

Immobilien & Finanzierung

Der Langfristige Kredit

Der Immobilien-Spezialfonds in Entfaltung

Hans Karl Kandlbinder / Till Entzian*

Der Immobilien-Spezialfonds, der sich in den Boomjahren 1999 und 2000 am Kapitalmarkt etablieren konnte, setzt seine erfolgreiche Entwicklung auch in der allgemeinen Aktienbaisse fort. In ihrem großen Branchenreport analysieren Dr. Hans Karl Kandlbinder, Investmentberatung für institutionelle Anleger, Grafing bei München, und Rechtsanwalt Till Entzian, Frankfurt am Main, die gegenwärtige Marktlage, die Anbieterbewertung und Anlegerstrukturen. Dabei stützen sich die Autoren nicht nur auf die Bundesbankstatistik, sondern vergleichen sie mit eigenen Erhebungen. Die 50 Immobilien-Spezialfonds und ihr verwaltetes Fondsvermögen in Höhe von über neun Milliarden Euro sind für viele Experten Beleg dafür, dass diese Anlageform das optimale Mittel für transnationale Real Estate Investments der Zukunft darstellt. (Red.)

Nach dem Durchbruch der Immobilien-Spezialfonds im Jahre 1998 und den Boomjahren 1999 und 2000 hat der Immobilien-Spezialfonds auch im Jahre 2001 erneut kräftig zugelegt: Nach Bundesbankzahlen im Fondsvolumen von 6,39 Milliarden Euro um 2,39 Milliarden Euro (also um plus 37,4 Prozent) auf 8,78 Milliarden Euro (Tabelle 1).

Auf Basis der gemeldeten Zahlen (die Autoren haben wie üblich eine empirische Umfrage bei allen Anbietern von Immobilien Spezialfonds durchgeführt – Red.), ist der Anstieg im Fondsvolumen von 6,42 Milliarden Euro um 2,62 Milliarden Euro auf 9,04 Milliarden Euro mit plus 40,7 Prozent noch spektakulärer (Abweichungen zu den Zahlen der Bundesbank durch dort nachträglich eingereichte Meldungen für 2000 in 2001 erklärbar).

Zum Jahresende 2001 erscheinen bei der Bundesbank 49 Immobilien-Spezial-

fonds. Nach der diesjährigen Umfrage ergeben sich jedoch 50 Immobilien-Spezialfonds mit einem entsprechend höheren Fondsvolumen (Tabelle 2; in den Fußnoten sind die Differenzen erklärt). Das Volumen der Immobilien-Publikumsfonds erhöhte sich im gleichen Zeitpunkt von 48,93 Milliarden Euro um 10,31 Milliarden Euro auf 59,95 Milliarden Euro (was einen Rekordzufluss noch höher als in den Jahren 1993, 1996 und 1999 bedeutet) oder um plus 21,1 Prozent.

Wiederum zwei neue Anbieter und acht neue Fonds

Der Neumittelzufluss beim Immobilien-Spezialfonds legte im Jahre 2001 mit fast plus 70 Prozent gegenüber dem Vorjahr nicht nur kräftig zu, sondern war der höchste Mittelzufluss in einem Kalenderjahr seit Bestehen des Immobilien-Spezialfonds überhaupt. Weitere zwei Neuanbieter von Spezialfonds (Ta-

belle 2) sind im Jahre 2001 auf dem Markt aufgetaucht, nämlich

- Commerz Grundbesitz Spezialfondsgesellschaft mbH, Wiesbaden, und
- SEB Immobilien-Investment GmbH, Frankfurt,

so dass es per Ende 2001 – nach erst fünf in 1996 – schon 14 Kapitalanlagegesellschaften (KAG) gibt, die Immobilien-Spezialfonds anbieten.

Darüber hinaus existiert seit kurzem in Hamburg die Warburg-Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH, die sicherlich noch im Laufe des Jahres 2002 auf dem Markt für Immobilien-Spezialfonds auftauchen wird. Am Markt hört man zudem von weiteren geplanten entsprechenden Neugründungen beziehungsweise kennt man mit der KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt, bereits eine KAG-Neugründung, die zwar bisher lediglich mit der Auflage eines Publikumsgrundstücksfonds hervorgetreten ist, aber ebenfalls ins Geschäft mit Immobilien-Spezialfonds einsteigen will.

Die Anzahl der Immobilien-Spezialfonds ist gemäß den Ergebnissen der Rundfrage im Jahre 2001 von 42 Fonds um acht Neuauflegungen (plus 19 Prozent) auf 50 Immobilien-Spezialfonds gestiegen.

Äußerst interessant ist in diesem Zusammenhang indirekt für den Immobilien-Spezialfonds die Entwicklung bei jenem Immobilien-Publikumsfonds, der in der Fußnote zu Tabelle 2 als für den „nicht-öffentlichen Vertrieb“ der Siemens KAG dargestellt wird, aber gemäß Verlautbarung der KAG-Geschäftsleitung ausschließlich von institutionellen Investoren erworben werden kann:

Bis zum Jahresende 2001 waren dies mit 573 Millionen Euro fast ausschließlich Investoren (Versorgungseinrichtungen) aus dem weltweiten Siemens Konzernbereich, jedoch bei dem zum Geschäftshalbjahresende zum 28. Februar 2002 innerhalb von nur zwei Monaten um 157 Millionen Euro oder um 27,4 Prozent stark gestiegenen Fondsvolumen handelt es sich um massive Investitionen von institutionellen Anlegern, die nicht zum Siemens Konzern gehören.

Dieser Publikumsfonds mit nicht-öffentlichem Vertrieb „SKAG Euroinvest Immobilien“ ist auf dem besten Wege, sich zu einem spezialfonds-ähnlichen Pool-Fonds zu entwickeln, der den Vorteil aufweist, in seiner Investorenanzahl nicht auf zehn Anleger beschränkt zu sein und außerdem alle Publikumsfonds-Schutzvorschriften seinen Anlegern bieten zu können.

Starker Volumenzuwachs

Der Volumenzuwachs beim Immobilien-Spezialfonds ist im Jahre 2001 in jedem Fall beachtlich, ganz gleich welche Berechnungsart man präferiert – nämlich entweder die über 40 Prozent auf Basis der Umfragezahlen oder die gut 37 Prozent gemäß Bundesbankstatistik. Erstaunlich ist in dieser Konstellation nicht, dass der Neumittelzufluss beim Immobilien-Spezialfonds im Jahre 2001 ein neues Allzeithoch erreichte und dass auch beim Immobilien-Publikumsfonds Nettomittelzuflüsse in der Rekordhöhe eines

zweistelligen Euro-Milliardenbetrags im gleichen Zeitraum zu verzeichnen waren.

Als wegweisend für die weitere Entwicklung des Anlagemediums Immobilien-Spezialfonds werden sich die auch im Jahre 2001 stark gestiegenen Neuauflegungen von Fonds herausstellen. Auch wenn die Vorschriften betreffend die „Übergangszeit bis zum Zeitpunkt der Reife“ eines Grundstücks-Sondervermögens weggefallen sind und damit auch die Erlangung der Deckungsstockfähigkeit von Anlagen in Immobilien-Spezialfonds wesentlich erleichtert wurden, will jeder Manager eines Immobilien-Spezialfonds möglichst schnell eine „optimale Mindest-Manövriermasse“ von rund 200 bis 400 Millionen Euro erreichen.

Trotzdem dürfte klar sein, dass die Durchschnittsgröße pro Immobilien-Spezialfonds, die per Ende 2001 bei zirka 179 Millionen Euro lag und damit über die bisher erreichte Höchstmarke von 165 Millionen Euro in 1996 deutlich gestiegen ist, auf lang absehbare Zeit wesentlich unter derjenigen der Immobilien-Publikumsfonds bleiben wird, obwohl bei den Immobilien-Spezialfonds in letzter Zeit ein deutlicher Trend zum Poolfonds (mit mehreren, das heißt bis zu maximal zehn nicht-natürlichen Anlegerpersonen) erkennbar wird, wodurch größere Fondsvolumina als die bisher erreichten Maximalvolumina begünstigt werden.

Durch den Markteintritt zweier weiterer Anbieter und die Auflegung von acht

weiteren Immobilien-Spezialfonds haben sich die Marktanteile der jetzt 14 Anbieter weiter relativiert, das heißt nivelliert (Tabelle 2). Dementsprechend haben manche der „kleineren“ Anbieter durch ein Volumenwachstum, das sich stärker als der Marktdurchschnitt bewegte, ihren Nachholbedarf bei den Marktanteilen erneut realisiert, während manche der „größeren“ und länger auf dem Markt befindlichen Anbieter auf relativ hohem, aber nur anscheinend stagnierendem Niveau verblieben.

