweise im Bürobereich Fungibilität und Transaktionsvolumen in B-Städten im Vergleich zu den A-Städten geringer, dafür wird weniger spekulativ gebaut und die Leerstandsquoten

sind häufig niedriger. Die Herausforderung besteht darin, die wirtschaftlich langfristig gesunden Städte herauszufiltern, um „Überrenditen“ zu erzielen. Investitionen in A-Lagen in B-Städten ist daher eine Strategie, die nachhaltig stabile Cash-flows generiert und unter Risikoaspekten einer Strategie der Investition in B-Lagen in A-Städten durchaus überlegen sein kann.

### Fazit und Ausblick

REITs, die per Gesetz eigenkapitalstark und auf Unternehmensebene von der Körperschaft- und Gewerbesteuer befreit sind, haben ein auf Gewerbeimmobilien ausgerichtetes Geschäftsmodell und unterliegen einer Mindestauschüttungsverpflichtung. Bezogen auf den Jahresschlusskurs beläuft sich beispielsweise die Dividendenrendite bei der HAMBORNER REIT AG auf 5,4 %. Nicht zuletzt aufgrund ihrer Börsennotierung sind REITs für den Anleger sehr transparent und allen regulatorischen Anforderungen gut gewachsen. In Bezug auf das aufstrebende Retailsegment ist HAMBORNER als Bestandhalter zu zwei Drittel in diesem Bereich investiert, hierbei zu etwa gleichen Teilen in Highstreetobjekte und großflächige Einzelhandelsimmobilien. Im Ausland sind REITs seit langem eine anerkannte Assetklasse. Gerade in Zeiten des Umbruchs wäre es wünschenswert, dass diese Assetklasse auch in Deutschland zukünftig mehr Gewicht hätte. Vieles spricht für eine solche Entwicklung!

#### Über den Autor

Dr. Rüdiger Mrotzek, Vorstand der Hamborner REIT AG

Prof. Dr. Dirk Schiereck und Christian Happ

## Kapitalerhöhungen in Zeiten des Umbruchs

**Die Zeiten, sie ändern sich. Die Platitude ist paradoxerweise zeitlos und trifft mit Blick auf Kapitalerhöhungen europäischer Immobilienunternehmen bemerkenswert gut zu. Während über 50 Jahre hinweg stabil zu beobachten war, dass der Markt für Eigenkapital nur in Aufschwungzeiten rege in Anspruch genommen wurde, so ist seit Beginn der Subprimekrise eine kaum nachlassende Anzahl an Transaktionen zu verzeichnen, die es so noch nicht gab.**

Durch die in der Finanzkrise entstandene Vertrauenskrise sowie massive Abschreibungen auf immobilienbezogene Wertpapiere und Vermögensgegenstände verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen der Immobilienwirtschaft nach 2007 zwar dramatisch und brachten europäische Immobiliengesellschaften auf dem gesamten Kontinent ins Wanken, aber der Kapitalmarkt blieb offen. Seitens der Banken gab es keine große Unterstützung: Universalbanken hatten auch in Deutschland mit

eigenen Problemen zu kämpfen, und spezialisierte Immobilienfinanzierer wie die Hypo Real Estate sowie die Eurohypo mussten selbst gerettet und in Bad Banks umgewandelt werden. Auch die Eigenkapitalgeber zogen in diesem Marktumfeld massiv ihr Geld ab. Institutionelle wie auch Privatanleger suchten „sichere Häfen“ und mieden oft die in Verruf geratene Immobilienbranche. Etliche große Unternehmen, wie die deutsche IVG Immobilien AG oder die spanischen Gesellschaften REYAL Urbis und Martinsa Fadesa konnten sich in diesem Umfeld nicht mehr halten und mussten während oder nach der Krise Insolvenz anmelden.

