

# IMMOBILIENFONDS – INVESTMENT MIT HANDICAP

Dr. Karl Petrikovics

Vorstandsvorsitzender Immofinanz AG

Nach mehrjähriger Vorarbeit und zahlreichen Verzögerungen gegenüber dem ursprünglich angesetzten Zeitplan ist das neue Immobilienfondsgesetz nun in Kraft getreten. Doch bestehen berechtigte Zweifel, ob dieses neue Investmentinstrument für die Anleger auch tatsächlich ein großer Wurf wird. Im Gegenteil: Die Immobilienfonds beginnen ihre Existenz mit schweren Handicaps: Die Veranlagungsvorschriften werden einerseits gute Renditen verhindern, andererseits wird die Sicherheit für den Anleger letztlich geringer sein als bei anderen Formen des Immobilieninvestments. Zu schlechter Letzt ist auch die steuerliche Situation ausgesprochen ungünstig. Fazit: das neugeborene „Baby“ hat einen schweren Start ins (Investment)Leben. Es wird etablierten Formen der Immobilienveranlagung wie etwa Immobilienaktien nicht ernsthaft Konkurrenz machen können und eine Mauerblümchenrolle scheint für Immobilienfonds bereits vorgezeichnet.

Wenn man den Aufwand betrachtet, den die legislativen Abteilungen der Ministerien für die Formulierung und Realisierung des Immobilien-Investmentfondsgesetzes getrieben haben, muss man eigentlich davon ausgehen, dass hier ein Gesetzeswerk geschaffen wurde, das die Immobilienveranlagung in Österreich revolutionieren oder zumindest um eine wichtige neue Möglichkeit bereichern wird. Doch was lange währt, wird zwar endlich irgendwie fertig, so gut wie es das Sprichwort verspricht, wird es leider nicht immer. Denn wenn das Immobilien-Investmentfondsgesetz auch aus juristischer Sicht als durchaus schlüssig und sauber gemacht angesehen werden kann, so sieht es aus Sicht der Veranlagungspraxis und letztlich auch der privaten Anleger doch deutlich anders aus. Dass Immobilienfonds ein besonders gutes Geschäft mit erfreulich hohen Erträgen sein werden, kann man schon heute mit großer Sicherheit ausschließen.

Diese Skepsis – die sich ausschließlich auf Offene Immobilienfonds und nicht auf Spezialfonds für Großanleger oder gar auf die völlig anders gearteten Geschlossenen Immobilienfonds bezieht – ist leicht erklärt: Mit Offenen Immobilienfonds nach dem österreichischen Immobilien-Investmentfondsgesetz werden die Anleger nicht viel verdienen. Da aber die Renditen, die man mit einer Veranlagung erzielen kann, das sind, was letztendlich zählt, lohnt es sich, die Gründe dafür im Detail anzuführen.

- **Problematische Finanzierungsstruktur**

Immobilieninvestmentfonds müssen ihren Immobilienbestand in jeder Marktsituation überwiegend (mindestens 60 Prozent) mit Eigenkapital, also dem von den Anlegern investierten Kapital, finanzieren. Das ist aber keinesfalls immer sinnvoll. Welche Finanzierungsstruktur für eine Immobilieninvestition richtig ist, hängt vom jeweiligen Projekt, der Konjunktursituation und den aktuellen Kapitalmarktzinsen ab, um nur die wichtigsten Einflussfaktoren zu nennen. Dabei kann

durchaus auch ein weit höherer Fremdkapitalanteil sinnvoll sein, um optimale Renditen zu erzielen. Die Festlegung des Verhältnisses von Eigen- und Fremdkapital ist aber eine ureigenste Aufgabe eines kompetenten Managements und trägt wesentlich zum Gesamterfolg eines Immobilienunternehmens bei. Wenn der Gesetzgeber offensichtlich davon ausgeht, dass die richtige Finanzierungsstruktur per Gesetz festgelegt werden kann, dann hat er offensichtlich die betriebswirtschaftliche Logik des Immobiliengeschäfts nicht verstanden oder hat diese ignoriert.

- **Notwendigkeit für hohen Cashbestand**

Eine entsprechende Liquiditätshaltung ist im Immobiliengeschäft immer unverzichtbar – völlig unabhängig von der jeweiligen Rechtsform des Investors. Ausreichende Liquidität ist Voraussetzung, um sich bietende Kauf- oder Developmentgelegenheiten auch nutzen zu können, und damit letztlich auch eine Voraussetzung für Wachstum und Ertragsstärke eines Immobilienunternehmens.