Jedoch ist der Marktanteil der beiden größten Anbieter zusammengenommen im Jahre 2001 von 59,9 Prozent um 2,4 Prozentpunkte auf 62,3 Prozent am Gesamtvolumen gestiegen und insgesamt schafften im Jahre 2001 vier Kapitalanlagegesellschaften in ihren Marktanteilen besonders bemerkenswerte Vorrückungen. Das Volumenwachstum der Gesamtbranche auf der Grundlage der bekannt gegebenen Zahlen von plus 40,7 Prozent verteilt sich auf die einzelnen Kapitalanlagegesellschaften wie aus Tabelle 3 ersichtlich.

Herkunft des hohen Mittelaufkommens

Die Herkunft der in die Immobilien-Spezialfonds in 2001 geflossenen neuen Mittel in Höhe von 2 274 Millionen Euro wird durch die Bundesbankstatistik mit über 81 (im Vorjahr fast 79) Prozent den inländischen Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und den berufs-

Tabelle 1: Entwicklung Fondsvolumen und Mittelaufkommen der Immobilien-Publikumsfonds und der Immobilien-Spezialfonds 1976 bis 2001

(das gesamte Fondsvolumen beziehungsweise das gesamte Mittelaufkommen pro Jahr beziehungsweise pro Betrachtungszeitraum jeweils = 100%); Volumensangaben ab 1999 in Mill. Euro (zum Vergleich 1998 zusätzlich in Mill. Euro)

Immobilien-Publikumsfonds					Immobilien-Spezialfonds							
Mittelaufkommen		Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen p/Fonds Mill. DM	Jahr	Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen p/Fonds Mill. DM	Mittelaufkommen	
in %	in Mill. DM		in Mill. DM	in %				in Mill. DM	in Mill. DM		in %	in Mill. DM
-	242	8	3 000	99	375	1976	2	40	1	20	n.b.	n.b.
75	749	9	8 528	89	948	1985	7	1 085	11	155	255	25
62	492	12	16 070	88	1 339	1989	9	2 168	12	241	298	38
-	./.	14	17 954	95	1 282	1990	7	930	5	133	134	+++
92	14 716	15	44 254	94	2 950	1993	9	2 823	6	314	1 212	8
98	13 950	15	74 224	95	4 948	1996	13	4 193	5	323	342	2
95	6 436	16	81 026	95	5 064	1997	16	4 505	5	282	362	5
78	4 690	17	86 220	94	5 072	1998	21	5 771	6	275	1 292	22
	2 398		44 084		2 593	1998 (Euro)		2 951		141	661	
82	7 395	18	51 363	92	2 854	1999	31 *	4 618 *	8	149	1 659	18
-	./.	20	48 931	88	2 447	2000	41 *	6 387 *	12	156	1 338	+++
82	10 159	22	59 249	87	2 693	2001	49 *	8 778 *	13	179	2 274	18

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik, Tabellen Seite 52-57 beziehungsweise 58

* Erklärbare Differenz zu den Umfrageergebnissen des Autors (siehe dort Tabelle 2).

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 2: Zusammenfassung Anzahl und Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds

Kapitalanlagegesellschaften	31.12.2001			31.12.2000			31.12.1999		
	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %
Aachener Grundvermögen	2	718	8,0	2	652	10,1	2	620	12,3
APO Immobilien	4	528	5,8	3	167	2,6	2	120	2,4
AXA Colonia	3	457	5,1	2	388	6,0	2	373	7,4
CGS	1	13	0,1	-	-	-	-	-	-
DEFO	1*	153	1,7	1	151	2,3	1	149	3
DEKA-Immobilien	5	575	6,4	3	429	6,7	3	271	5
Dt. Grundbesitz Europa	1	126	1,4	1	108	1,7	-	-	-
DIFA	2	391	4,3	2	400	6,2	2	369	7
Hansalvest	1	328	3,6	1	216	3,4	1	207	4
iii	6	1 498	16,6	7	960	15,0	4	615	12
MEAG Munich Ergo Real Estate	1	67	0,7	1	33	0,5	-	-	-
Oppenheim Immobilien-KAG	21	4 132	45,7	18	2 880	44,9	15	2 268	45,1
SEB ImmoInvest	1	6	0,1	-	-	-	-	-	-
West Invest	1	45	0,5	1	37	0,6	1	37	0,8
insgesamt	50**	9 037**	100,0	42**	6 421**	100,0	33**	5 029**	100

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Quelle: Recherchen Dr. Kandlbinder und BVI-Statistik

* DEFO besitzt mit DEFO-Immobilienfonds 1 einen weiteren „Immobilien-Spezialfonds“ (fortgeführt aus der Zeit vor der KAGG-Novelle 1990) mit einem Fondsvolumen von 1 039 Mill. Euro per 12/01; allerdings gehört dieser Fonds mehr als zehn Inhabern aus einem Bereich der Institutionalisierten Altersversorgung und muss deshalb gesetzlich unter der Rubrik Immobilien-Publikumsfonds ausgewiesen werden, auch wenn dieser Fonds de facto nach wie vor wie ein Immobilien-Spezialfonds gemanagt wird und also rechtlich korrekt einen Publikumsfonds mit „nicht-öffentlichem Vertrieb“ darstellt. Auch Siemens KAG verwaltet mit dem SKAG Euroinvest Immobilien seit 9/1999 einen „spezialfonds-ähnlichen“ Immobilien-Publikumsfonds für institutionelle Investoren, der ausweislich des Halbjahresberichts zum 28. Februar 2002 ein Volumen von 730 Mill. Euro besitzt (FV in 12/01 573 Mill. Euro).

** Zahlen aus den Umfragen Dr. Kandlbinder: Differenzen zur Bundesbankstatistik sind erklärbar (dort in 2001 nur 49 Fonds mit FV 8 778 Mill. Euro, in 2000 nur 41 Fonds mit FV 6 387 Mill. Euro und in 1999 nur 31 Fonds mit FV 4 618 Mill. Euro).

ständischen Versorgungswerken (diese Anleger sind in der Bundesbankstatistik als eine nicht unterschiedene Gruppe erfasst) zugeschrieben (vergleiche Tabelle 4). Die anderen Anlegergruppen haben in ihrem Mittelaufkommen bei Immobilien-Spezialfonds differenziert, jedoch meist schwächer abgeschnitten:

Die „sonstigen Unternehmen“ mit 18 Millionen Euro oder 0,8 Prozent (im Vor-

jahr mit 30 Millionen Euro oder 2,2 Prozent), die Sozialversicherungsträger inklusive den öffentlichen Zusatzversorgungsanstalten mit 19 Millionen Euro oder 0,8 Prozent (im Vorjahr 26 Millionen Euro oder 1,9 Prozent), „Private Organisationen ohne Erwerbszweck“ (hier wohl hauptsächlich aus den kirchlichen Bereichen) mit 51 Millionen Euro oder 2,2 Prozent (im Vorjahr mit 49 Millionen Euro oder 3,7 Prozent).

Kreditinstitute tauchen erstmals in der Bundesbankstatistik mit einem Zugang von 26 Millionen Euro (gleich 1,1 Prozent vom Gesamtzugang) auf. Nicht-deutsche Anleger haben in 2001 ihre Investitionen im Immobilien-Spezialfonds kräftig auf 310 Millionen Euro aufgestockt (nach 179 Millionen Euro im Vorjahr) und erreichen damit 13,6 Prozent vom Gesamtzugang (nach 13,4 Prozent im Vorjahr).

Tabelle 3: Aufteilung der Wachstumsraten auf die Kapitalanlagegesellschaften

	2001	2000	1999
	in Prozent		
Aachener Grundvermögen	+ 10,1	+ 5,2	+ 10,3
APO Immobilien	+ 216,2	+ 39,2	von Null kommend
AXA Colonia	+ 17,8	+ 4,0	von Null kommend
CGS	von Null kommend	-	-
DEFO	+ 1,3	+ 1,3	+ 1,4
DEKA-Immobilien	+ 34,0	+ 58,3	+ 48,1
Dt. Grundbesitz Europa	+ 16,7	von Null kommend	-
DIFA	./ 2,2	+ 8,4	+ 3,0
Hansalvest	+ 51,9	+ 4,4	+ 72,5
iii	+ 56,0	+ 56,1	+ 145,0
MEAG Munich Ergo Real Estate	+ 103,0	von Null kommend	-
Oppenheim Immobilien-KAG	+ 43,5	+ 27,0	+ 70,5
SEB ImmoInvest	von Null kommend	-	-
West Invest	+ 21,6	+/- Null	von Null kommend
insgesamt	+ 40,7	+ 27,7	+ 70,4

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. Copyright: Hans Karl Kandlbinder
Quelle: Recherchen Dr. Kandlbinder und BVI-Statistik

Analyse der Inhaber von Immobilien-Spezialfonds

Bei der Struktur der Inhaber der Immobilien-Spezialfonds haben sich per Ende 2001 erneut einige wenige, aber doch signifikante Verschiebungen ergeben (Tabelle 5). Der Anteil der Versicherungswirtschaft am Volumen der Immobilien-Spezialfonds hat sich bei ansteigendem Marktvolumen in 2001 gegenüber dem Vorjahr von 46,1 Prozent leicht ermäßigt auf 45,2 Prozent, kann aber auf dem Niveau von 1999 als konstant gelten.

