

Die Retrowelle: Direkt gehaltene Immobilien sind wieder in

Warum in die Ferne schweifen, wenn das Gute liegt so nah? Die Innenstädte deutscher Metropolen stehen auf der Kaufliste ganz oben, denn „Built in Germany“ ist für Immobilieninvestoren ein Qualitätssiegel für stabile Renditen. Die Unterschiede zwischen im Direktbestand und im Spezialfonds gehaltenen Immobilien sind vielfältig.

Von Patrick Eisele

Investoren schätzen Immobilien aufgrund ihrer Diversifikations-eigenschaften und planbarer Cashflows. In der Wertschätzung besonders gestiegen ist in den vergangenen Jahren, wenn auch meist nur in Umfragen, insbesondere der indirekte Immobilienbestand – zumindest bis zur Finanzkrise. Seitdem investieren deutsche Investoren wieder verstärkt direkt in die heimische Scholle. Diese wird intuitiv als risikoärmer als das Ausland wahrgenommen. Zudem ergaben sich aber auch nach dem Rückzug von angelsächsischen Fremdkapital-künstlern interessante Opportunitäten. Laut dem im Juni von Ernst & Young veröffentlichten Trendbarometer will die Assekuranz im laufenden Jahr 56 Prozent in Direktanlagen investieren. Unter Berücksichtigung der geplanten Verkäufe werden damit Ende 2010 die Direktanlagen mit fast 60 Prozent die Immobilienbestände der befragten Versicherer und Pensionskassen weiterhin dominieren.

Das Interesse der Anleger konzentriert sich derzeit auf hochwertige Büro- und Geschäftsgebäude in deutschen Kernstädten. Beispiele für Anleger, die das geänderte Wettbewerbsumfeld nutzten: Die Bayerische Versorgungskammer sicherte sich eine Immobilie auf der Kölner Domplatte und in Stuttgart die Pariser Höfe. Die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe erwarb in Berlin die Kaiserhöfe, und ein Versorgungswerkverband vermietet in München Wohnungen. Zu den Kommanditisten der Schlossviertel Nymphenburg GmbH & Co. KG zählen – geordnet nach der Einlagengröße – die Ärzteversorgungen aus Niedersachsen, Sachsen-Anhalt und Mecklenburg-Vorpommern, die Tierärzteversorgung Niedersachsen, die Apothekerversorgung Niedersachsen sowie der Geschäftsführer der Eurytos Verwaltungs GmbH. Bei dem 2008 begonnenen Großbauprojekt ist nun der Großteil der Wohnungen vermietet. „Neben dem eigenen Direktinvestment sind wieder Club-Deals gesucht, um Investments, die das Volumen und

den Risikoappetit eines Investors übersteigen, sinnvoll tätigen zu können“, kommentiert Dr. Stephan Kloess von Kloess Real Estate. „Dazu hat neben den genannten Gründen auch die Erfahrung geführt, dass sich die Investoren ihre Investmentpartner bei indirekten Investitionen nicht aussuchen können.“ In den internationalen indirekten Vehikeln wurde aufgrund der Krise die Erfahrung gemacht, dass die verschiedenen Investoren zu unterschiedliche Ausgangslagen und Zielvorstellungen haben.

_(Ver-)trautes Heim, Glück allein

Bei Opportunitäten heißt es für eigenkapitalstarke Investoren zuzugreifen. Grundsätzlich gilt es aber bei der Abwägung „Fondsinvestment versus Aufstockung des Direktbestands“, der auch wieder um in einen Spezialfonds gepackt werden kann, verschiedene Aspekte abzuwägen. Nicht unwesentlich: steuerliche Fragen. Anders als im Spezialfonds wird bei der Direktanlage die AfA fällig. Die Abschreibungen für Abnutzungen reduzieren das Immobilienanlagevermögen im Direktbestand jährlich um pauschal zwei Prozent. Die Direktbestands-Mietrendite reduziert sich so um etwa knapp die Hälfte. Dies ist besonders nachteilig für eine Lebensversicherung, die jedes Jahr ihren Vertrieb mit einer möglichst hohen Durchschnittsverzinsung „munitionieren“ muss.