Offene Immobilienfonds brauchen hingegen noch zusätzliche Liquidität, die vergleichbar investierende Kapitalgesellschaften wie Aktiengesellschaften oder GmbHs nicht benötigen: Da es ja ein wichtiges Wesensmerkmal Offener Immobilienfonds ist, dass der Anleger jederzeit seine Fondsanteile zum aktuellen Wert zurückgeben kann, muss ein verantwortungsvolles Management auch zu jeder Zeit über Liquidität verfügen, die dem allfälligen Rückkauf von Fondsanteilen dient. Diese „zweite“ Liquidität, die mindestens zehn Prozent des Fondsvermögens betragen muss, ist im Gegensatz zu dem für zukünftige Investitionen bestimmten Cashbestand nicht für das eigentliche Immobiliengeschäft notwendiges Geld. Somit ist es letztlich totes Kapital, das die Renditechancen des Immobilienfonds weiter verringert.

- **Verbot indirekter Immobilienbeteiligungen**

Diese auf den ersten Blick harmlose Restriktion bringt für Offene Immobilienfonds gravierende Nachteile gegenüber allen anderen Veranlagungsinstrumenten. Es ist im Bereich gewerblicher Immobilien heute praktisch ausnahmslos üblich, dass nicht Immobilien selbst gehandelt werden, sondern die Besitzgesellschaften der Liegenschaften. Dabei fallen weitaus geringere Nebenkosten als beim direkten Immobilienerwerb (Grunderwerbsteuer, Eintragungsgebühr, Anwalts- und Notariatskosten) an. Das sind bedeutende Zusatzkosten, die jedes Investment völlig unnötig verteuern. Die Ausnahme, dass in Ländern, in denen Immobilien nicht direkt erworben werden können, indirekte Beteiligungen zulässig sind, fällt in der Praxis wenig ins Gewicht.

Das Verbot indirekter Immobilienbeteiligungen verhindert auch, dass sich ein Immobilienfonds an einer anderen Immobiliengesellschaft beteiligt. Gerade das wäre aber zur Minimierung des Risikos durch breite Streuung der Veranlagungen auf verschiedene Märkte sehr wichtig. Schließlich machen es Beteiligungen an Immobiliengesellschaften möglich, sich mit überschaubarem Kapitaleinsatz an großen Portfolios zu beteiligen, die in sich selbst bereits diversifiziert und damit risikoärmer als Einzelinvestments sind. Wenn aber das Fondsmanagement versuchen sollte, diese wünschenswerte breite Streuung dadurch zu erreichen, dass es in möglichst vielen verschiedenen Märkten das eine oder andere Objekt erwirbt, wird es damit wahrscheinlich schwer Schiffbruch erleiden. Zum einen ist es keine zielführende Strategie, „aus jedem Dorf einen Hund zu haben“, zum zweiten wird auch das genialste Management überfordert sein, wenn es in jedem Teilmarkt

kompetent agieren möchte. Solche Kompetenz kauft man vernünftigerweise über genau die Beteiligungen, die den Immobilienfonds verwehrt sind, ein.

- **Besteuerung der Aufwertungsgewinne**

Zumindest ebenso wichtig wie die Probleme, die Fonds durch die Beschränkung ihrer betriebswirtschaftlichen Handlungsmöglichkeiten haben, sind die steuerlichen Nachteile für Offene Immobilienfonds. Hier ist vor allem die Besteuerung der Aufwertungsgewinne zu nennen.

Bei Offenen Immobilienfonds werden 80 Prozent der durch den Wertzuwachs der Immobilien entstehenden Gewinne (Aufwertungsgewinne) mit 25 Prozent Kapitalertragssteuer belastet. Nun ist aber die Wertsteigerung von Immobilien ein wesentlicher Bestandteil des Immobiliengeschäfts, dementsprechend ist diese Bestimmung auch alles andere als eine Nebensächlichkeit. Dem Fonds wird ein wesentlicher Teil seiner Liquidität entzogen und während insbesondere bei langfristig investierenden Immobiliengesellschaften die Aufwertungsgewinne oft erst Jahrzehnte nach ihrer Entstehung besteuert werden, fällt die Steuerlast beim Immobilienfonds sofort an. Auch diese Bestimmung hat somit gravierende Auswirkungen auf die Rendite des Immobilienfonds.