Dennoch ist es der Mehrheit der Immobilienunternehmen gelungen, die Krise recht stabil zu überstehen. Gedämpft von einigen kleineren Rückschlägen haben sich die Aussichten und das Vertrauen in die Branche stetig verbessert, und auch die Eigenkapitalgeber blieben dem Markt nie ganz fern. Dies äußert sich in steigenden Börsenkursen einzelner Immobilienunternehmen wie auch einschlägiger Bran-

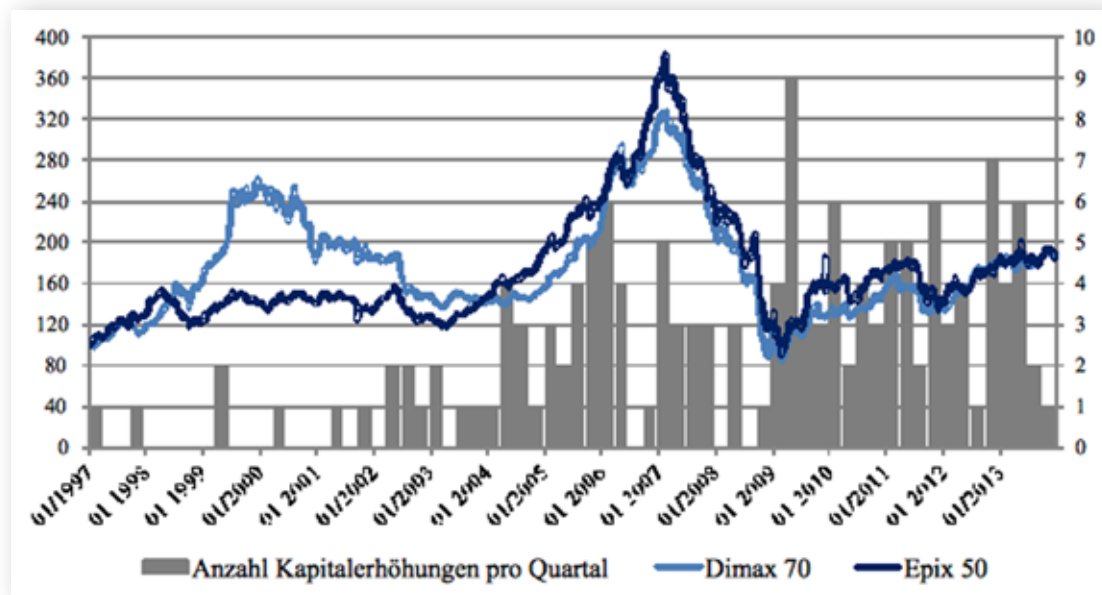


Abb. 1: Kapitalerhöhungen der Dimax70- und Epix50-Unternehmen sowie Performance dieser beiden Indizes zwischen 1997 und 2013

chenindizes. Zudem können börsennotierte Immobilienkapitalgesellschaften im Gegensatz zur Zeit nach dem Platzen der Internetblase im Jahr 2000 auf das Instrument der Kapitalerhöhung zurückgreifen, um ihren Finanzierungsbedarf zu decken, wie Abbildung 1 veranschaulicht. Die Abbildung zeigt die Performance des deutschen Immobilienindex Ellwanger & Geiger (E&G) Dimax 70 sowie seines europäischen Pendantes E&G Epix 50 zusammen mit der Anzahl an Kapitalerhöhungen pro Quartal der in den Indizes enthaltenen Unternehmen. Es ist ersichtlich, dass die Zahl der Kapitalerhöhungen parallel zum Absturz der Immobilienindizes seit Mitte 2006 zurückging. In kaum einem Quartal führte aber nicht zumindest eine der über 100 untersuchten Immobiliengesellschaften eine Kapitalerhöhung durch. Schon seit Mitte des Jahres 2009 scheint die schwierige Phase ganz überwunden, und die Unternehmen beschaffen sich wieder in größerer Zahl Eigenkapital am Markt.

Trotz des Aufschwungs des Immobiliensektors ist eine Kapitalerhöhung nicht unbedingt eine gute Nachricht für die renditeorientierten bestehenden Altaktionäre eines Unternehmens. In der Theorie existieren mehrere Erklärungsansätze dafür. Führt ein Unternehmen eine Bezugsrechtsemission durch, müssen die Altaktionäre Geld aufwenden, um ihre Bezugsrechte auszuüben und somit ihre Stimmrechtsanteile konstant zu halten. Verzichten sie darauf, so werden ihre Anteile am Unternehmen verwässert. Zudem stellt sich die Frage, warum denn teures Eigenkapital und nicht günstigeres Fremdkapital genutzt wird. Insofern erscheint es rational, dass der Aktienkurs nach der Ankündigung einer Kapitalerhöhung nachgibt. Oft besteht seitens der Investoren auch der Verdacht, dass das Management seinen Informationsvorsprung hinsichtlich des „wahren Wertes“ des Unternehmens ausnutzt und neue Aktien begibt, wenn sie das Unternehmen für überbewertet halten. Auch aus dieser theoretischen Betrachtung ergibt sich ein negativer zu erwartender Aktienkurseffekt.

