

Große Studie: Immobilien-Spezialfonds

Der Immobilien-Spezialfonds boomt weiter

Till Entzian

Die Erfolgsgeschichte des Immobilien-Spezialfonds setzte sich auch 2002 fort. Erneut stieg das Fondsvolumen deutlich an und erreichte fast zwölf Milliarden Euro. In der aktuellen Kandlbinder-Studie zeigt Till Entzian, dass diese Anlageform besonders bei Versicherungen nach wie vor begehrt ist. Die steigende Nachfrage institutioneller Investoren trifft auf ein wachsendes Angebot. So kamen allein im letzten Jahr drei neue Kapitalanlagegesellschaften (KAG) und elf neue Fonds hinzu. Beim Fondsmanagement sind drei Trends zu beobachten: zunehmende Fremdfinanzierung, weitere Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften und konstanter Anteil der Auslandsinvestitionen. In seiner Analyse stützt sich der Autor neben Bundesbank-Daten auch auf eigene Erhebungen. (Red.)

Auch im vergangenen Jahr hat das verwaltete Netto-Fondsvolumen wieder kräftig zugelegt, und zwar um ziemlich genau ein Drittel von 8,78 auf 11,73 Milliarden Euro. Diese Zahl beweist, dass die Branche der Immobilien-Spezialfonds-KAGs ihre 1998 einsetzende Erfolgsgeschichte auch 2002 weiterführen konnte.

Vorteile der Immobilien-Spezialfonds gelten unverändert

Dabei steht der Offene Immobilien-Spezialfonds in Konkurrenz zu anderen Anlagevehikeln institutioneller Investoren wie insbesondere der Direktanlage in Immobilien sowie den geschlossenen Instrumenten wie Objektgesellschaften und den (teilweise börsennotierten) Immobilien-Aktiengesellschaften.

Seine Bezeichnung erhielt der Spezialfonds, weil er „speziell“ für einen oder mehrere institutionelle Anleger aufgelegt wird. Anders als bei den Publikumsfonds ist die Zahl der Anleger gesetzlich auf maximal zehn begrenzt. Von einem Publikumsfonds unterscheidet sich der Spezialfonds ferner durch einige wenige Erleichterungen bei den aufsichtsrechtlichen Vorschriften (zum Beispiel keine tägliche Anteilwertveröffentlichung; Prüfung der Vertragsbedingungen durch

scheine einzurichten und dann einmal im Jahr die Ausschüttung zu verbuchen braucht. Der erforderliche Aufwand für die Verwaltung der Immobilien wird von der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) übernommen. Möglicherweise wird sich dieser Punkt gerade für Anleger als ausschlaggebend erweisen, die zur aufwendigeren Bilanzierung nach den Internationalen Accounting Standards (IAS) übergehen, denn hier kann sich der Entlastungseffekt der „Auslagerung“ der Immobilien-Buchhaltung besonders stark auswirken.

● Hohe Transparenz, da der Anleger über die wesentlichen und auch die weniger wesentlichen Vorgänge innerhalb seines Spezialfonds so oft informiert wird, wie er nur möchte. Darüber hinaus kann eine Immobilien-KAG aufgrund ihres fachlichen Know-hows wichtige Din-

Tabelle 1: Entwicklung Fondsvolumen und Mittelaufkommen der Immobilien-Publikumsfonds und der Immobilien-Spezialfonds 1976 bis 2002

(das gesamte Fondsvolumen beziehungsweise das gesamte Mittelaufkommen pro Jahr beziehungsweise pro Betrachtungszeitraum jeweils = 100%); Volumensangaben in Mill. Euro (vor 1999 umgerechnet)

Immobilien-Publikumsfonds						Immobilien-Spezialfonds						
Mittelaufkommen		Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen p/Fonds	Jahr	Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen p/Fonds	Mittelaufkommen	
in %	in Mill. Euro		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro			in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in Mill. Euro	in %
-	124	8	1 534	99	192	1976	2	20	1	10	n.b.	n.b.
75	383	9	4 360	89	485	1985	7	555	11	79	130	25
62	252	12	8 216	88	685	1989	9	1 108	12	123	152	38
-	- 65	14	9 180	95	655	1990	7	476	5	68	69	-
92	7 524	15	22 627	94	1 508	1993	9	1 443	6	161	620	8
98	7 133	15	37 950	95	2 530	1996	13	2 144	5	165	175	2
95	3 291	16	41 428	95	2 589	1997	16	2 303	5	144	185	5
78	2 398	17	44 084	94	2 593	1998	21	2 951	6	141	661	22
82	7 395	18	51 363	92	2 854	1999	31*	4 618*	8	149	1 659	18
-	- 2 824	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
83,8	14 916	24	74 513	86,4	3 105	2002	60	11 726	13,6	195	2 876	16,2

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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

Wirtschaftsprüfer anstelle der Aufsichtsbehörde und anderes).