Der Anteil der institutionalisierten Altersversorgung erhöhte sich weiter auf 35,6 Prozent, ohne die Größenordnung der früheren Jahre (zum Beispiel 1995 bis 1998 zwischen 38 und fast 43 Prozent) zu erreichen. Die Gruppe der Wirt-

Tabelle 4: Struktur der Herkunft des Mittelaufkommens nach Inhabern von Immobilien-Spezialfonds

	Σ	kumulativ Jan. bis März 2002		kumulativ Jan. bis Dez. 2001		kumulativ Jan. bis Dez. 2000		kumulativ Jan. bis Dez. 1999	
		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	Σ	398	97,3	1 964	86,4	1 159	86,6	1 376	82,9
davon Kreditinstitute		2	0,5	26	1,1	-	-	-	-
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)		344	84,1	1 852	81,5	1 054	78,8	1 255	75,6
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)		-	-	18	0,8	30	2,2	12	0,7
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)		13	3,2	19	0,8	26	1,9	73	4,4
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)		39	9,5	51	2,2	49	3,7	37	2,2
Ausländer gesamt	Σ	11	2,7	310	13,6	179	13,4	284	17,1
Gesamtes Mittelaufkommen	Σ	409	100,0	2 274	100,0	1 338	100,0	1 661	100,0

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.
Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 5: Struktur der Spezialfonds-Inhaber in Mill. Euro beziehungsweise in Prozent vom Fondsvolumen (Immobilien-Spezialfonds)

	Ende 2001		Ende 2000		Ende 1999	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
I-V Inländische Spezialfondsinhaber						
I VU Versicherungswirtschaft insgesamt also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	4 088	45,2	2 957	46,1	2 277	45,3
II SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	-	-	-	-	-	-
III Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördlich und/oder betriebliche Versorgungswerke	3 216	35,6	2 099	32,7	1 554	30,9
IV Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute)	181 (106)	2,0 (1,2)	105 (48)	1,6 (0,8)	56 (20)	1,1 (0,4)
V Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	688	7,6	606	9,4	514	10,2
VI Ausländische Spezialfonds Inhaber	864	9,6	654	10,2	628	12,5
Spezialfonds-Inhaber insgesamt	9 037	100,0	6 421	100,0	5 029	100,0

Ergebnisse einer Umfrage von Dr. Kandlbinder

Anmerkung: Es konnten alle 14 KAG's (in den beiden Vorjahren zwölf beziehungsweise zehn KAGs) erfasst werden, die Immobilien-Spezialfonds aufgelegt haben (also jeweils 100 Prozent des Fondsvolumens).

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 6: Struktur der Spezialfonds-Inhaber nach Bundesbank-Aufgliederung in Mill. Euro beziehungsweise in Prozent des Fondsvolumen (Immobilien-Spezialfonds)

	Ende 2001		Ende 2000		Ende 1999	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	7 338	83,6	5 295	82,9	3 739	81,0
davon Kreditinstitute	27	0,3	-	-	-	-
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	6 528	74,4	4 602	72,1	3 156	68,3
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	63	0,7	44	0,7	12	0,3
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)	118	1,3	98	1,5	73	1,6
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	603	6,9	550	8,6	498	10,8
Ausländer gesamt	1 439	16,4	1 093	17,1	879	19,0
Spezialfonds insgesamt (alles Ausschüttungsfonds)	8 778	100,0	6 387	100,0	4 618	100,0

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 7: Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds nach Anlagekategorien
(in Anlehnung an die Definition der Vermögensgegenstände in KAGG)

	3/02		12/01		12/00		12/99*	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Grundstücke	10 014	107,8	9 516	108,4	6 725	105,3	4 599	99,6
davon: bebaute Grundstücke	9 807	105,6	9 255	105,4	6 525	102,2	4 533	98,2
unbebaute und im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke, das heißt übrige Grundstücke	207	2,2	261	3,0	200	3,1	65	1,4
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	311	3,3	315	3,6	236	3,7	44	0,9
Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere)	237	2,6	198	2,3	230	3,6	223	4,8
Bankguthaben	1 053	11,3	985	11,2	698	10,9	702	15,2
Sonstiges Vermögen	444	4,8	447	5,1	227	3,5	221	4,8
Verbindlichkeiten	2 770	29,8	2 683	30,6	1 729	27,1	1 170	25,3
darunter aufgenommene Kredite	2 465	26,5	2 278	25,9	1 548	24,2	927	20,1
Fondsvermögen insgesamt ./.. Verbindlichkeiten	9 288	100,0	8 778	100,0	6 387	100,0	4 618	100,0

Anmerkung: Summendifferenzen durch Rundungen.

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

* Zwei Besonderheiten ab 1/99: Nicht nur Euro-Umstellung, sondern erstmalig erscheinen „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften“.

Tabelle 8: Grundstücksquote nach VU/PK/StK-Bilanzen: Kapitalanlagen insgesamt zu Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten
(Zahlen in Mill. DM, wenn nichts anderes angegeben)

	2000			1999			1998		
	Spalte 1 Kap. Anl. insgesamt (660)	Spalte 2 davon Grundstücke	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1	Spalte 1 Kap. Anl. insgesamt (666)	Spalte 2 davon Grundstücke	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1	Spalte 1 Kap. Anl. insgesamt (677)	Spalte 2 davon Grundstücke	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1
alle VU	1 703 924	53 502	3,14	1 595 765	53 682	3,36	1 465 507	54 756	3,74
LVU	1 056 099	30 158	2,86	987 621	30 247	3,06	904 516	31 188	3,45
PK	134 968	7 031	5,21	127 024	6 936	5,46	120 405	6 947	5,77
StK	2 503	84	3,36	2 337	88	3,77	2 196	92	4,19
Kranken VU	142 266	3 585	2,52	127 465	3 511	2,75	111 782	3 398	3,04
Sch/U VU	188 053	8 818	4,69	184 623	9 180	4,97	178 043	9 406	5,28
Rück VU	180 036	3 827	2,13	166 696	3 720	2,23	148 565	3 724	2,51

Anmerkung: Die Anzahl der erfassten/berichtenden Unternehmen ist nicht konstant und jeweils in Klammern angegeben.
Quelle: GB BAV, jeweils Tabelle 040 und 041 beziehungsweise 110, 210, 310, 410, 510 und 610

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

schaftsunternehmen legte auf 181 Millionen Euro oder 2,0 Prozent zu (von 105 Millionen Euro oder 1,6 Prozent des Vorjahres kommend), wobei erneut ein gesteigener Anteil von Investitionen von Kreditinstituten mitgeteilt wurde, obwohl eine Anlegergruppe Kreditinstitute in der Bundesbankstatistik nur mit einem Viertel dieses Betrages genannt wird.

Unterschiedliche Systematik

Aber solches ist – wie nachfolgend dargestellt – leicht erklärbar. Außer den verschiedenartigen Zuordnungen in der Bundesbankstatistik einerseits und der aktuellen Umfrage andererseits, können auch andere Systemansätze zu unter-

schiedlichen Ergebnissen führen: Der entsprechende Fragebogen der Bundesbank lässt zum Beispiel im Vordruck 10 380 bei der Art der Anteilhaber in der Rubrik 08 „Art der Anteilhaber“ nur eine Art Anteilhaber pro Spezialfonds zu, wobei dann – wenn es mehrere sind – der dominante Anteilhaber anzukreuzen ist. In der Umfrage wird aber bewusst auf das jeweilige exakte anteilige Volumen der Mittelherkunft pro Fonds je einzelnen Anteilhaber abgehoben.

Durch diese unterschiedliche Systematik ist es deshalb durchaus möglich (um ein extremes Beispiel zu bilden), dass zwei Spezialfonds mit Volumen von zwei Mal 100 Einheiten, die dominant jeweils einem Anleger der Versicherungsbranche

gehören, an deren Volumen jedoch zu jeweils 49 Prozent nicht-deutsche Anleger beziehungsweise Kreditinstitute beteiligt sind, in der Bundesbankstatistik völlig richtig mit Volumen 200 Einheiten unter der Anleger-Rubrik Versicherungen erscheinen, bei der Rundfrage (der Autoren – Red.) aber zu 102 Einheiten bei der Anlegergruppe Versicherungen und zu 98 Einheiten bei anderen Anlegergruppen, nämlich jeweils zu 49 Einheiten bei der Anlegergruppe „ausländische Spezialfonds-Inhaber“ beziehungsweise „Kreditinstitute“. Die Anteile der Kategorien „sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber“ (hier meist kirchliche Einrichtungen) wie die ausländischen Spezialfonds-Inhaber blieben trotz Wachstum in absoluten Zahlen (nämlich um plus 13,5 bezie-

hungsweise plus 32,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr) in ihren relativen Anteilen in 2001 erneut leicht rückläufig.

