

Geschlossene Immobilienfonds

Bachelorarbeit

Institut für schweizerisches Bankwesen der Universität Zürich

Prof. Dr. R. Volkart

Fachrichtung: Banking & Finance (Studienschwerpunkt: Corporate Finance)

Verfasser: Sergio Günthardt

Abgabedatum: 4. September 2007

Executive Summary

I Problemstellung

Immobilienanlageprodukte stehen im Wettbewerb mit alternativen Formen der Kapitalanlage. Insbesondere in Baisse-Zeiten an den Wertpapiermärkten vertrauen die Investoren auf die Werthaltigkeit von Grundstücken oder grundstücksgleichen Rechten. Zunächst steht die Direktanlage zur Disposition. Hierbei kauft der Investor zu Kapitalanlagezwecken Liegenschaften und vermietet oder verpachtet diese. Daneben existieren die so genannten indirekten Immobilien-Investments. Anders als beim Erwerb eines ideellen Anteils bei einem direkten Investment, wird hier die Anlage verbrieft und die Investoren erwerben Zertifikate an der Verbriefung und nicht an der Immobilie selbst. Zu diesem Typus zählen vor allem die geschlossenen Immobilienfonds, die offenen Immobilienfonds und die Immobilien-Aktiengesellschaften. Des Weiteren sind noch die Real Estate Investment Trusts zu nennen. Diese bezeichnen eine Immobilien-Aktiengesellschaft mit einem steuerlichen Sonderstatus. Der Markt für indirekte Immobilien-Investments war in den letzten Jahren in verschiedenster Hinsicht einer gewissen Dynamik unterworfen. Durch zahlreiche strukturelle und gesetzliche Veränderung gestalten sich die Rahmenbedingungen für den Investor grundlegend neu.

II Zielsetzung

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit soll speziell der Privatinvestor die Möglichkeit erhalten, Chancen und Risiken sowie auch Marktentwicklungen im Bereich der indirekten Immobilienanlagen zu erkennen und zu verstehen.

Die Abhandlung versucht, die aktuellen Entwicklungen im Markt der indirekten Immobilienanlageprodukte darzustellen und zu interpretieren. Das weitergehende Ziel ist es, den Gesamtmarkt zu strukturieren und die unterschiedlichen Akteure kenntlich zu machen. Der Fokus wird dabei besonders auf den Vergleich Anlageprodukte mit offenem Charakter, die Einführung der REIT-Strukturen und der vertieften Marktanalyse der geschlossenen Immobilienfonds gesetzt.

III Vorgehen

Die Arbeit beginnt zunächst mit der Darstellung der wichtigsten Grundlagen, Chancen und Risiken sowie der aktuellen Marktentwicklung der indirekten Immobilienanlageprodukte mit offenem Charakter. Die offenen Immobilienfonds und die Immobilienaktiengesellschaften werden daraufhin anhand von relevant erachteten Gesichtspunkten miteinander verglichen.

Die Betrachtungskriterien sind dabei die rechtliche Ausgestaltung, die steuerliche Behandlung und die Performance. Eine Diskussion über die Einführung von G-REIT-Strukturen mit einer Analyse des REIT-Gesetzes sollen die Ausgestaltung und die Marktchancen der neuen Anlageform aufzeigen und runden den ersten Teil der Arbeit ab.

Im zweiten Teil der Untersuchung wird der Fokus auf die Anlageklasse der geschlossenen Immobilienfonds gesetzt. Diese werden aufgrund des grundsätzlich abweichenden Charakters separat von den offenen Fonds betrachtet. Dabei werden insbesondere die Auswirkungen der veränderten steuerlichen Rahmenbedingungen, die Entwicklung der Platzierungsvolumina sowie zahlreiche weitere Aspekte hinsichtlich der Marktentwicklung zur Sprache kommen.

Der abschliessende Teil der Arbeit erläutert die bestehenden Zweitmarktmodelle für geschlossene Fondsbeteiligungen hinsichtlich Organisationsform und Preisfestsetzungsverfahren. Darüber hinaus werden der bestehende Zweitmarkt strukturiert und die verschiedenen Zweitmarktinitiatoren kenntlich gemacht.