Laut dem aktuellen Trendbarometer von Ernst & Young Real Estate erwarten die befragten Versicherer und Pensionskassen von ihren direkten Immobilienanlagen eine Rendite von 4,8 Prozent und von indirekten Immobilieninvestments 5,8 Prozent. „Die Bewertung des Immobiliendirektbestands ist nicht das Problem. Das Problem ist die

Abschreibung“, erklärt Siegfried Cofalka von SEB Asset Management. „Diese dauernde Wertminderung entfällt nach der Einbringung oder dem Kauf der Immobilie in einen Spezialfonds.“ Eine Sachversicherung trifft dieser Punkt weniger. Erschwerend hinzu kommt für Lebensversicherungen in der Regel, dass die positive Wirkung der Afa auf die Höhe der zu zahlenden Ertragssteuern entfällt, da die Besteuerungsgrundlagen von Lebensversicherern an besondere Merkmale anknüpfen. Die Alte Leipziger hält trotzdem einen Großteil ihrer Immobilienanlagen im Direktbestand: „Es ist richtig, dass die Afa bei Direktanlagen in Immobilien grundsätzlich einen negativen Effekt auf die Gesamtverzinsung ausübt. Allerdings führt die Afa im Direktbestand zu geringeren Buchwerten und damit im Laufe der Zeit zu einer zunehmend höheren Verzinsung der Immobilie“, teilt das Unternehmen mit. Auch die Swiss Life, eine Versicherung, die sich stark in Pflegeimmobilien engagiert, sieht in der Afa zumindest längerfristig eine positive Wirkung: „Die Afa ist kein Hinderungsgrund für ein



Siegfried Cofalka, SEB Asset Management

Die Afa drückt auf den Immobiliendirektbestand.

Direktinvestment, denn die Abschreibungen entwickeln sich zu Reserven“, erklärt die Swiss Life und fügt hinzu, dass in diesem Zusammenhang eine IFRS-Betrachtung sinnvoll ist, da diese einer Marktbetrachtung näher kommt. 2009 belief sich der Direktbestand des Immobilienportfolios der Swiss Life auf 292 Millionen Euro.

Mit Investments über Spezialfonds und Publikumsfonds lassen sich zumindest die pauschalen Abschreibungen vermeiden. Die Immobilien werden von Wertgutachtern bewertet, der Jahresabschluss von Wirtschaftsprüfern testiert. „Vorausgesetzt die Immobilien verlieren nicht an Wert, darf ein Fonds den positiven Saldo von Einnahmen und Ausgaben ausschütten, also die überfließende Liquidität“, erläutert Jochen Schenk, Vorstand der Real IS. Aber Achtung Steuerbilanz! „Spezialfonds- und Publikumsfondsausschüttungen werden zwar nicht durch die Regel-Afa gemindert, aber in der Steuerbilanz sind diese Abschreibungen zu berücksichtigen. Das führt zu Steuerentlastungen im jeweiligen Geschäftsjahr, gleichzeitig aber zu sich kumulierenden Steuerverbindlichkeiten in der Zukunft“, so Schenk. Diese Auswirkungen dürfen nicht unterschätzt werden.

Steuerliche Aspekte sind bei der Frage „Direktbestand versus Fondsinvestment“ aber nur ein Teilaspekt. „Richte nie dein Geschäftsmodell nach der Steuer aus“, spitzt es Schenk zu. Auch die Alte Leipziger empfiehlt, eine Entscheidung nicht nur auf Basis von steuerlichen Aspekten zu treffen. Vielmehr sollte jeder Investor eine

individuelle Entscheidung treffen, die eine Vielzahl ökonomischer Kriterien auf Basis der jeweiligen Strukturen und Rahmenbedingungen berücksichtigen sollte. Dazu gehören aus Sicht der Alten Leipziger die Themen „Liquidität der Anlagevehikel“ und „Gebührenstrukturen von Fondsanlagen im Vergleich zu den Kosten einer eigenen Verwaltung“. „Nicht zuletzt sollte auf die Auswahl des Managers und die Interessengleichheit von Anleger und Manager geachtet werden, damit nicht im Nachhinein Überraschungen bezüglich des eingegangenen Risikos auftreten“, mahnt die Alte Leipziger.

_Afa: Renditebremse und Reservenbilder

Zu den von der Versicherung erwähnten ökonomischen Kriterien auf Basis der jeweiligen Strukturen und Rahmenbedingungen dürften vor allem Kennziffern zählen, die auf die Frage „Make or Buy“ Antwort geben. Je größer der Direktbestand, desto eher lohnt sich eigenes Personal. Die Versicherungen setzen die Effizienzgrenze hier natürlicherweise in der Regel niedriger als Fondsanbieter an. Die Swiss Life merkt an, dass die Kosten der externen Immobilienverwaltung im Vergleich zum Direktinvestment relativ hoch sind, und auch, dass Immobilienspezialfonds derzeit einen hohen Zeitaufwand erfordern. Trotzdem ist bei Anlegern ein Umdenken erkennbar. Gemäß der Umfrage von Ernst & Young Real Estate ist ein Drittel mit der Reorganisation der Immobilienabteilung beschäftigt. Praktisch kommt es dabei zu einer Verschlankeung und Auslagerung. Die Gothaer hat ihren Immobiliendirektbestand sogar komplett abgestoßen.