Die wesentlichen Vorschriften, insbesondere zu Verbriefung, Anlagerestriktionen, Risikostreuung, Wertermittlung und Kontrolle durch unterschiedliche Institutionen, gelten jedoch für Publikums- und Spezialfonds in gleicher Weise.

Hieraus ergeben sich die Vorteile, die der Immobilien-Spezialfonds den institutionellen Anlegern bieten kann:

● Geringer Administrationsaufwand, da der Anleger praktisch nur ein Wertpapierdepot zur Verwahrung seiner Anteil-

ge möglicherweise schneller erkennen, als dies einem Direktanleger möglich wäre, so dass die Transparenz dann sogar besser als bei der Direktanlage ist.

● Einfache Performancemessung anhand der regelmäßig ermittelten Anteilspreise.

● Jederzeitige Rückgabemöglichkeit der Anteilscheine durch den Anleger, wobei dieses gesetzlich vorgeschriebene Recht des Anlegers eine ausreichende Liquidität des Fonds voraussetzt. Vor einer vollständigen Rückgabe sämtlicher Anteilscheine müssen also zunächst Immobili-

Der Autor

Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main.

en des Spezialfonds veräußert werden. Wie in diesen Zusammenhang zu hören ist, gibt es zurzeit institutionelle Anleger mit Interesse am Erwerb vorhandener („gebrauchter“) Immobilien-Spezialfonds, so dass eine Rückgabe beziehungsweise Veräußerung eines Spezialfonds auch ohne einen vorherigen, grunderwerbsteuerpflichtigen Einzelverkauf der Immobilien möglich ist.

- Geringe Abschreibungsgefahr bei möglichen Wertverlusten einzelner Immobilien aufgrund der Ausgleichseffekte innerhalb des Sondervermögens.
- Gesetzlich vorgeschriebene Risikostreuung.
- In gewissen Grenzen kann die Bilanz des Anlegers durch die Ausschüttungspolitik beeinflusst werden, denn die Erträge des Sondervermögens gehen erst dann in die Gewinn- und Verlustrechnung des Anlegers ein, wenn sie auch tatsächlich ausgeschüttet werden.

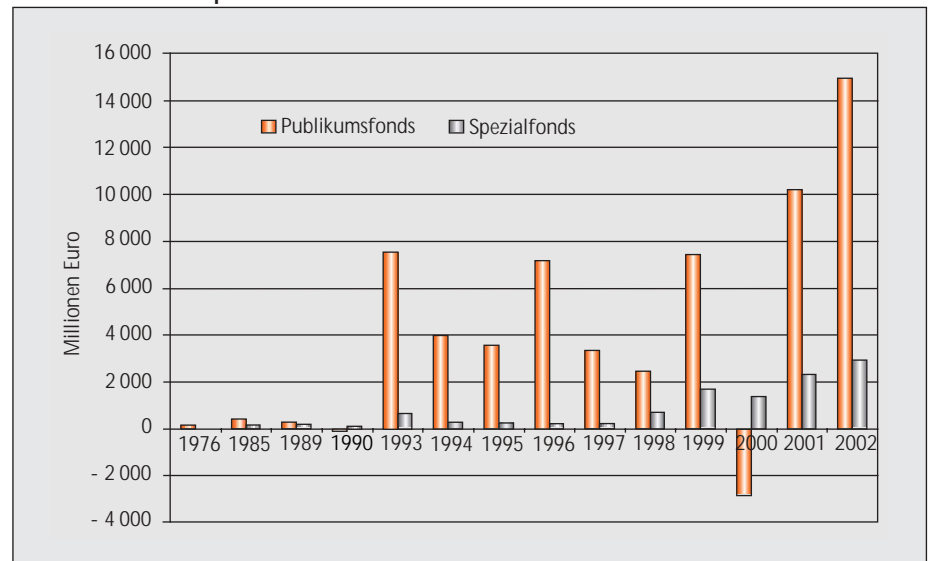
● Steuerfreiheit von thesaurierten Gewinnen aus der Veräußerung von Objekten und bestimmten anderen Erträgen. Die Veräußerungsgewinne können zurzeit nur dann steuerfrei thesauriert werden, wenn der Fondsmanager die Zehnjahresfrist eingehalten hat. Die Praxis wird sich dafür einsetzen, dass diese systemwidrige Vorschrift im neuen Investmentfonds-Steuergesetz gestrichen wird.

