

Kurzgutachten

Zukunftsperspektiven ausgesetzte Offene Immobilienfonds

1. Vorbemerkungen

Weichs Management Consultants (WMC) haben seit 1989 als Strategieberater die Gründungskonzepte für WestInvest, DEGI, CS Euroreal, Axa ImmoSelect und DGI Global entwickelt und weitere Offene Fonds (OIFs) beraten. Darüber hinaus haben WMC 1997 und 1999 die ersten umfangreichen deutschen Studien zu REITs veröffentlicht und zwischen 2006 und 2008 Corporate Finance REITs für die Großindustrie, den Mittelstand und das Health Care Segment entwickelt, deren Umsetzung bisher an der Finanzkrise und deren Folgen scheiterte.

Vor diesem Erfahrungshintergrund haben wir nachfolgende Kurzstudie pro bono für die sich in einer kritischen Phase befindlichen Branche der Offenen Immobilienpublikumsfonds erarbeitet.

2. Ausgangslage

Die derzeit festzustellende Schließung von 31% des Emissionsvolumens der deutschen Offenen Immobilien-Publikumsfonds mit gut 26,4 Mrd. € netto Fondsvolumen (per 31.5.2011) bestätigen eine Befürchtung, die wir bereits vor 4 und 6 Jahren veröffentlicht haben. Diese Fonds – und auch die derzeit nicht geschlossenen übrigen Offenen Immobilien Publikumsfonds - gefährden durch ihre Illiquidität und systematische Inkongruenz von Aktiv- und Passivseite mit einer konzeptbedingten massiven Verletzung der goldenen Bilanzregel in hohem Maße die Liquidität der hinter ihnen stehenden Depotbanken und durch Bewertungsabschläge wegen Verkaufsdruck und der Nichtbeachtung der Fair-Value-Bewertung das Vermögen ihrer Anleger. Wie die Aussetzung des DWS Immoflex (259 Mio.€ Fondsvol.) zeigt, sind auch indirekte Fondsanleger bereits in unverantwortlichem Umfang betroffen. Selbst die sich bisher sicher fühlenden großen Fondsgesellschaften mit starken Vertriebsorganisationen über das Banken-Filialsystem sind widerlegt durch die Aussetzung des Uni Immo Global Fonds. In früheren Zeiten wurden die systematischen und strategisch schwerwiegenden Konzeptfehler durch das stetige Wachstum des deutschen Immobilienmarktes und durch die noch nicht spürbaren Auswirkungen der Globalisierung überlagert und somit von Markt und BAFIN zu wenig wahrgenommen.

Wenn aber in Kürze die Zinsen steigen, mittelfristig die Immobilien-Märkte wieder zurückgehen und die Fondsrenditen von derzeit max. 2% laut IPD-Prognose für 2011 weiterhin nicht wettbewerbsfähig sind oder wenn das schlechte Image der geschlossenen Offenen Fonds auf die übrigen übergreift, dann können weitere Aussetzungen und Vermögensverluste oder im schlimmsten Fall ein Bank-Run mit der Notwendigkeit eines Milliarden schweren Rettungsprogramms des Steuerzahlers nicht ausgeschlossen werden.

3. Zielsetzung

In dieser Erkenntnis haben wir im Herbst 2010 beim BMF und beim Vorsitzenden des Finanzausschuss des Bundestages angefragt, ob es nicht möglich sei im Rahmen der geplanten Novellierungen des REIT- und des Kapitalanlage-Gesetzes eine Umwandlungsmöglichkeit von Offenen Immobilienfonds in REITs als Option zu ermöglichen. Vom BMF wurde eine Initiative wegen ungeklärter Satzungsfragen bei den OIFs abgelehnt, von der Unionsfraktion wurden wir um ein Positionspapier und um möglichst viele Zustimmungserklärungen aus der Lobby gebeten.