Während der jüngsten Krise könnte man erwarten, dass etwaige Werteffekte sogar noch negativer ausfallen, da die Informationsasymmetrien zwischen dem Management und externen Investoren in Zeiten einer Finanzkrise tendenziell höher einzuschätzen sind. Auf der anderen Seite ist auch ein entgegengesetzter Effekt denkbar. Wenn die Gläubiger

eines in Schwierigkeiten geratenen Immobilienunternehmens daran interessiert sind, eine Insolvenz zu vermeiden, könnten sie bereit sein, die Kreditkonditionen neu zu verhandeln unter der Bedingung, dass das Unternehmen seine Kapitalbasis durch die Ausgabe neuer Aktien verbessert. Wenn diese Informationen den Investoren glaubwürdig signalisiert werden, könnten diese willens sein, sich an der Kapitalerhöhung zu beteiligen. Somit wäre aufgrund der verbesserten Aussichten des Unternehmens auch eine weniger negative Kursreaktion denkbar.

Anhand dieser Vorüberlegungen wurden die tatsächlich beobachteten Werteffekte bei europäischen Immobilienunternehmen aus den beiden oben genannten Indizes im Zeitraum von 1997 bis 2013 mittels einer Ereignisstudie untersucht. Basierend auf einer Stichprobe von 148 Kapitalerhöhungen zeigte sich dabei im Durchschnitt eine negative abnormale Kursreaktion von  $-1,03\%$  am Tag der Ankündigung einer Kapitalerhöhung<sup>1</sup>. Dieses Resultat erweist sich nicht nur als statistisch hochsignifikant, sondern auch als ökonomisch bedeutsam. Bei einem Median des Unternehmenswertes (Marktkapitalisierung) von 420 Mio. Euro entspricht das einem Verlust von 4,2 Mio. Euro Unternehmenswert an nur einem Tag; verwendet man den Mittelwert sind es sogar 18,2 Mio. Euro. Gleichwohl ist dieses Ergebnis weit weniger negativ als das, was viel zitierte branchenübergreifende Studien dokumentieren. So finden Mikkelson/Partch (1986) eine abnormale Rendite von  $-3,5\%$ , und auch andere bekannte Studien von Asquith/Mullins (1986) und Masulis/Korwar (1986) errechnen negative abnormale Renditen von knapp  $-2\%$ . Darüber hinaus zeigt sich während der Finanzkrise von 2007 bis 2009 zwar mit  $-1,59\%$  ein höherer Werteverlust als in den übrigen Jahren ( $-0,81\%$ ), jedoch ist der Unterschied nicht so gravierend, wie erwartet, und auch nicht statistisch signifikant.

Mithilfe einer Ereignisstudie wird allerdings nur der kurzfristige Effekt einer angekündigten Kapitalmaßnahme gemessen. Eine erfolgreich abgeschlossene Kapitalerhöhung kann dennoch ein positives Signal an den Markt hinsichtlich der zukünftigen Aussichten des Unternehmens darstellen. Sie hilft den Unternehmen darüber hinaus ihren Verschuldungsgrad zu senken und die Liquidität ihrer Aktien an der Börse zu erhöhen, wodurch das Risiko insgesamt sinkt (vgl.

<sup>1</sup> Die abnormale Rendite misst die Differenz aus tatsächlich beobachteter und erwarteter Rendite einer Aktie. Dadurch lässt sich der Nettoeffekt, den die Ankündigung der Kapitalerhöhung auf den Aktienkurs hat, bestimmen.

Eckbo/Masulis/Norli 2000). Mittel- bis langfristig zeigt die Performancekurve der europäischen Immobilienbranche eindeutig nach oben. In den letzten vier Jahren hat sich der Epix 50 deutlich erholt und seit Mai 2009 117% an Wert gewonnen. Das lässt vermuten, dass die tatsächliche Mittelverwendung aus den Kapitalerhöhungen gut gelungen ist.

#### Literatur

Asquith, P./ Mullins Jr., D. W. (1986): Equity issues and offering dilution. In: Journal of Financial Economics 15: S. 61-89.  
Masulis, R. W./ Korwar, A. N. (1986): Seasoned equity offerings: An empirical investigation. In: Journal of Financial Economics 15: S. 91-118.  
Mikkelsen, W. H./ Partch, M. M. (1986): Valuation effects of security offerings and the issuance process. In: Journal of

Financial Economics 15: S. 31-60.