Die Veränderungsraten der Fondsvolumina der einzelnen Anlegergruppen stellen sich für 2001 wie aus Tabelle 13 ersichtlich dar: Erneut sind in 2001 die Investitionen in Immobilien-Spezialfonds bei den Anlegergruppen Institutionalisierte Altersvorsorge und Wirtschaftsunternehmen (inklusive Kreditinstituten) über dem Marktwachstum angestiegen. Immerhin liegen Versicherungswirtschaft und ausländische Spezialfonds-Inhaber nicht weit weg vom Wachstum im Branchenmittel.

Inhaber-Struktur

Diese Wachstumsziffern dürften den generellen Trend der Expansion für die nächsten Jahre vorgeben. Tabelle 6 zeigt die Inhaber-Struktur der Immobilien-Spezialfonds nach der Systematik der Deutschen Bundesbank. Dort sind Versicherungsunternehmen mit Pensionskassen und berufsständischen Versorgungswerken in einer Rubrik zusammengefasst. Zählt man die Anlagen der öffentlichen Zusatzversorgungsanstalten zur vorgenannten Rubrik dazu, ist man mit rund 76 Prozent Volumenanteil nicht mehr so weit entfernt von den entsprechenden fast 81 Prozent aus der Auswertung der Umfrage, dargestellt in Tabelle 5.

Kalkuliert man ein, was zur Rubrik Kreditinstitute bei der Bundesbank eben bemerkt wurde, können die Bundesbankzahlen für die Gruppe „sonstige Unternehmen“ durchaus mit der Gruppe „Wirtschaftsunternehmen“ kompatibel gemacht werden (Tabelle 5). Wiederum aber bleiben größere Differenzen zwischen Bundesbankstatistik und der Umfrage bei den Anlegergruppen „private Organisationen ohne Erwerbszweck“/ „sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber“ sowie „ausländische Spezialfonds-Inhaber“:

Bei den Ersteren weist die Bundesbankstatistik fast dreizehn Prozent weniger Volumen aus, als es nach der Umfrage sind, bei den Ausländern aber gut zwei Drittel mehr; hier gibt es nur die Erklärung der systematisch unterschiedlichen Frageansätze, wie dies bereits ausgeführt wurde (Zuordnung nach Hauptinvestor bei Bundesbank beziehungsweise exakte volumenquotale Investorenzurechnung gemäß der Umfrage der Autoren – Red.).

In der Rangfolge der Investorengruppe hat sich (gemäß Tabelle 5) nichts geändert: Die stärkste Investorengruppe für Immobilien-Spezialfonds ist die Versicherungswirtschaft insgesamt mit etwas über 45 Prozent Anteil (bisher zuletzt 46,1 Prozent Anteil) am Gesamtvolumen; gefolgt von der Gruppe der institutionalisierten Altersversorgung mit 35,6 Prozent Anteil (bisher im Vorjahr 32,7 Prozent) am Gesamtvolumen.

Die ausländischen Anleger halten bei abnehmender relativer Tendenz nur noch 9,6 Prozent (nach 10,2 Prozent), die „sonstigen zulässigen Spezialfonds-Inhaber“ (das heißt überwiegend wohl kirchliche Institutionen) nur mehr 7,6 Prozent (nach 9,4 Prozent im Vorjahr) des Volumens der Immobilien-Spezialfonds, obwohl beide Anlegergruppen in absoluten Beträgen betrachtet von Ende 2000 auf Ende 2001 Volumenzuwächse von fast 14 beziehungsweise gut 32 Prozent zu verzeichnen haben.

Die Spezialfonds-Anlagen der Wirtschaftsunternehmen haben zwar auf niedrigerem Niveau dennoch absolut wie relativ im gleichen Zeitraum 2000/2001 stark zugenommen: Von 105 Millionen Euro oder 1,6 Prozent auf 181 Millionen Euro oder 2,0 Prozent vom Volumen der Immobilien-Spezialfonds; die Untergruppe Kreditinstitute hat ihre Anlagen in Immobilien-Spezialfonds sogar mehr als verdoppelt, nämlich von 48 Millionen Euro oder 0,8 Prozent des Vorjahresendes auf 106 Millionen Euro oder 1,2 Prozent vom Volumen der Immobilien-Spezialfonds des Jahresendes 2001.

Unterschiedliche Verfahren des Aufbaus

Das stark wachsende Engagement der Versicherungswirtschaft inklusive der institutionalisierten Altersversorgungsanstalten im Immobilien-Spezial-

Tabelle 9: Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte zu Zertifikaten von Grundstücksvermögen in VU/PK/StK-Bilanzen (Zahlen in Mill. DM, wenn nichts anderes angegeben)

	2000			1999			1998		
	Spalte 1 Grundstücke gesamt	Spalte 2 davon Sonderverm.	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1	Spalte 1 Grundstücke gesamt	Spalte 2 davon Sonderverm.	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1	Spalte 1 Grundstücke gesamt	Spalte 2 davon Sonderverm.	Spalte 3 Sp. 2 in % von Sp. 1
	(660)			(666)			(677)		
alle VU	53 502	7 641**	14,28	53 682	5 968**	11,12	54 756	2 630**	4,80
	(123)			(122)			(123)		
LVU	30 158	5 030	16,68	30 247	3 947	13,05	31 188	1 414	4,53
	(139)			(137)			(140)		
PK	7 031	1 226	17,44	6 936	868	12,51	6 947	613	8,82
	(48)			(49)			(51)		
StK	84	117	139,29 (!)	88	130	147,73 (!)	92	130	209,68 (!)
	(55)			(56)			(57)		
Kranken VU	3 585	538	15,01	3 511	387	11,02	3 398	72	2,12
	(254)			(259)			(265)		
Sch/U VU	8 818	730	8,28	9 180	636	6,93	9 406	401	4,26
	(11)			(43)			(41)		
Rück VU	3 827*	(n.b.)	-	3 720*	(n.b.)	-	3 724*	(n.b.)	-

Anmerkung: Die Anzahl der erfassten/berichtenden Unternehmen ist nicht konstant; vergleiche Anmerkung Tabelle 8. Tabelle 9 ist rückwirkend berichtigt.

* ohne Grundstückssondervermögen

** ohne RückVU

Quelle: GB BAV, jeweils Tabelle 040 und 041

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 10: Veränderungsrate Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte in VU/PK/StK-Bilanzen
(jeweils in Prozent gegenüber Vorjahr)

	2000/1999		1999/1998		1998/1997	
alle VU	./.	0,34	./.	1,96	+	0,98
LVU	./.	0,29	./.	3,02	+	0,85
PK	+	1,37	./.	0,16	+	2,63
StK	./.	4,55	./.	4,35	+	17,95
Kranken VU	+	2,11	+	3,33	./.	2,97
Sch/U VU	./.	3,94	./.	2,40	+	0,75
Rück VU	+	2,88	./.	0,11	+	3,04

Quelle: GB BAV (Basis Tabelle 8)

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 11: Veränderungsrate Zertifikate von Grundstücks Sondervermögen in VU/PK/StK-Bilanzen
(jeweils in Prozent gegenüber Vorjahr)

	2000/1999		1999/1998		1998/1997	
alle VU	+	28,03	+	126,92	+	54,43
LVU	+	27,44	+	179,14	+	122,68
PK	+	41,24	+	41,60	+	11,05
StK	./.	10,00	./.	0,00	+	19,29
Kranken VU	+	39,02	+	37,50	+	118,18
Sch/U VU	+	14,78	+	58,60	+	7,51
Rück VU		n.b.		n.b.		n.b.

Quelle: GB BAV (Basis Tabelle 9)

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

n.b. = nicht bekannt

fonds kann als untrügliches Zeichen dafür gewertet werden, dass der Siegeszug dieses Anlagemediums Immobilien-Spezialfonds Fahrt bekommen hat.

Von den per Ende 2001 laut Deutsche Bundesbank Kapitalmarktstatistik, Beilage Februar 2002, Abschnitt VI, Ziffer 5 „Anzahl, Mittelaufkommen und Vermögen der inländischen Spezialfonds nach Anteilinhabern und Ertragsverwendung“ bestehenden 49 Immobilien-Spezialfonds sind rund vier Fünftel, nämlich 39 Fonds dem Anlegerbereich der Versicherungswirtschaft inklusive der institutionalisierten Altersversorgungseinrichtungen zuzurechnen; gerade von den Fondsneugründungen zählen viele dazu. Dabei sind – wie bisher schon – jeweils zwei Tendenzen in der Auflegungsart einerseits und bei der Inhaberstruktur andererseits interessanterweise nebeneinander zu erkennen:

– Es gibt einerseits Neugründungen von Immobilien-Spezialfonds in der alten „Individualfonds-Art“, das heißt Fonds für nur einen institutionellen Inhaber;

– oder andererseits so genannte Pool-Fonds, auch Gemeinschaftsfonds genannt, die von bis zu zehn institutionellen Anlegern gemeinsam gehalten werden, ohne dass diese verschiedenen Anleger unter sich in rechtlicher Beziehung

stehen – nur dass sie eben bei dem betreffenden Immobilien-Spezialfonds eine gemeinsame Anlagepolitik verfolgen. Ob Pool-Fonds oder Spezialfonds alten „individuellen“ Zuschnitts kann man mitunter am Namen des Immobilien-Spezialfonds erkennen.