● Die Übertragung eines vollständigen Immobilien-Portfolios an einen Spezialfonds schafft eine einfache Möglichkeit, weitere Anleger an diesem Portfolio zu beteiligen, sei es mit dem Ziel des eigenen Ausstiegs oder sei es mit dem Ziel, das Portfolio zu vergrößern und die Diversifizierung zu verbessern.

Konkurrierende Anlageprodukte

Die konkurrierenden Instrumente für die institutionelle Immobilienanlage können den Immobilien-Spezialfonds sehr wohl in einzelnen Bereichen schlagen. So lässt sich beispielsweise eine börsennotierte Immobilienaktie schneller und einfacher verkaufen (wenn auch gegebenenfalls mit einem Abschlag auf den Nettoinventarwert), oder eine Direktinvestition ist möglicherweise aufgrund von Sonderabschreibungen steuerlich viel vorteilhafter, und die teilweise als hinderlich angesehenen gesetzlichen Anlagerestriktionen des Offenen Immobilienfonds kennen die Alternativen nicht.

Abbildung 1: Mittelaufkommen von Offenen Immobilienfonds – Publikums- und Spezialfonds



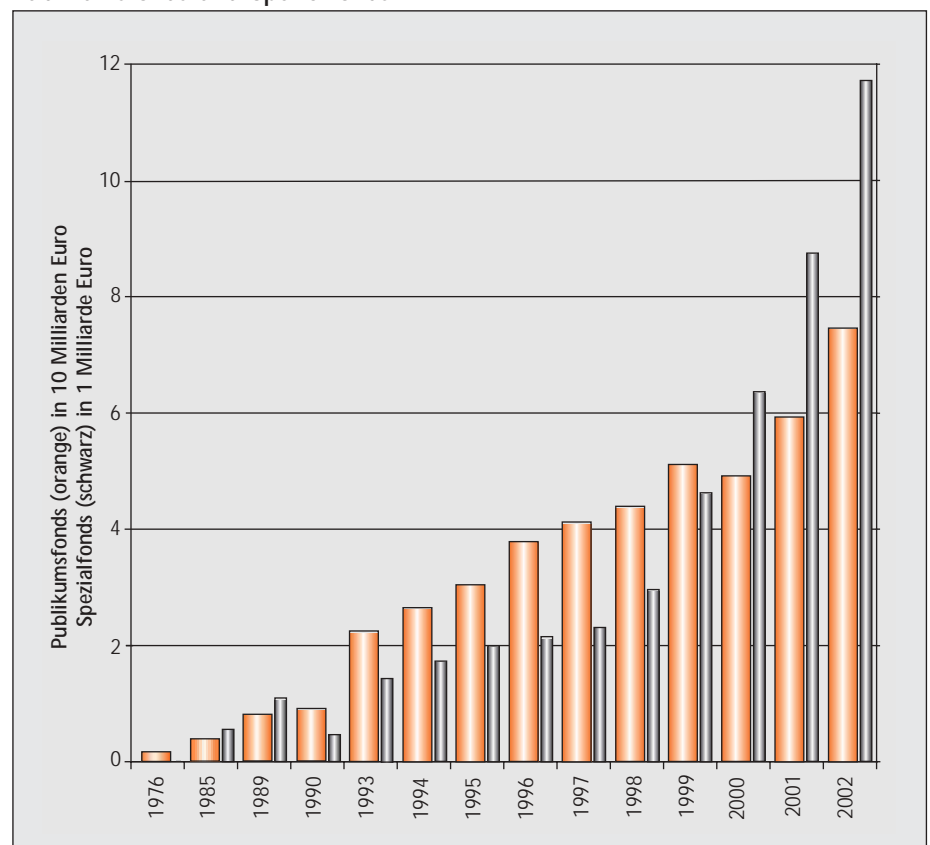
Basis: Tabelle 1

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Dafür sind alle in Frage kommenden Alternativen mit anderen Nachteilen behaftet. So erhält man beispielsweise bei der Veräußerung einer Immobilienaktie nur den marktabhängigen Börsenwert, der deutlich unter dem Nettoinventarwert liegen kann, während der Spezialfondsanleger nach Veräußerung des Im-

mobilenbestandes den Nettoinventarwert erzielen kann. Jedenfalls haben die institutionellen Anleger auch 2002 den Immobilien-Spezialfonds als geeignetes Anlageinstrument anerkannt, denn das Netto-Fondsvermögen ist aufgrund eines neuen Rekord-Mittelzuflusses von 2,9 Milliarden Euro im vergangenen Jahr