- **Besteuerung der Bewirtschaftungsgewinne (Mieteinnahmen, Zinsen)**

Immobilien-Investmentfonds müssen die Bewirtschaftungsgewinne ausschütten und diese unterliegen damit der KESt. Immobilien-AG's hingegen können ihre Gewinne thesaurieren und tun es auch durchwegs. Die Rendite für den Anleger besteht (nach Ablauf der Spekulationsfrist) aus dem steuerfreien Kursgewinn.

- **Einschränkungen des Verlustausgleichs**

Auch mit Immobilienprojekten kann man bekanntlich Verluste erleiden. Immobilienfonds können aber keinen Verlustvortrag vornehmen und auch der Ausgleich von Verlusten ausländischer mit Gewinnen inländischer Immobilien oder Gewinnen aus dem liquiden Vermögen ist nicht möglich.

Zweifellos wird auch bei Immobilienfonds die allgemeine Marktlage entscheidend für den Gesamterfolg sein und in guten Phasen werden vielleicht trotz all dieser Nachteile herzeigbare Renditen zu erzielen sein. Allerdings werden diese immer weit hinter den Erträgen, die mit anderen Formen des Immobilieninvestments – egal ob Immobilienaktien, geschlossenen Fonds, Vorsorgewohnungen etc. – zurückbleiben. Und in „normalen“ Marktphasen, in denen etwa mit Immobilienaktien noch sehr schöne Erträge zu erwirtschaften sind, werden sich Immobilienfonds schon sehr anstrengen müssen, um mit Bundesanleihen oder auch nur mit dem guten, alten Sparbuch mithalten zu können.

Angesichts dieser sehr negativen Analyse mag man zweifeln, ob der den Offenen Immobilienfonds auch Gerechtigkeit widerfahren lässt. Wo bleiben denn die Vorteile der Immobilienfonds? Diese Frage ist tatsächlich berechtigt. Leider lautet die Antwort zumindest bezüglich der für die Anleger bestehenden Ertragschancen schlicht und einfach: Es gibt sie nicht. Es gibt keinerlei „Ausgleich“ für die oben erwähnten Nachteile. Ein gleich kompetentes Management wird für die Anteilseigner

eines Offenen Immobilienfonds immer substanziell schlechtere Erträge erzielen als für die Aktionäre einer Immobilien-AG.

Diese Tatsache wird auch von den entschiedensten Verfechtern der Offenen Immobilienfonds kaum mehr bestritten. Das wichtigste Argument, warum Immobilienfonds dennoch für den privaten Investor geeignet sein sollen, ist die höhere Sicherheit, die außergewöhnlich starke Anlegerschutz, die der Fonds bieten soll. Doch auch diese Behauptung ist höchst fragwürdig.

Da es bei Veranlagungen nie absolute Sicherheit geben kann, muss man die Frage des Anlegerschutzes im Vergleich zu der Sicherheit, die andere Formen der Immobilienveranlagungen bieten, betrachten.

- **Bewertung des Immobilienvermögens durch zwei Sachverständige**

Diese Bestimmung wird immer wieder genannt, um die große Sicherheit, die der Offene Immobilienfonds den Anlegern bietet, zu belegen. Allerdings ist die jährliche Bewertung des Immobilienvermögens durch zumindest zwei Sachverständige längst gängige Praxis bei den börsennotierten Immobiliengesellschaften. Diese beauftragen durchwegs gerichtlich beeidete Sachverständige, was für Immobilienfonds nicht explizit vorgeschrieben ist. Der Marktführer Immofinanz lässt seinen Immobilienbestand sogar durch drei Sachverständige bewerten und übererfüllt somit die Vorschriften für Immobilienfonds.

Wichtiger aber als die Tatsache, dass die Immobilien-Aktiengesellschaften in diesem Punkt mit den Fonds locker mithalten, ist, dass bei Immobilien-AGs die Bewertung durch die Sachverständigen nicht die einzige Beurteilung ist – denn auch Sachverständigenbewertungen müssen nicht immer der Weisheit letzter Schluss sein. Dazu kommen immer öfter auch noch Bewertungen durch Wertpapieranalysten, die die Gesellschaften genau und kritisch durchleuchten. Im Gegensatz zu Sachverständigen dürfen und sollen Analysten nicht nur den Ist-Zustand, sondern auch Potenziale oder möglicherweise in Zukunft drohende Probleme in ihre Beurteilungen einfließen lassen. Nicht zuletzt sollte man auch davon ausgehen, dass auch der Börsenkurs, also die Bewertung der Aktie durch den Markt, sicherstellt, dass der Anleger Aktien zu einem fairen Preis kaufen oder verkaufen kann.