Weiterhin sind bei der Auflegung der Fonds unterschiedliche Vorgehensweisen bei dem Aufbau der Immobilien-Portefeuilles zu beobachten:

– entweder wird ein nach den gesetzlichen Kriterien gestreutes Immobilienportefeuille nach und nach aufgebaut,

– oder es werden eigene, das heißt vom potenziellen Anleger bisher direkt gehaltene Immobilien in den Fonds „sofort“ übertragen.

Während bisher der kontinuierliche Aufbau des Fonds der übliche Weg war, sind jetzt zunehmend Direkteinbringungen von Liegenschaften zu beobachten. Wenn etwa ein im September 2001 neu aufgelegter Immobilien-Spezialfonds zum 31. Dezember 2001 ausweislich der Veröffentlichungen im Bundesanzeiger bereits 20 Liegenschaften besitzt, kann auf eine Portefeuille-Übertragung geschlossen werden. Für ein solches Vorgehen müssen Anleger und Kapitalanlagegesellschaft allerdings ihre guten Grün-

de gehabt haben, da die „Einbringung“ der Immobilien in den Fonds nochmals Grunderwerbsteuer auslöst, die der Anleger ja auch schon bei seinem ursprünglichen Erwerb entrichten musste.

Dieser Nachteil wird jedoch offenbar dadurch überwogen, dass zum einen bereits unmittelbar nach der Fondsauflegung eine „optimale Größe des Fondsvolumens“ erreicht wird und zum anderen der Anleger sich der Verwaltung seiner Immobilien auf einen Schlag vollständig entledigen kann. In diesem Zusammenhang ist übrigens bekannt, dass die Aufsicht Portefeuille-Übertragungen in Grundstücks-Sondervermögen mit sehr wachsamen Augen begleitet, insbesondere wenn sich unter den zu übertragenden Liegenschaften auch solche befinden, die ganz oder teilweise von dem bisherigen Direktigentümer selbst genutzt werden.

Mehr Grundstücke als Netto-Fondsvermögen

Die Analyse der Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds per Ende 2001 (Tabelle 7) zeigt gegenüber dem Vorjahr interessante Strukturverschiebungen:

Das Phänomen, dass die Branche der Immobilien-Spezialfonds wertmäßig mehr Grundstücke besitzt (nämlich über 108 Prozent), als die aggregierten Netto-Fondsvermögenswerte ausmachen, war im Vorjahr neu und hat sich in 2001 weiter ausgeprägt. Dies stellt ein untrügliches Expansionssignal dar, womit auch eine aggressivere Fremdmittelaufnahme einhergeht, nämlich über 30 Prozent vom Netto-Fondsvermögen per Ende 2001 – gegenüber 27 beziehungsweise 25 Prozent in den beiden Vorjahren.

Eine erhöhte Fremdmittelaufnahme liegt im Übrigen auch im Trend bei den Engagements in EU-Ländern ex Deutschland – wie dies ebenso bei Publikumsgrundstücks-Sondervermögen feststellbar ist, da allerdings auf wesentlich niedrigerem Niveau (Fremdmittelaufnahme dort bei 17 Prozent von Fondsvermögen per Ende 2001).

Die Bankguthaben liegen mit gut elf Prozent vom Netto-Fondsvermögen nahe dem historischen Tiefstand des Vorjahres, desgleichen die Position Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere) mit nur 2,3 Prozent gegenüber noch 3,6 beziehungsweise 4,8 Prozent an den bei-

den Vorjahresenden. Die seit Januar 1999 aufgetretene Position „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften“ hat sich von anfangs (per Januar 1999) 15 Millionen Euro oder 0,5 Prozent Anteil am Netto-Fondsvermögen bis Ende 2001 kräftig auf 315 Millionen Euro oder 3,6 Prozent Anteil am Netto-Fondsvermögen gesteigert.

Wahrscheinlich kommt eine entsprechende Unterzeile „davon ex D“ im Zuge der Europäisierung der Bundesbankstatistik demnächst bei der Position „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften“ und auch bei den „Grundstücken“. Für Tabelle 12 sind diese Zahlen aus den Bundesanzeiger-Pflichtveröffentlichungen der jeweiligen Kapitalanlagegesellschaften eruiert worden und legen dar, wie interessant und bedeutend diese Angaben „davon ex D“ inzwischen gerade für die Branche der Immobilien-Spezialfonds geworden sind.

Von den per Ende 2001 bestehenden 50 Immobilien-Spezialfonds konnten im Bundesanzeiger bis dato von 46 dieser Fonds Halbjahresberichte und/oder Rechenschaftsberichte ausgewertet werden, die per 31. August, 30. September, 31. Oktober, 30. November oder 31. Dezember 2001 zu erstellen waren (Tabelle 12). Die vier Immobilien-Spezialfonds, von denen es bis Redaktionsschluss noch keine derartigen Pflichtveröffentlichungen im Bundesanzeiger gab, waren erst gegen Jahresende 2001 aufgelegt worden.

Allerdings muss man bei einer Auswertung derartiger Berichte in Kauf nehmen, dass sich nicht alle auf den exakt gleichen Stichtag beziehen, sondern sich auf Stichtage zwischen dem 31. August und 31. Dezember 2001 verteilen. Trotzdem kann man derartige Berichte „einheitlich“ auswerten, einerseits weil sich auf dem Immobilienfonds-Sektor im Allgemeinen keine raschen dramatischen Änderungen im Zeitablauf eines Trimesters ergeben, andererseits weil eine Auswertung exakt zum gleichen Stichtag der Berichte aller Immobilien-Spezialfonds wegen der bestehenden verschiedenen Geschäftsjahresenden schlicht nicht möglich ist.

Pflichtangaben der „Liegenschaftsberichte“

Außerdem kann man sehr wohl argumentieren, dass die interpretatorische Zusammenfassung von Berichten, die zu verschiedenen, aber doch nahe beieinander-

Tabelle 12: Aggregierte Bundesanzeiger-Auswertung der Veröffentlichungen der Immobilien-Spezialfonds
(jeweils Jahresende trotz der bekannten Vorbehalte)

	2001	2000	1999
Anzahl der zu erfassenden Immobilien-Spezialfonds (von insgesamt bestehenden)	46 (50)	39 (42)	24 (33)
Die Veröffentlichungen von RB/HB beziehen sich auf folgende Stichtage	8 bis 12/2001	9 bis 12/2000	9 bis 12/1999
Aggregiertes erfasstes Fondsvolumen (von ges. FV nach Bundesbank) in Mill. Euro	8 133 (8 778)	6 194 (6 387)	4 473 (4 618)
Erfassungsgrad in Prozent	93	97	97
Anzahl der Liegenschaften	740	564	411
davon in EU ex D	228 *	140	70
Summe der verwalteten qm	4 258 959	2 983 088	1 917 112
davon Nutzung gewerblich	3 859 327	2 747 435	1 703 115
in Prozent	91	92	89
für Wohnen	399 632	235 653	213 997
in Prozent	9	8	11
Summe der verwalteten qm belegen in EU ex D	1 498 875 **	785 926	399 490
in Prozent von qm gesamt	35	26	21
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften in Mill. Euro (von Beteiligungen gemäß Bundesbankstatistik)	308 (315)	184 (236)	21 (44)
Erfassungsgrad in Prozent	98	78	48
davon in EU ex D in Mill. Euro	284	160	21

* inklusive einer Liegenschaft in den USA

** inklusive 1045 Quadratmeter in den USA

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 13: Veränderungsrate der Fondsvolumina

	2001	2000	1999
	in Prozent		
Versicherungswirtschaft	+ 38	+ 30	+ 205
Institutionalisierte Altersvorsorge	+ 53	+ 35	+ 34
Wirtschaftsunternehmen	+ 72	+ 88	von Null kommend
davon Kreditinstitute	+ 120	+ 40	von Null kommend
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber	+ 14	+ 18	+ 11
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	+ 32	+ 4	+ 7
Durchschnitt der Branche Immobilien-Spezialfonds	+ 40,7	+ 27,7	+ 70,4

Basis Tabelle 5: Ergebnisse der Umfragen von Dr. Kandlbinder

Copyright: Hans Karl Kandlbinder

inanderliegenden Stichtagen abgefasst sind, durchaus wertvolle Erkenntnisse vermitteln. Dies trifft insbesondere bei Immobilien-Spezialfonds zu auf die Auswertung der Pflichtangaben im Rahmen der gemäß § 34 Abs. 1 i.V.m. § 24a Abs 1 und 2 KAGG zu veröffentlichenden Vermögensaufstellungen in Bezug auf die zum jeweiligen Fondsvermögen gehörenden Liegenschaften (hier Liegenschaftsberichte genannt).