Abbildung 2: Fondsvolumen der Offenen Immobilienfonds – Publikumsfonds und Spezialfonds



Basis: Tabelle 1

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 2: Zusammenfassung Anzahl und Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds

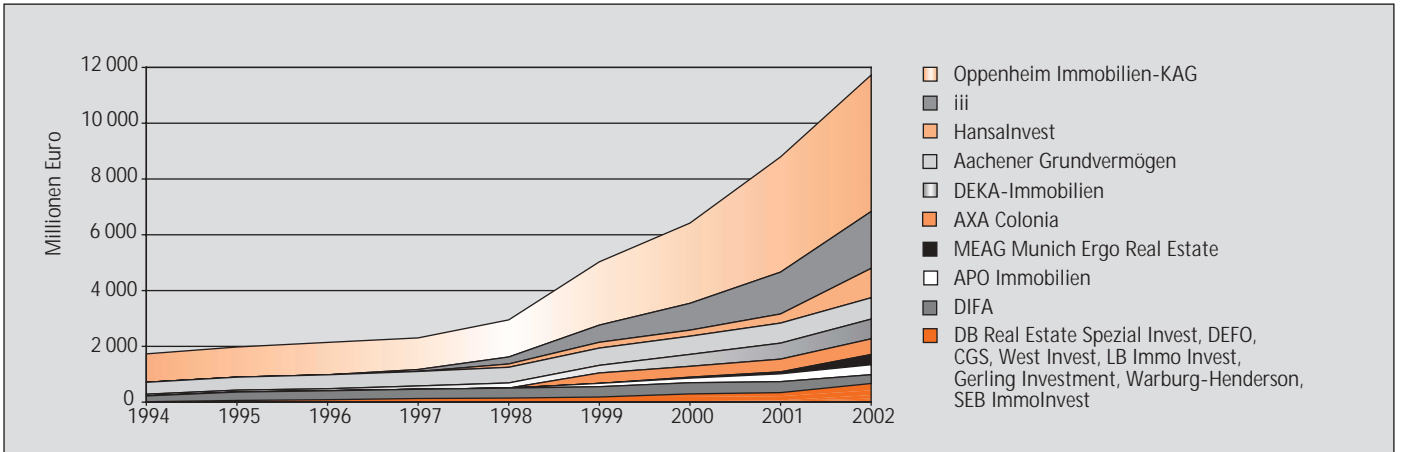
Kapitalanlagegesellschaften	Anzahl	31.12.2002		31.12.2001 (berichtigt)			31.12.2000		
		FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %
Aachener Grundvermögen	2	765	6,5	2	718	8,2	2	652	10,1
APO Immobilien	4	359	3,1	4	283	3,2	3	167	2,6
AXA Colonia	3	560	4,8	3	457	5,2	2	388	6,0
CGS	2	125	1,1	1	13	0,2	-	-	-
DB Real Estate Spezial Invest	2	248	2,1	1	126	1,4	1	108	1,7
DEFO*	1	171	1,5	1	153	1,8	1	151	2,3
DEKA-Immobilien	6	709	6,0	5	575	6,5	3	429	6,7
DIFA	1	314	2,7	2	391	4,5	2	400	6,2
Gerling Investment	1	19	0,2	-	-	-	-	-	-
HansalInvest	2	1 052	9,0	1	328	3,7	1	216	3,4
iii	6	2 041	17,5	6	1 498	17,0	7	960	15,0
LB Immo Invest	1	38	-	-	-	-	-	-	-
MEAG Munich Ergo Real Estate	2	365	3,1	1	67	0,7	1	33	0,5
Oppenheim Immobilien-KAG	24	4 890	41,8	21	4 132	47,0	18	2 880	44,9
SEB ImmoInvest	1	12	0,1	1	6	0,1	-	-	-
Warburg-Henderson	1	14	0,1	-	-	-	-	-	-
West Invest	1	44	0,4	-	45	0,5	1	37	0,6
Insgesamt	60**	11 726	100,0	50**	8 792**	100,0	42**	6 421**	100,0

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

* DEFO besitzt mit DEFO-Immobilienfonds 1 einen weiteren „Immobilien-Spezialfonds“ (fortgeführt aus der Zeit vor der KAGG-Novelle 1990) mit einem Fondsvolumen von 1 066 Millionen Euro per 12/02; 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 zum 31. Dezember 2002 ein Volumen von 933,4 Millionen Euro besitzt (FV in 12/01 573 Millionen Euro); ** Zahlen aus den Umfragen Dr. Kandlbinder: Differenzen zur Bundesbankstatistik sind erklärbar (dort in 2002 ebenfalls 60 Fonds mit FV 11 726 Millionen Euro, in 2001 nur 49 Fonds mit FV 8 778 Millionen Euro, in 2000 nur 41 Fonds mit FV 6 387 Millionen Euro)