IV Resultate

Real Estate Investment Trusts

Der Bundestag beschloss rückwirkend zum 01.01. 2007 die Einführung des so genannten German Real Estate Investment Trusts. Dadurch wird die gesamte Assetklasse der Immobilien gestärkt, da zusätzliche Investitionen in den Standort Deutschland angeregt werden. Die Relevanz von börsennotierten Immobiliengesellschaften wird durch die REIT-Strukturen deutlich steigen. Zugleich kann eine Intensivierung des Wettbewerbs vermutet werden. Eine Verdrängung der traditionellen Anlageprodukte ist allerdings nicht zu erwarten. Das REIT-Gesetz ist grundsätzlich attraktiv ausgestaltet worden. Insbesondere die Exit-Tax-Regelung erhöht die Marktchancen des G-REIT. Der generelle Ausschluss der inländischen Wohnimmobilien kann hingegen als äusserst kritischer Punkt aufgeführt werden. Das erwartete Marktvolumen musste allein aufgrund dieser Regelung halbiert werden.

Geschlossene Immobilienfonds

Bis in die 90er Jahre galten geschlossene deutsche Immobilienfonds als eigentliches Steuersparvehikel. Die Grundkonzeption geschlossener Inlandfonds war darauf ausgerichtet, in der Anlaufphase der Gesellschaft steuerliche Anfangsverluste entstehen zu lassen und diese dem Anleger zuzurechnen. Unter bestimmten Voraussetzungen konnten diese Verlustzuweisungen mit anderen Einnahmen des Anlegers verrechnet werden. Aufgrund der restriktiven Steuergesetze haben sich die durchschnittlichen Verlustzuweisungen von 77

Prozent im Jahr 1998 auf 18 Prozent im Jahr 2005 reduziert. Seit dem Jahresultimo 2005 ist die Verrechnung von Verlustzuweisungen mit anderen Einkünften ausgeschlossen. Es werden in der Folge diejenigen Fonds vom Markt verschwinden, die bisher ausschliesslich oder grösstenteils auf den steuerlichen Vorteilen basierten. Die Fokussierung der inländischen geschlossenen Fonds auf das Renditekalkül ist damit eine Notwendigkeit geworden. Die Veränderungen der steuerlichen Rahmenbedingungen haben in der Folge zahlreiche Auswirkungen auf die Platzierungsvolumina und die allgemeine Typologie der Fondszeichner geschlossener inländischer Fonds. Vor diesem Hintergrund ist nur noch für die im Ausland investierenden Konstrukte eine grundlegende Steuerorientierung anzunehmen.

Zweitmarkt für geschlossene Fondsbeteiligungen

Die geschlossenen Immobilienfonds sind aufgrund ihrer allgemeinen Konstruktion als unternehmerische Beteiligung höchst illiquide. Durch die notwendige Umstellung von steuerorientierten Fonds auf Renditefonds konkurrieren die geschlossenen Fonds zunehmend mit wesentlich fungibleren Immobilienanlageprodukten. Mit der Etablierung von funktionierenden Zweitmärkten haben zahlreiche Initiatoren versucht, dem kritischen Faktor geringer Fungibilität entgegenzutreten. Im Wesentlichen sind hier die Börsenplattformen, die emissionshausinternen Plattformen, die Käuferplattformen sowie die Zweitmarktfonds zu nennen. Es existiert zum jetzigen Zeitpunkt keine offizielle Stelle für den Verkauf von Zweitmarkanteilen. Der Markt ist stark fragmentiert und zerfällt in zahlreiche Teilmärkte. Ein Anleger, der sein Engagement bei einem geschlossenen Fonds lösen möchte, sollte grundsätzlich alle möglichen Verkaufskanäle nutzen. Denn aufgrund der Fragmentierung des Zweitmarktes verteilt sich die Liquidität auf verschiedene Plattformen. Mit dieser Strategie hat der verkaufswillige Investor trotz der Informationsdefizite intakte Chancen einen attraktiven Verkaufspreis zu erzielen. Nebst steigenden Umsatzvolumina und sich intensivierendem Wettbewerb, erwartet die Branche temporär eine noch stärkere Segmentierung des Marktes in verschiedene Initiativen. Mittelfristig ist allerdings eine Konsolidierung des Zweitmarkts unausweichlich, da nur ein einheitlicher Handelsplatz, wie die Wertpapierbörse, kann die Liquidität bündeln, damit tendenziell für marktnähere Preise sorgen und Zufallsschwankungen verhindern. Es wird sich dabei zeigen, welches Geschäftsmodell sich am Markt durchsetzen wird. Dieser Konzentrationsprozess unter den Plattformanbietern wird aber frühestens bei einer Beruhigung der Marktaktivitäten einsetzen.