Unter diesen angegebenen methodologischen Vorbehalten umfassen die 46 Immobilien-Spezialfonds im Jahre 2001, von denen Berichte im Bundesanzeiger zur Verfügung standen, ein aufaddiertes Fondsvolumen von 8 133 Millionen Euro.

Damit wird die Aussagekraft der Auswertung schon unterstrichen, denn das gesamte Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds betrug laut Bundesbankstatistik zum Jahresende 2001 lediglich

645 Millionen Euro mehr, nämlich 8 778 Millionen Euro. Das heißt in den 46 Vermögensaufstellungen, die auf Basis der Bundesanzeiger-Veröffentlichungen für die Zeitpunkte 31. August, 30. September, 31. Oktober, 30. November und 31. Dezember 2001 zu erfassen waren, machen die dort zusammengetragenen Volumina nahezu 93 Prozent des tatsächlich zum Jahresende 2001 bestehenden Fondsvolumens der Immobilien-Spezialfonds aus.

Bei dem wie beschrieben ermittelten Fondsvolumen der 46 Immobilien-Spezialfonds per Ende 2001 handelt es sich um insgesamt 740 (im Vorjahr 564) Liegenschaften mit einer Nutzfläche von 4 258 959 Quadratmeter (im Vorjahr von 2 983 088 Quadratmeter), wovon 3 859 327 Quadratmeter (im Vorjahr 2 747 435 Quadratmeter) oder 91 Prozent Gewebefläche (im Vorjahr 92 Prozent) darstellen und nur 399 632 Quadratmeter (im Vorjahr 235 653 Quadrat-

meter) oder neun Prozent Wohnfläche (im Vorjahr acht Prozent) sind.

Beachtliche Steigerungen

Man beachte die enormen Steigerungsraten 2001 gegenüber 2000 bei den Liegenschaften (Objektanzahl plus 31 Prozent nach plus 37 Prozent im Vorjahr) und bei der Nutzfläche (plus 43 Prozent nach plus 56 Prozent im Vorjahr).

Bemerkenswert bei der Analyse der Bundesanzeiger-Veröffentlichungen der Kapitalanlagegesellschaften mit Immobilien-Spezialfonds ist darüber hinaus folgende Beobachtung: Obwohl bei Immobilien-Spezialfonds, deren ganze Liquidität auch in Geldmarktfonds und/oder Investmentfonds mit notenbankfähigen (früher „lombardfähigen“) Wertpapieren angelegt sein kann, macht nach den bisher vorliegenden Pflichtveröffentlichungen nur eine einzige Kapitalanlagegesellschaft von dieser Möglichkeit Gebrauch: Und das ist interessanterweise genau diejenige Kapitalanlagegesellschaft, die am stärksten von allen Kapitalanlagegesellschaften mit Immobilien-Spezialfonds die Anagemöglichkeit „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften“ nutzt, wobei sich alle Beteiligungen dieser KAG im europäischen Ausland (genau gesagt in Ländern der Europäischen Gemeinschaft) befinden, nämlich im Werte von 244 Millionen Euro von insgesamt 284 Millionen Euro, die unter dem bekannten methodologischen Vorbehalt in Tabelle 12 fürs Jahresende 2001 für die Branche als „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften“ erfasst und ausgewiesen sind.

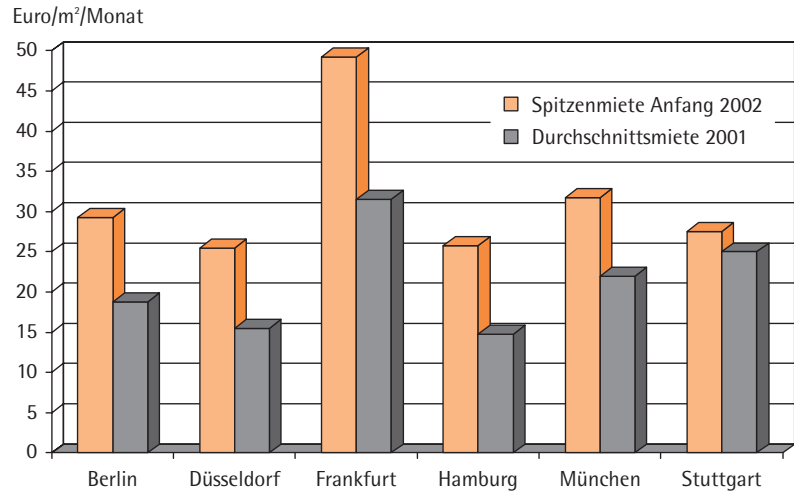
Hier zeigt sich eine konsequente Nutzung aller Möglichkeiten zur Auslagerung, da zum einen die Verwaltung der Immobilien zumindest teilweise von der jeweiligen Beteiligungsgesellschaft durchgeführt werden dürfte und zum anderen die Verwaltung der Liquidität fortan durch die den Geldmarkt- beziehungsweise Wertpapierfonds verwaltonde KAG übernommen wird.

Verstärkter Trend zur Europäisierung

Auch die weiter stark fortschreitende Europäisierung bei den Anlagen der Immobilien-Spezialfonds ist in den Pflichtveröffentlichungen des vergangenen Jahres deutlich erkennbar:

- Von den 740 Liegenschaften sind 228 (im Vorjahr 140 von 564) in Europa ex

Abbildung 1: Spitzen- und Durchschnittsmieten für Büros in deutschen Innenstädten



Quelle: Internationales Immobilien-Institut GmbH

Deutschland und eine in den USA gelegene; diese Liegenschaften machen 1 498 875 Quadratmeter aus und somit gut 35 Prozent (im Vorjahr erst 26 Prozent mit 785 926 Quadratmeter) des Gesamt-Quadratmeterbestandes – und das bei weiter steigender Tendenz.

- Anlageländer sind in der Fondsdirektanlage Belgien, Frankreich, Großbritannien, Italien, die Niederlande, Österreich und Spanien sowie Portugal und USA, die im abgelaufenen Jahr dazugekommen sind. Vorreiter bei diesen Europa-Anlagen sind die Kapitalanlagegesellschaften Deka, iii und Oppenheim Immobilien. Frankreich ist neben Luxemburg Hauptanlageland bei den indirekten Fonds-Liegenschaftsanlagen ex D, nämlich in der Position „Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften im Ausland“.

Die Tendenz der verstärkten Immobilieninvestitionen in Europa (außerhalb Deutschlands) ist natürlich nicht nur durch die Einführung des Euro gefördert worden, auch nicht allein durch Renditeüberlegungen, sondern hier zeigen sich die Vorteilhaftigkeit und die Überlegenheit der Anlageform Immobilien-Spezialfonds gegenüber der unmittelbaren Direktanlage in herausgehobener Weise. Im Allgemeinen gilt bei der Besteuerung der Mietverträge im europäischen Raum das Belegenheitsprinzip, das heißt die Erträge werden in dem Land der Besteuerung unterworfen, in dem das Objekt steht. Der steuerrechtli-

che Status des deutschen Anlegers – zum Beispiel eine vollständige oder partielle Steuerbefreiung – spielt im Ausland meistens keine Rolle.

Die Konsequenz ist, dass ein Direktinvestment im Ausland in der Nachsteuerbetrachtung für einen steuerbegünstigten deutschen Anleger nur in den seltensten Fällen höhere Renditen zeigt als die steuerunbelastete deutsche Liegenschaft. Die Investition via Spezialfonds beseitigt diesen Nachteil durch den Einsatz von Fremdfinanzierungsmitteln der im Direktgeschäft, beispielsweise einer Versicherung oder Pensionskasse, oft nicht oder unter nur sehr erschwerten Bedingungen möglich ist.

Der Trend für die Versicherungsunternehmen (VU) und großen Pensionskassen (PK), stärker als bisher mit Immobilien-Investitionen ins europäische Ausland (Europäischer Wirtschaftsraum) zu gehen, weist diese Investoren geradezu zwangsläufig auf die Schiene der Immobilien-Spezialfonds. Hier bietet sich der Immobilien-Spezialfonds (von den erwähnten steuerlichen Überlegungen abgesehen) auch deshalb als ideale Lösung gegenüber der unmittelbaren Direktanlage an, weil jedermann weiß, welcher Infrastruktur es vor Ort bedarf, um Immobilien für den Investor sinnvoll und gewinnbringend zu verwalten.