Eckbo, B. E./ Masulis, R. W./ Norli, Ø. (2000): Seasoned public offerings: Resolution of the 'new issues puzzle'. In: Journal of Financial Economics 56: S. 251-291.

#### Über die Autoren

##### Prof. Dr. Dirk Schiereck,

Fachgebiet Unternehmensfinanzierung  
der Technischen Universität Darmstadt

##### Christian Happ,

Geschäftsführer des TAG Center for Real Estate Asset  
Management am Fachgebiet Unternehmensfinanzierung  
der Technischen Universität Darmstadt

Dr. Andreas Muschter

## Real Estate Investments in Zeiten des Umbruchs – oder die Neuregulierung und ihre Auswirkungen auf Immobilienanlageprodukte

### Die Europäische AIFM-Richtlinie

Den Anstoß für die europäische Richtlinie „Alternative Investment Fund Managers“ (AIFM) gab der G 20-Gipfel in Pittsburgh im Jahre 2009. Dort verständigte man sich darauf, dass zukünftig kein Markt oder Finanzprodukt mehr unreguliert bleiben soll. Die EU-Kommission veröffentlichte noch im gleichen Jahr ihren Entwurf zur Umsetzung des G 20-Beschlusses, der dann nach Beratungen im Europäischen Parlament am 21. Juli 2011 in Kraft trat. Die Zielsetzung der AIFM-Richtlinie war dabei, einen einheitlichen regulatorischen Rahmen in Verbindung mit effektiver Aufsicht und umfassendem Anlegerschutz zu gewährleisten. Die EU-Mitgliedsstaaten mussten diese Richtlinie innerhalb von zwei Jahren in nationales Recht umsetzen.

### Das KAGB – die Umsetzung der AIFM-Richtlinie in nationales Recht

Das deutsche Umsetzungsgesetz der AIFM-Richtlinie ging über die Anforderungen der EU-Kommission hinaus. Neben der Manager- erfolgte auch eine Produktregulierung, wie beispielsweise die Einbeziehung der bisher nach Investmentgesetz regulierten Produkte. Auch Offene Immobilienfonds sollten zunächst nicht mehr aufgelegt werden dürfen. Diese Pläne wurden aber nach intensiven Gesprächen mit Branchenverbänden und deren Mitgliedern revidiert. Das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) trat als deutsches Gesetz zur Umsetzung der AIFM-Richtlinie am 22. Juli 2013 in Kraft. Dies ist eine vereinfachte Darstellung des Anwendungsbereiches des KAGB: Angesichts niedriger Zinsen und der Volatilitäten bei Aktien oder Staatsanleihen verstärkt sich das Interesse des Marktes an „Alternative Investments.“ Eine gemeinsame Studie der Commerz Real AG und der Steinbeis-Hochschule Berlin ergab, dass der Immobilienanteil in den Portfolios institutioneller Anleger aus Deutschland auf Sicht von drei Jahren (2013 bis 2015) von rund 7% auf knapp 9 % steigen wird. Dabei werden die Anleger von zwei Aspekten getrieben: Die Sicherheit der Anlage und die Objektqualität. Der Anlagefokus bleibt hier auf Gewerbeimmobili-

en – bei einem gleichzeitig steigenden Trend zugunsten von Wohnimmobilien. Interessanterweise sind auch bei Privat-anlegern Immobilien hoch im Kurs, sei es als direkte oder indirekte Anlage. Die Vorteile von Investitionen in Immobilienfonds liegen dabei auf der Hand: Professionell gemanagte Immobilienfonds tragen zur Senkung der Volatilität des Gesamtdepots bei Investitionen in Immobilienfonds ermöglichen eine breite Diversifikation und führen zur Verbesserung der Risikoallokation vorhandener Inflationsschutz durch indexierte Mietverträge attraktive Wertsteigerungspotenziale durch aktives Asset-Management Wertschöpfung einer Immobilie ergibt sich über die komplette Laufzeit - Mietzahlungen haben im gesamten Wertschöpfungsprozess das größte Gewicht geringe Korrelation von Immobilienfonds zu anderen Assetklassen.