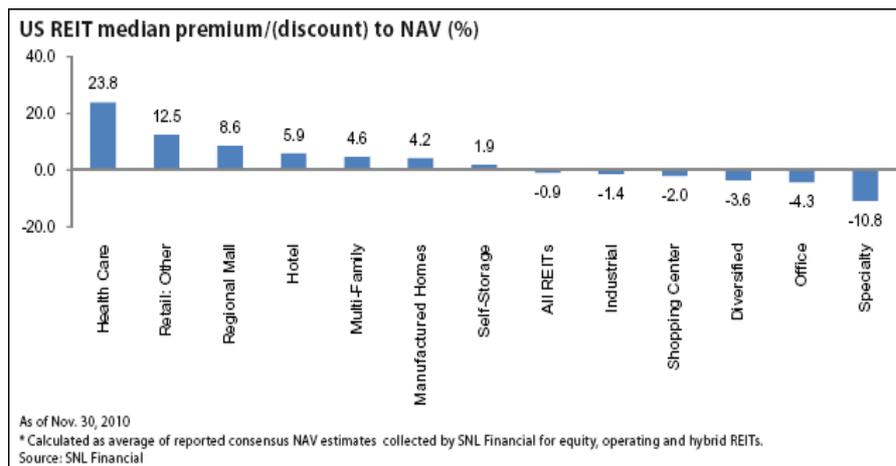
Dieses Positionspapier legen wir hiermit als Kurzgutachten mit folgenden Schwerpunkten vor:

- Konzeptvorteile des REIT
- Bewertung
- Rechtsformänderungsänderung
- Grunderwerbsteuern
- Umwandlungskosten
- Fazit

4. Konzeptvorteile des REIT

Die konzeptionellen Vorteile des REIT gegenüber dem OIF ergeben sich nachfolgend:

- Börsennotiert und damit direkt vom Kapitalmarkt kontrolliert
- Kontrolle des Managements durch die Kapitalanleger direkt
- Hohe Transparenz und aktuelle Berichterstattung
- Konzeptbedingt sind REITs auch für Institutionelle, vor allem auch ausländische Institutionen, sehr interessant ohne die jetzt in der Novelle des OIF-Gesetzes vorgeschlagenen marktfernen Verrenkungen zu benötigen.
- Das G-REIT-Gesetz läßt eindeutig auch unbegrenzt ausländische Immobilien im Portfolio zu, für die dann wie beim OIF die jeweils ausländischen Steuern und Gebühren sowie das jeweilige DBA gelten.
- Alle ausgesetzten OIFs erreichen NAVs, die die aktuell gelisteten deutschen REITs um Größenordnungen übertreffen und die somit eine echte Bereicherung des deutschen Kapitalmarktes wären.
- Bewertung der Anteile mark to market bzw. Immobilien zu fair value.
- Gesetzlich festgelegter Leverage von max. 55% FK ermöglicht konservative Fremdfinanzierung und stabile Ausschüttungen mit EK-Renditen von 5-6,5%.
- Liquidierbarkeit der Anteile (Aktien) tatsächlich börsentäglich.
- Kein Liquiditätsrisiko hinsichtlich der Anteilerrückgabe im Gesellschaftsvermögen bzw. bei der Depotbank.
- Steuerlich quasi Gleichstellung zu OIF bzw. zur Direktanlage.
- Steuerliche Gleichstellung zur Direktanlage bewirkt geringe bis keine Abschläge oder sogar ordentliche Premiums auf den NAV, wie das nachfolgende Chart aus den USA trotz dortiger großer Krise beweist. Dagegen betragen die Abschläge auf ausgesetzte deutsche OIFs derzeit an der Deutschen Fondsbörse zwischen 24 % bis 37 %, im Mittel bei 31%.



5. Bewertung

Die Bewertung der Immobilien in einem OIF erfolgt nach Vorschriften, die im Kapitalanlagegesetz geregelt sind. Diese Bewertungen hinken der Aktualität i.d.R. um mindestens ein halbes bis ein ganzes Jahr und den Marktpreisen nach unseren Beobachtungen mit Abweichungen in Größenordnung 20% nach oben hinterher. Das hat zur Folge, dass bei einer Umwandlung eines OIFs die Immobilien in vorgenannter Größenordnung abgewertet werden müssten. Dies ist allerdings objektiv kein Nachteil für den Anleger, denn bei Liquidation unter Druck wäre der Abschlag mindestens genauso hoch wenn nicht deutlich höher, wie die Abschläge an der Fondsbörse beweisen.