Solch teure eigene Expertenteams kann sich jeder Investor sparen, wenn er Immobilien-Vermögen, das nicht vor der

Haustür liegt, durch die Dienstleister-Experten der Immobilien-Kapitalanlage-gesellschaft über einen Grundstücks-Spezialfonds aufbauen und verwalten lässt. Dass sich der Trend zur Europäisierung der Anlagen der Immobilien-Spezialfonds auch wirtschaftlich mehr als sinnvoll darstellt, beweisen zwei von der Branche zur Veröffentlichung freigegebene Grafiken.

Abbildung 1 stellt die aktuellen Spitzen- und Durchschnittsmieten des Jahres 2001 jeweils im anschaulichen Vergleich gegenüber, für Büros in deutschen Innenstädten.

Abbildung 2 zeigt die Nettoanfangsrenditen zum Jahresbeginn 2002 für Immobilieninvestitionen in Toplagen in ausgewählten europäischen Großstädten: Brüssel, Amsterdam, Paris und Wien sind in dieser Reihenfolge hier die Favoriten für die Investoren.

Positive Indikatoren deutlicher

Was durch die zeitnäher zur Verfügung stehenden Statistiken der Investmentfonds-Branche in 2001 mit dem Wachstum des Anlagemediums Immobilien-Spezialfonds für Anleger aus dem Bereich Versicherungsunternehmen/Pensionskassen/Sterbekassen (VU/PK/StK) bereits offenbar geworden ist, lässt sich durch die Statistiken des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen jedenfalls bis Ende 2000 konkret nachweisen, denn die Zahlen für 2001 werden erst im Geschäftsbericht Teil B der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Sektor Versicherungsaufsicht, frühestens im November 2002 veröffentlicht (vergleiche Tabellen 8 bis 11). Für das Jahr 2000 ist dieser Teil sogar erst im März 2002 herausgekommen.

Von den per Ende 2000 belegten Gesamtanlagen der Gruppe VU/PK/StK in Höhe von 1 704 Milliarden DM beträgt die Grundstücksquote (allerdings auf „Buchwerten“ berechnet) den Wert von 53,5 Milliarden DM oder 3,14 Prozent (nach 53,7 Milliarden DM oder 3,36 Prozent im Jahr davor), wie in Tabelle 8 detailliert aufgegliedert ist. Die entscheidenden Aussagen zu den Tabellen 8 und 9 lauten folgendermaßen:

① Der relativ negative Trend bei den Immobilieninvestitionen der Gruppe VU/PK/StK hält also auch im Jahr 2000 an.

② Von diesen Immobilien-Anlagen sind Ende 2000 schon 14,28 Prozent (nach

11,12 und 4,80 Prozent in den Vorjahren) in Grundstücks-Sondervermögen angelegt, denn

③ die im Gegensatz zur Direktanlage in Immobilien positive Tendenz der Anlagen in Immobilien-Spezialfonds ist bei allen Versicherungsunternehmen und Pensionskassen (weniger bei Sterbekassen) weiter steigend und wird immer ausgeprägter.

Sondervermögen wachsen

Dementsprechend fällt inzwischen noch deutlicher als in den Vorjahren folgendes ambivalente Phänomen auf: Während sich die Wachstumsraten der Position „Grundstücke und grundstücksgleiche Recht“, in den letzten Jahren kaum vergrößern, sondern eher verlangsamen, stagnieren oder gar negativ sind, sind die Zuwachsraten der Unterposition „Grundstücks-Sondervermögen“ in den letzten drei Jahren in steigender Tendenz mit wenigen Ausnahmen durchweg im Positiven, bisweilen sogar im zwei- und mehrstelligen Prozentbereich (Tabelle 10 und 11) zu finden.

Dieser Frühindikator zeigte sich vor rund 25 bis 30 Jahren ganz deutlich bei den Wertpapier-Spezialfonds in ähnlicher Weise, und inzwischen sind mehr als die Hälfte (genau 56,68 Prozent) der fondsfähigen Wertpapierpositionen der Gruppe VU/PK/StK in Wertpapier-Sondervermögen, sprich Wertpapier-Spezialfonds angelegt (siehe Kandlbinder, in Zeitschrift für das gesamte Kapitalwe-

sen, Heft 16/17-2001, Tabellen 10 bis 12).

In diesem Zusammenhang ist es durchaus vorstellbar, dass in den nächsten fünf bis zehn Jahren der Anteil der Immobilien-Spezialfonds an den gesamten Grundstücksanlagen der Branche VU/PK/StK sehr wohl 25 bis 30 Prozent erreichen kann – dies umso eher, als sich der Anlagetrend der Gruppe VU/PK/StK in Immobilien in der Europäischen Union ex D mit Sicherheit verstärken wird.

Jedenfalls deutet der Trend der Anteile von Grundstücks-Sondervermögen an den gesamten Grundstücksanlagen der VU/PK/StK mit folgenden Raten eindeutig in diese Richtung:

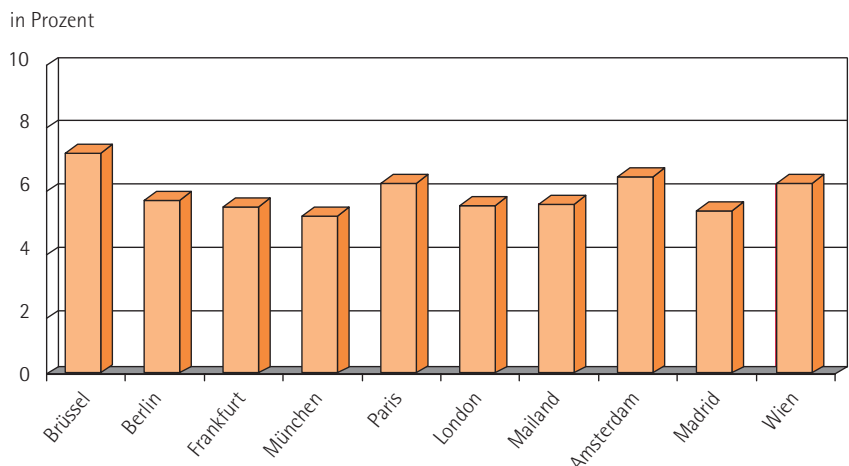
1997	3,14 Prozent
1998	4,80 Prozent
1999	11,12 Prozent
2000	14,28 Prozent

Fortschritte durch das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz

Das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz, seit 1. April 1998 in Kraft, wird mit Sicherheit die Entwicklung von Immobilien-Spezialfonds weiter fördern.

Auch wenn der Erwerb von Anteilen an Spezialfonds bei den neuen Investmentfondsanteil-Sondervermögen (Dachfonds) ausdrücklich ausgeschlossen ist (§ 251 Abs. 1 Ziffer 1 KAGG), eröffnet sich mit den Gemischten Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen (§ 37b

Abbildung 2: Nettoanfangsrenditen in Toplagen in Europa 2002



Quelle: Deka Immobilien Investment GmbH, zusammengestellt nach Jones Lang LaSalle

Abs. 4 KAGG) und den Altersvorsorge-Sondervermögen (AS-Fonds; § 37i Abs. 4 KAGG) ein großes Reservoir weiterer Anleger in Immobilien-Spezialfonds – auch wenn bis dato noch keine derartig genutzten Immobilien-Spezialfonds bekannt geworden sind.

Das Gesetz sieht für derartige Anlagen in Grundstücks-Sondervermögen sogar eine mögliche Quote von bis zu 30 Prozent vor (§ 37b Abs. 4 Satz 1 und 3 KAGG für Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen und § 37i Abs. 4 KAGG für Altersvorsorge-Sondervermögen) und schließt die übliche zehn Prozentgrenze des Erwerbs der ausgegebenen Anteile eines anderen Sondervermögens oder Vermögens aus Wertpapieren aus, wenn das Grundstücks-Sondervermögen, an dem sich das Gemischte Wertpapier- und Grundstücks- oder das Altersvorsorge-Sondervermögen beteiligen will, ein Spezialfonds ist.

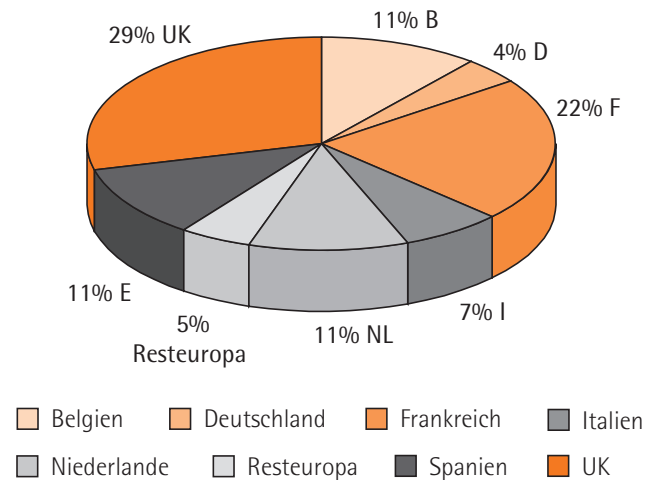
Im Übrigen ist es gesetzlich möglich, einen Gemischten Wertpapier- und Grundstücks-Fonds auch direkt als Spezialfonds zu gründen; aber bis Februar 2002 ist solches noch nicht geschehen, wie aus der Kapitalmarktstatistik der Deutschen Bundesbank, Beiheft April 2002, nämlich Abschnitt VI Kapitalanlagegesellschaften Ziffer 1, Anzahl, Anteilumsatz und Vermögen der inländischen Investmentfonds, aus den Spalten Spezialfonds geschlossen werden kann. Aus der gleichen Quelle geht hervor, dass es bis zum gleichen Zeitpunkt überhaupt erst drei Publikumsfonds gibt, die als Gemischte Wertpapier- und Grundstücks-Sondervermögen gestaltet sind.