Immobilienmanagement für den Direktbestand kann je nach Ausgestaltung sehr personalintensiv sein. Ein Grund, warum viele Versicherungsunternehmen ihre Immobilien in einen Spezialfonds einbringen, ist unter anderem, dass so die Personalkosten reduziert werden. Derzeit scheint kein Investor interne Personalkapazitäten aufzubauen. In vielen Häusern dürfte jedoch die Überzeugung bestehen, dass eine



Jochen Schenk, Real IS

Steuer nie allein nach steuerlichen Erwägungen!

Konkurrenzsituation zwischen eigenen Mitarbeitern und externen Fondsmanagern beide Seiten befruchtet. Auf der Hand liegt auf jeden Fall, dass für den Direktbestand zumindest so viel Kapitalanlagevolumen und Personalressourcen gegeben sein müssen, dass eine ausreichende Diversifikation nach Standorten und Nutzungsarten erreicht wird. Genauso auf der Hand liegt auch, dass der effiziente Weg in ausländische Immobilien nur über Fondsinvestments führt. Die geografi-

sche Diversifikation über den Heimatmarkt hinaus ist mangels ausreichender Expertise und Ressourcen in der Direktanlage nicht darstellbar.

Natürlich haben auch Fondsinvestments ihre Tücken. Unterschiedliche Vehikeltypen und Berechnungsarten – die Inrev spricht hier nur Empfehlungen aus – erschweren eine Aggregation der Fondsrenditen. In der Finanzkrise litt die Rendite mancher Spezialfondsinvestoren zudem stark darunter, dass Co-Investoren, insbesondere Dachfonds, nolens volens ihre Anteilsscheine zurückgaben. Für diese Anleger musste teure Liquidität geschaffen werden. „Probleme mit Co-Investoren sind für mich kein Argument pro Direktbestand. Hier stellt sich vielmehr die Frage, ob man zuvor seine Co-Investoren richtig ausgewählt hat“, sagt Jochen Schenk. Heute wird mehr auf eine übereinstimmende Interessenlage bezüglich Laufzeiten und Ausschüttungen geachtet als vor der Finanzkrise.

Home-Bias-Revival: Wo deutsche Investoren nach der Krise auf Einkaufstour waren

2010

- Allianz erwirbt von Aldi Süd Handelsimmobilien.
- Allianz Real Estate erwirbt das 28.000 qm große Bürohaus Spherion in Düsseldorf für 100 Millionen Euro.
- Die Apo Immobilien KAG erwirbt in Düsseldorf für 28 Millionen Euro eine Büroimmobilie auf dem ehemaligen Rheinmetall-Gelände.
- Die Württembergische Lebensversicherung erwirbt ein Einzelhandelsobjekt mit etwa 8.100 qm in Karlsruhe.
- Die Swiss Life erwirbt das Einzelhandelsobjekt Breite Straße mit 5.800 qm in Köln.
- Für die Zusatzversorgungskasse der bayerischen Gemeinden erwirbt die Bayerische Versorgungskammer das Domkarree Köln.

2009

- Die Bayerische Apothekerversorgung erwirbt das Bürohaus Westend First in Frankfurt für 55 Millionen Euro.
- Die Hannover Rück erwirbt ein Bürogebäude mit etwa 2.100 qm Fläche in Frankfurt für 11,5 Millionen Euro.
- Die Bayerische Versorgungskammer erwirbt für die Versorgungsanstalt der Bühnen das Großprojekt Pariser Höfe in Stuttgart. Bis 2012 sollen auf 23.500 qm Wohnungen und auf 8.800 qm Bürofläche entstehen. Das Investitionsvolumen wird mit etwa 85 Millionen Euro angegeben.
- Die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe erwirbt mit einem intern gemanagten Fonds die Kaiserhöfe in Berlin, die etwa 14.200 qm Platz für Büros und Wohnungen bieten.
- Die Swiss Life erwirbt sieben Pflegeimmobilien in Schöllkrippen, Erlensee, Kippenheim, Langwied, Albstadt, Fulda und Klettgau von Hochtlief.
- Die Swiss Life erwirbt die Büroimmobilie Lighthouse in Düsseldorf.

Quelle: Kloess Real Estate und eigene Recherchen;
© portfolio institutionell