Beim REIT ist die Bewertung nach fair value gesetzlich vorgeschrieben. Somit vollzöge sich bei einer Umwandlung lediglich die sowieso nötige Marktanpassung.

Da die Bewertungsmethode für OIFs gesetzlich festgelegt ist, müsste sie für ein Umwandlungsgesetz vom Gesetzgeber auf die Fair-Value-Methode abgeändert werden.

Ohne gesetzliche Regelung würde eine Neubewertung zu einer Flut von Anfechtungsklagen führen.

6. Rechtsformänderung

Das BMF führt zu Recht an, dass es beim OIF keine Beschlussfassungsorgane gibt, die über eine Rechtsformänderung beschließen können. Deshalb müsste man per Gesetz die Möglichkeit der Einberufung einer Hauptversammlung oder einer vergleichbaren Vollversammlung schaffen, die auf Antrag der KAG oder in einer Notsituation vom BAFIN einberufen würde und bei der dann mit z.B. 75% oder 66,6% der vertretenen Mehrheit eine Rechtsformänderung beschlossen würde. Gleichzeitig müssten die zustimmenden Anteilseigner den nicht zustimmenden Anteilseignern einen Exit mit keinem oder mit nur einem sehr geringem Wertverlust garantieren, um den verfassungsrechtlich geschützten Wert des Eigentums nicht zu verletzen. Hierzu müsste die Hilfestellung durch Banken oder andere Kapitalgeber gesetzlich ermöglicht werden. Verfassungsrechtliche Fragen können aber bereits allein durch die Rechtsformänderung möglicherweise entstehen.

Dieser Themenkomplex wäre auf jeden Fall sehr eingehend von ausgesprochenen Verfassungsrechtlern zu prüfen und könnte ein Killerproblem werden.

7. Grunderwerbsteuern

Die Grunderwerbsteuer ist im Umwandlungssteuergesetz für OIFs nicht geregelt. Faktisch findet nämlich ein Eigentümerwechsel statt, weil die bisherigen Anteilseigner nur mittelbar am Sondervermögen beteiligt sind. Grunderwerbsteuer würde also in jedem Fall zu Recht erhoben werden können. Der Betrag würde sich bei den aktuell ausgesetzten OIFs unter Maßgabe einer fair value Bewertung bezogen auf den Bruttoimmobilienwert (also inkl. Fremdkapital) wie folgt bei den unten erklärten Annahmen (estimates) berechnen:

Abschätzung Transaktionskosten OIF-Umwandlung in REIT In mio. €

	nach OIF - Bewertung	nach Fair -Value
Fondsvolumen	26.426	21.934
Liquidität 15% (est.)	3.964	3.964
Immobilienanteil netto (est.)	22.462	
Fair-Value -Abschlag 20%(est.) auf Immobilien	-	4.492
Immobilienanteil netto (est.)	22.462	17.970
Immoanteil brutto	37.437	29.949
(FK -Anteil est.40%)		
Inlandsanteil (est.) 50%	18.718	14.975
Grunderwerbst. ca. 4,5%	842	674
Notar u. Grundbuch 1%	225	180
Gesamte Transaktionskosten Inland	1.067	854

WMC eigene Berechnungen

Die anfallenden Grunderwerbsteuern würden also für die REITs ca 674 Mio. € ausmachen. Da die Grunderwerbsteuern seit der Föderalismusreform Ländersache ist, müssten alle Länderparlamente zustimmen, wenn auf diese Steuer verzichtet werden oder wenn sie reduziert werden sollte. Die mit der schieren absoluten Höhe verbundene Begehrlichkeit des Fiskus und die von uns unterstellte Zustimmungsnotwendigkeit aller Länderparlamente lassen allerdings die Realisierung eines solchen Antrags als unwahrscheinlich erscheinen.