... und mehr noch durch das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz

Erfreuliche Erweiterungen der Anlagemöglichkeiten von Grundstücks-Sondervermögen werden nicht nur die deutschen Immobilienfonds-Vorschriften weiter an europäische Marktverhältnisse und internationale Anlegerstandards annähern, sondern weiteren Elan in den Markt der Immobilien-Spezialfonds bringen, um internationale institutionelle Immobilienportfolios vom Kapitalmarktstandort Deutschland aus mit dem Instrument des Immobilien-Spezialfonds wirtschaftlich sinnvoll aufzubauen. Als derartige „Incentives“ können vor allem folgende gesetzliche Reformen gelten:

- Die bisher für Grundstücks-Sondervermögen und damit auch für Immobilien-Spezialfonds stark eingeschränkte Mög-

Abbildung 3: Struktur der grenzüberschreitenden Immobilien-Investitionen in Europa 2001 nach Zielregionen



Quelle: Jones Lang LaSalle, Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft

lichkeit der Anlage in außerhalb des EWR belegenen Grundstücken und Rechten ist nunmehr vorbehaltlich einzelner Risikobegrenzungsvorschriften eröffnet (§ 27 KAGG-neu) worden.

- Ersatzlos gestrichen wurde die bisherige Begrenzung auf 20 Prozent des Wertes eines Grundstücks-Sondervermögens für Liegenschaften außerhalb des EWR (bisher § 27 Abs. 2 Satz 3 KAGG-alt).

- Für Rechnung eines Grundstücks-Sondervermögens können in Zukunft auch Erbbaurechte an Grundstücken außerhalb des EWR unlimitiert sowie andere Grundstücke und Erbbaurechte, Wohnungseigentum, Teileigentum, Wohnungserbbaurechte und Teilerbbaurechte bis zu 15 Prozent des Wertes eines Grundstücks-Sondervermögens erworben werden (§ 27 Abs. 1, 2 KAGG-neu).

- Dabei wird das mit der Anlage im Nicht-Euro-Raum verbundene Risiko durch eine Währungs-Obergrenze von 30 Prozent des Wertes des Sondervermögens reduziert (§ 27 Abs. 4 KAGG-neu).

Lang gehegte Branchenwünsche erfüllt

- Den Kapitalanlagegesellschaften wird erstmals die Möglichkeit eröffnet, für Rechnung eines Grundstücks-Sondervermögens in begrenztem Umfang auch Minderheitsbeteiligungen an einer Grundstücks-gesellschaft zu erwerben

(§ 27a Abs. 3 Satz 2 KAGG-neu) – nämlich bis zu einer Obergrenze von 20 Prozent des Wertes des Grundstücks-Sondervermögens. Diese Erweiterung ermöglicht auch den von der Branche lang ersehnten Erwerb von Immobilien über „echte Joint Ventures“, also mit einer Beteiligung des Sondervermögens und des anderen Partners mit jeweils genau 50 Prozent. Allerdings könnte wegen der verbalen Einschränkung in der Gesetzesformulierung (§ 27a Abs. 6 Satz 5 KAGG-neu) bei Spezialfonds, die diese Ausnahmeregelung wie selbstverständlich auch für sich beanspruchen, Klärungsbedarf auftreten.

- Bis zu 49 Prozent eines Grundstücks-Sondervermögens kann künftig insgesamt über Grundstücks-Gesellschaften angelegt werden (§ 27a Abs. 6 Satz 1 KAGG-neu).

- Weg fällt jetzt auch die bisherige Vorschrift (§ 28 Abs. 1 KAGG-alt), wonach ein Grundstücks-Sondervermögen aus mindestens zehn Grundstücken bestehen muss. Stattdessen gilt künftig folgende differenzierende Vorschrift (§ 28 Satz 1 KAGG-neu): Unter Beibehaltung der Wertobergrenze für ein einzelnes Grundstück von 15 Prozent des Wertes des Sondervermögens (zurzeit des Erwerbs) darf ein Anteil von bis zu 50 Prozent des Wertes des Sondervermögens in Grundstücken angelegt sein, deren jeweilig einzelner Wert mehr als zehn Prozent des Wertes des Sondervermögens überschreitet.

- Allerdings werden künftig bei den Grenzberechnungen aufgenommene Darlehen abgezogen, weil sonst effektive Grenzerhöhungen erreicht werden könnten (§ 27 Abs. 10 KAGG-neu).
- Neu ist, dass die Aufsicht expressis verbis die Möglichkeit hat, in der vierjährigen Anlaufphase eines Grundstücks-Sondervermögens gewisse weitere Grenzüberschreitungen zu genehmigen (§ 29 Satz 2 KAGG-neu).
- Immobilien-Spezialfonds sind vom Vorhalten einer Mindestliquidität ausdrücklich befreit (§ 35 Abs. 1 Satz 2 KAGG-neu).
- Grundstücks-Sondervermögen dürfen bis zu fünf Prozent des Wertes des Sondervermögens in solchen Aktien oder festverzinslichen Wertpapieren anlegen, die an einer Börse des EWR amtlich notiert werden (§ 35 Abs. 2 Ziffer 3 KAGG-neu).
- Bei der Berechnung der Höchstliquidität werden künftig bestimmte Darlehensverträge Berücksichtigung finden, das heißt, werden abgezogen (§ 35 Abs. 3 Ziffer 3 KAGG-neu).

Keine Einbahnstraße

Europäisierung und Globalisierung der Immobilienanlagen der institutionellen

Investoren ist aber nicht nur eine Einbahnstraße aus Deutschland hinaus, sondern eine breite Verbindungsstraße in beide Richtungen, also auch nach Deutschland hinein – und auch die Immobilien-Investoren, die nach Deutschland hinein wollen, werden geradezu zwangsläufig auf die Immobilien-Spezialfonds-Schiene stoßen, wie eben das auch für Ausländer gilt, was als Vorteile für deutsche Anleger in „nicht vor ihrer Haustüre“ liegenden Immobilien außerhalb Deutschlands beschrieben wurde. Abbildung 3 zeigt die Struktur der grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionen in Europa im Jahre 2001 nach Zielregionen in prozentualer Aufteilung. Das Volumen dieser Ströme betrug gemäß den Studien von Jones Lang LaSalle/Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft, Wiesbaden, in 2001 18,4 Milliarden Euro.

Die Immobilien-Spezialfonds hatten im Jahre 2001 außer ihrem Kapitalstock, 2,3 Milliarden Euro neue Investitionsmittel anzulegen. Wenn man aus den Recherchen von Tabelle 12 vorsichtig schließt, dass einerseits aus den deutschen Immobilien-Spezialfonds 88 neue Liegenschaften außerhalb Deutschlands mit 712 919 Quadratmeter neuer Nutzfläche erworben wurden und andererseits, dass von außerhalb Deutschlands per Saldo, 310 Millionen Euro neu in die deutschen Immobilien-Spezialfonds hineingeflossen sind, geht man sicher nicht weit fehl

in der Annahme, dass von dem grenzüberschreitenden Immobilieninvestitionsstrom in 2001 in Europa im Volumen von 18,4 Milliarden Euro (unter Vernachlässigung des einen Liegenschaftserwerbs eines deutschen Immobilien-Spezialfonds in den USA mit 1 045 Quadratmeter Nutzfläche) rund 1,8 Milliarden Euro oder etwa zehn Prozent die Aktivitäten der deutschen Immobilien-Spezialfonds betreffen.

Zum Schluss kann festgehalten werden: Der Immobilien-Spezialfonds hat sich in 2001 weiter entfaltet und wird von immer mehr Experten als das optimale Vehikel für transnationale Real Estate Investments der Zukunft anerkannt. ■

* Till Entzian wird als unabhängiger Consultant mit Billigung des BVI-Vorstands die Studien zum Spezialfonds ab 2003 fortsetzen.

53. Jahrgang, 1. Ausgabe Juli 2002

Seiten 395 – 406

Verlag Helmut Richardi,
Frankfurt am Main

ISSN 1618-7741