

Das Ende des deutschen Sonderwegs

Von Frank Schaich

Überall auf der Welt dominieren bei indirekten Immobilienanlagen börsennotierte Vehikel – sei es in den Vereinigten Staaten oder in Großbritannien, in Australien oder in Japan. Häufig haben diese Vehikel die Rechtsform eines Reits. Dagegen sind offene und geschlossene Immobilienfonds, wie wir sie in Deutschland kennen, nur in wenigen Ländern verbreitet. Und es gibt wohl kein Land, in dem die Marktkapitalisierung von indirekten börsennotierten Immobilienvehikeln im Vergleich zu nichtnotierten Fondskonstrukten so gering ist, wie in Deutschland. Dies hat vor allem historische Gründe, die man verstehen muss, wenn man eine Prognose über die weitere Entwicklung wagen will.

Offene Immobilienfonds in Deutschland galten über Jahrzehnte als attraktiv, weil sie eine ähnlich hohe Fungibilität wie Aktien aufwiesen. Zudem hatten sie für konservative Anleger noch einen zweiten entscheidenden Vorteil: Die Fonds konnten darauf verweisen, dass sie niemals in ihrer Geschichte ein negatives Ergebnis ausweisen mussten. Hinzu kam schließlich als dritter Vorteil die steuerliche Transparenz, die dazu führte, dass ein erheblicher Teil der Ausschüttungen steuerfrei vereinnahmt werden konnte. Geschlossene Fonds waren bis Ende der neunziger Jahre vor allem deshalb attraktiv, weil sie es Anlegern ermöglichten, steuerliche Anfangsverluste mit anderen positiven Einkünften auszugleichen und damit die Steuerbelastung deutlich zu reduzieren.

Fast alle Vorteile und Argumente, die historisch für offene und geschlossene Fonds galten, gibt es jedoch inzwischen nicht mehr. Das Argument, offene Fonds hätten niemals in ihrer Geschichte ein negatives Ergebnis gebracht, kann nicht mehr verwendet werden, seitdem einige von ihnen sogar ganz erhebliche zweistellige Verluste auswiesen. Auch das entscheidende Verkaufsargument der hohen Fungibilität aufgrund der täglichen Rückgabemöglichkeit hat nach mehreren Schließungswellen erheblich an Überzeugungskraft verloren.

Bei den geschlossenen Fonds sind seit Ende der neunziger Jahre die steuerlichen Vorteile sukzessive reduziert und durch den Paragraphen 15 b des Einkommensteuergesetzes schließlich fast vollständig beseitigt worden. Zugleich werden die regulatorischen Auflagen für dieses Produkt immer höher. Einen Paradigmenwechsel wird die sowohl im geplanten „Vermögensanlagegesetz“ wie auch in der EU-Richtlinie für Alternative Investmentfonds-Manager (AIFM) vorgesehene jährliche Bewertung der geschlossenen Fonds bringen.

Bislang kannten die Anleger in geschlossenen Fonds meist nicht die Höhe des aktuellen Wertes ihrer Beteiligung. Dies erzeugte die Illusion einer sehr geringen oder gar nicht vorhandenen Volatilität – die jedoch in Wahrheit nur nicht sichtbar war, weil die Werte nicht ermittelt wurden. Nach Einführung einer regelmäßigen Bewertung wird der Anleger sehen, dass sein Investitionsobjekt erheblichen Schwankungen unterliegen kann. Auch die Weichkosten werden deutlicher sichtbar, wenn der Anleger zum Beispiel nach einem Jahr feststellen muss, dass der Anteil, den er eben für 10 000 Euro erworben hat, nur noch 8500 Euro oder noch weniger wert ist, obwohl sich der Wert der Immobilie gar nicht verändert hat.

All diese Änderungen werden dazu führen, dass die relative Attraktivität von offenen und geschlossenen Fonds im Vergleich zu indirekten börsennotierten Immobilienanlagen abnimmt. Dies wird nicht von heute auf morgen zu einem Aufschwung bei Immobilienaktien führen. Mittel- und langfristig wird sich jedoch mit Sicherheit eine Normalisierung einstellen, was zugleich das Ende des deutschen Sonderwegs in der indirekten Immobilienanlage darstellt. Anleger werden zunehmend verstehen, dass auch die Wertentwicklung von Immobilien nicht immer nur aufwärts verläuft, sondern Schwankungen unterliegt. Bei börsennotierten Vehikeln, die täglich, ja stündlich am Kapitalmarkt bewertet werden, waren diese Schwankungen schon bisher transparent.

Der Autor ist Vorstandsvorsitzender der Fair Value Immobilien-AG.