Für die Gründung von REITs wären jedoch die hohen Transaktionskosten in deren G+V durchaus verkraftbar, wie wir kürzlich in einer Auftragsstudie nachweisen konnten, weil sie jeder vergleichbare andere neu zu gründende REIT in derselben Höhe zu bezahlen hätte. Im Einzelfall des jeweiligen REITs muß man eben auch die absolute Größe des Immobilienportfolios in das Kalkül einbeziehen, das in der Gesamtheit aller ausgesetzten OIFs 37,4 Mrd. € ausmacht. Nicht zu vergessen sind auch die Transaktionskosten im Ausland in ca. derselben Höhe.

Es lässt sich also festhalten, dass alle üblichen Transaktionskosten inkl. Grunderwerbsteuer anfallen und dass es sich vermutlich nicht lohnt, die Gesetzgeber um Ausnahmeregelungen zu bitten.

8. Umwandlungskosten

Insgesamt fallen an Umwandlungskosten vom OIF auf den REIT mindestens (ohne Anspruch auf Vollständigkeit) an:

- Grunderwerbsteuern ca. 4,5 % auf das Bruttoimmobilienvermögen Inland
- Notar und Grundbuch mit ca. 1% auf das Bruttoimmobilienvermögen Inland
- Mindestens dieselben %-Sätze auf das Bruttoimmobilienvermögen im Ausland, also ca. 5,5%.
- Makler- oder Brokergebühren fallen nicht an, wenn das Portfolio unverändert übernommen wird.
- Gründungskosten von ca. 1-1,5 % auf das Grundkapital des REITs, das bei Gründung ca. 25% der Bilanzsumme betragen sollte, um die Objekte finanziert zu bekommen.
- Kosten des IPO von ca. 5-7% bezogen auf das Emissionsvolumen bei IPO.

Diese Kosten fallen aber bei jeder Immo AG oder bei jedem REIT an und sollten niemanden von dem strategisch richtigen Gedanken der Vermögensübertragung von OIF-Vermögen in einen REIT abhalten.

9. Fazit

Zusammenfassend lässt sich festhalten:

- Der REIT als Nachfolge- oder Ersatzprodukt ist strategisch für Anleger, Depotbanken, Staat und den Immobilienmarkt die eindeutig bessere Option als der Verbleib im OIF. Das gilt auch für die derzeit noch nicht geschlossenen OIFs.
- Eine Änderung der Bewertungsregeln für OIFs hin zu fair value halten wir für gesetzlich einfach gestaltbar und ohnehin für geboten unabhängig von einer Umwandlung.
- Die mit der Rechtsformänderung verbundenen und von uns unterstellten Verfassungsrechtlichen Probleme halten wir zwar für technisch und rechtlich aber in absehbarer Zeit nicht politisch für lösbar. Damit könnte eine Umwandlung von vornherein scheitern.
- Die Unvermeidbarkeit des Anfalls von Grunderwerbsteuern und die insgesamt hohen Transaktions-, Gründungs- und Emissionskosten mag manchen überraschen, sollten aber niemanden von dem richtigen Gedanken der Vermögensübertragung von OIFs auf REITs abhalten, weil die Übertragung Management Know How, Vermögenssubstanz, Arbeitsplätze und Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Immobilien- und Kapitalmarktes sichert und weil die Kosten im Ausland ohnehin anfallen.
- **Angesicht des absehbar langwierigen gesetzgeberischen Prozesses zur Ermöglichung einer Umwandlung von OIFs in REITs und der damit verbundenen Unsicherheiten und hohen Kosten lässt sich im Nachhinein nicht überraschend feststellen, dass die eindeutig bessere Lösungsoption zur Umwandlung die Neugründung eines Vor-REITs mit Herauskaufen der Immobilien aus einem OIF zu fair value mit anschließendem IPO ist. Hier bewegt man sich auf gesetzlich geregelter Basis und kann sofort den derzeitigen guten Kapitalmarkt nutzen. Die Kosten sind dieselben, die Unsicherheiten und der Zeitverlust um Größenordnungen geringer.**

10. Danksagung

Wie bedanken uns herzlich bei allen, die uns bei der Erstellung dieser Kurzstudie geholfen haben.

München, 1.6.2011

Weichs Management Consultants

gez. C. Freiherr von Weichs