- **Die Anteile müssen jederzeit zurückgenommen werden**

Das ist tatsächlich der einzige Punkt, bei dem Immobilienfonds gegenüber manchen Immobilien-Aktiengesellschaften Vorteile bieten. Bei kleinen AGs kann es tatsächlich manchmal schwierig sein, größere Aktienpakete sofort zu veräußern. Allerdings gilt das für die großen Immo-AGs überhaupt nicht.

- **Sicherheit durch breite Streuung**

Die notwendige Diversifikation des Immobilienvermögens ist in Immobilien-Aktiengesellschaften weit leichter zu realisieren als in Immobilienfonds. Sollte ein Fonds jemals gleich viel Eigenkapital aufbringen, könnte er ohne die Möglichkeit, sich an anderen Immobilienunternehmen zu beteiligen, zweifellos nur eine weitaus geringere Streuung erzielen – das Objektrisiko und die Marktrisiken

einzelner Teilmärkte würden sich also weitaus stärker niederschlagen als bei einer Immobilien-AG. Der limitierte Fremdkapitalanteil kann sich hier ebenfalls negativ auswirken.

In Anbetracht dieser Handicaps, mit denen die Immobilienfonds zu kämpfen haben, kann man ruhig ein wenig sarkastisch formulieren: Mit Immobilienfonds wird man schlechte Erträge erzielen – und das dafür mit sehr großer Sicherheit.

Die objektiven Nachteile der neugeschaffenen Offenen Immobilienfonds gegenüber den in Österreich bereits gut etablierten Formen der Immobilienveranlagung wie vor allem Immobilienaktien werden zweifellos auch eine massive Beeinträchtigung der Marktchancen der Fonds darstellen. Hoffnungen, dass sich Offene Immobilienfonds zu einem ähnlichen Renner entwickeln wie in Deutschland, erscheinen kaum begründet, schon allein wegen der besseren steuerlichen Behandlung der deutschen Immobilienfonds. Und angesichts der eher mageren Renditen, die die deutschen Offenen Fonds ihren Anlegern bieten, ist es auch kein Wunder, dass Offene Immobilienfonds bisher ein rein deutsches Unikat geblieben sind und überall sonst in der Welt das Immobiliengeschäft und Immobilieninvestments so wie bei jedem anderen Wirtschaftszweig auch primär in Form von Kapitalgesellschaften organisiert sind.

Das wird auch in Österreich aller Voraussicht nach so bleiben. Die Immobilien-AGs haben teilweise langjährige Track records aufzuweisen und um den bestehenden Möglichkeiten der Immobilienveranlagung Paroli zu bieten, würde es nicht einmal reichen, wenn das neue Produkt gleich gut wie das bewährte wäre. Immobilienfonds müssten substantiell bessere Chancen bieten als die börsennotierten Aktiengesellschaften und davon kann nun wirklich keine Rede sein.

Zwar werden Banken und Finanzdienstleister kaum darum herumkommen, in ihrem Produktportfolio auch Offene Immobilienfonds anzubieten, seriöserweise können diese aber nur in ganz speziellen Fällen empfohlen werden. Im Normalfall wird ein kompetenter Berater gerade privaten Kleinanlegern immer zu Immobilienaktien statt Fondsanteilen raten.

Dennoch kann man auch aus Sicht der Immobilien-Aktiengesellschaften dem Start der Offenen Immobilienfonds etwas Positives abgewinnen. Die Fonds werden dazu beitragen, das Thema Immobilienveranlagung noch mehr in den Blickpunkt des öffentlichen Interesses zu rücken und den Anlegern die Bedeutung von Immobilien im Rahmen einer umfassenden und sicherheitsorientierten Anlage- und Vorsorgestrategie bewusst zu machen. Profitieren werden davon dann aber letztlich die Formen der Immobilienveranlagung, die den Investoren tatsächlich gute Ertragschancen und hohe Sicherheit bieten: Immobilienaktien, Geschlossene Immobilienfonds oder Vorsorgewohnungen, um nur die wichtigsten Alternativen zu nennen.