Das KAGB stärkt dabei den langfristigen Charakter der Offenen Immobilienfonds. Es sieht beispielsweise betragsunabhängige Mindesthalte- und Kündigungsfristen vor. D.h. die Liquiditätsentwicklung kann vom Fondsmanagement noch effizienter gesteuert und die Stabilität der Fonds erhöht werden. Die Stärkung des Langfristcharakters trägt auch dem Produktprofil angemessen Rechnung – gerade ein langfristiges Engagement der Anleger zahlt sich meistens aus.

### Marktperspektiven nach dem KAGB

Die Marktperspektiven für Offene Fonds unter der KAGB-Regulierung erscheinen Dank des klaren Bekenntnisses des Gesetzgebers positiv:

- Auch Anlegern mit geringerem Ansparpotenzial werden weiterhin attraktive Immobilieninvestments ermöglicht.
- Das KAGB schafft über Fristenregelungen verlässlichere Grundlagen für die Liquiditätsplanung der Fonds, deren Stabilität dadurch noch einmal gestärkt wird.
- Der Markt wird weiterhin durch etablierte Fonds dominiert sein, deren Erfolgsfaktoren große Volumina und breit gestreute Immobilienbestände sind.



- Ankündigte Neuprodukte belegen die anhaltende Attraktivität des Marktes - nur die Entwicklung des Börsenhandels bleibt noch abzuwarten.

Auch die Attraktivität für Geschlossene Fonds unter der KAGB-Regulierung wird in unseren Augen weiter steigen:

- Das Investorenvertrauen wird durch die Überführung der Geschlossenen Fonds aus dem grauen in den weißen Kapitalmarkt gestärkt.
- Zukünftig wird es im Vertrieb eine stärkere Fokussierung auf vermögende Privatanleger mit Investmenterfahrung und höherem Depotvolumen geben - die erweiterten Anforderungen an Risikomischung und Risikolimitierung (Asset-Mix, Fremdwährung, Leverage) sind dabei sehr zu begrüßen
- Der Zweitmarkt wird auf Grund der jährlichen, normierten Bewertung belebt, denn eine Steigerung der Fungibilität erhöht auch die Attraktivität
- Die Profilierung als unternehmerische Beteiligungen unterstreicht den Charakter der Anlageform in Abgrenzung zu Sondervermögensanteilen oder Rentenpapieren. Auch der Verzicht auf eine Prognoserechnung für 15 Jahre zugunsten von Bandbreiten trägt dem unternehmerischen Charakter der Beteiligung zusätzlich Rechnung.

Mein Fazit ist, dass Investoren und Anbieter die KAGB als Chance begreifen müssen. Das KAGB:

- bietet angemessene Leitplanken für die Weiterentwicklung von Immobilienfonds
- hat der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Immobilienfonds als wichtige Säule der Immobilienwirtschaft Rechnung getragen

- trägt zur Sicherheit und Transparenz der Anlageprodukte bei
- schafft neues Anlegervertrauen, insbesondere bei Geschlossenen Fonds
- definiert einen gesetzlichen Rahmen, der jedoch in vielen Umsetzungsaspekten noch nicht abschließend geregelt ist (Beispiel: dringende Notwendigkeit des Steueranpassungsgesetzes).

Wir wissen alle, dass die Nachfrage am Immobilienmarkt vor allem durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung (insbesondere angesichts des historisch niedrigen Zinsniveaus) sowie das grundsätzliche Bedürfnis nach nachhaltig solidem Vermögensaufbau getrieben ist. Professionell konzipierte und gesteuerte Sachwertanlagen wie Immobilienfonds haben deshalb bis auf weiteres Hochkonjunktur. Der limitierende Faktor für Fondsmanager wird in meinen Augen nicht das KAGB, sondern ein geringes Angebot an Core-Assets zu angemessenen Preisen sein. Über künftige Erfolge werden daher drei Faktoren entscheiden: Die Qualität des Asset-Managements, die Innovationsfähigkeit und faire Anlegerkommunikation in allen Marktphasen. Daran lohnt sich zu arbeiten. Das KAGB stellt uns hierfür den passenden Rahmen zu Verfügung.

#### Über den Autor

**Dr. Andreas Muschter** ist Sprecher des Vorstands der Commerz Real AG

#### IMPRESSUM: iddiw (Hrsg.)

Tom Zeller, Generalsekretär  
iddiw Institut der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V.  
Eschersheimer Landstraße 55  
60322 Frankfurt am Main  
zeller@iddiw.de  
Tel.: +49 (0) 69 264 8677 15