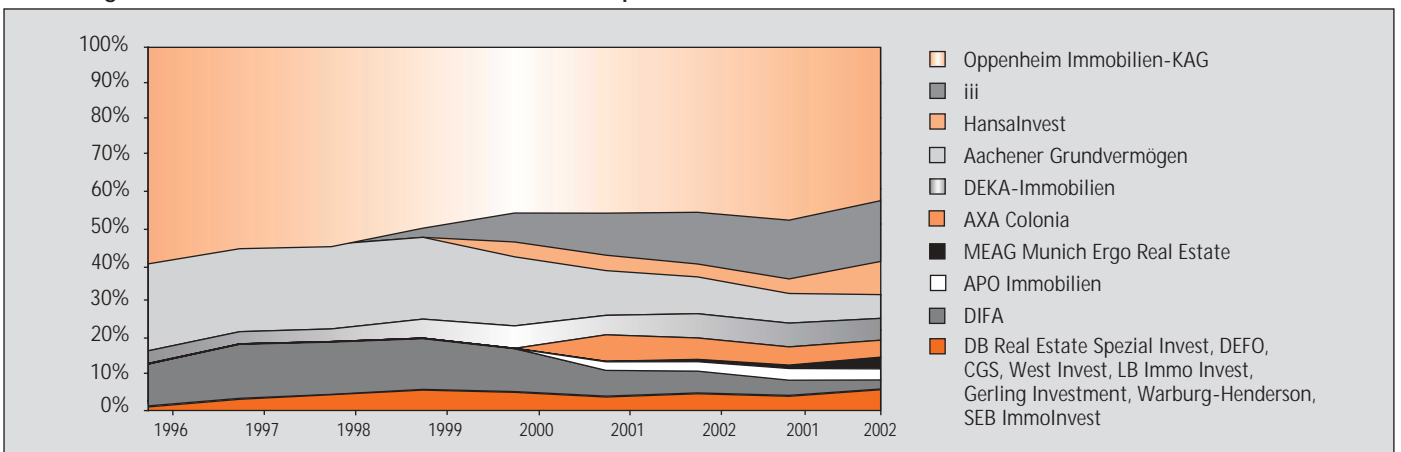
Abbildung 3: Immobilien Spezialfonds-Vermögen der einzelnen KAGs



Quelle: Basis Tabelle 2

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 4: Marktanteile der KAGs bei Immobilien-Spezialfonds



Quelle: Basis Tabelle 2

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

um 32,9 Prozent angestiegen (vergleiche Tabelle 1). Dieses Rekord-Wachstum liegt bei relativer Betrachtungsweise allerdings unter den Vorjahren (1999: 57 Prozent, 2000: 38 Prozent, 2001: 37 Prozent). In dieser Verlangsamung des Wachstums sollte man jedoch nicht die ersten Anzeichen einer sich ankündigenden Marktsättigung sehen, sondern eher von einem Einpendeln der Wachstumsrate auf hohem Niveau sprechen. Außerdem kann der Rückgang der Wachstumsrate zum Teil auch mit dem verstärkten Trend zur Fremdfinanzierung (vergleiche Tabelle 7) erklärt werden, führte dieser doch bei praktisch unveränderter Zunahme des verwalteten Immobilienvermögens (plus 39,4 Prozent nach plus 41,5 Prozent) zu der festgestellten geringeren Zunahme des Netto-Fondsvolumens.

Darüber hinaus wurde das Netto-Fondsvolumen dadurch beeinträchtigt, dass Immobilien-Spezialfonds im August 2002 durch das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (4. FMG) von der fünfprozentigen Mindestliquidität befreit wurden. Tatsächlich hat sich dann auch der Anteil der Bankguthaben von 11,2 Prozent auf 8,9 Prozent des gesamten Fondsvolumens reduziert (vergleiche Tabelle 7). Es gibt also mehrere Ursachen, die zu einem geringeren Wachstum des Netto-Fondsvolumens geführt haben, ohne dass hieraus auf eine Verlangsamung des Wachstums der Branche an sich geschlossen werden könnte.

Drei neue Anbieter, elf neue Fonds

Die Anzahl der verwalteten Immobilien-Spezialfonds erhöhte sich von 50 auf 60, während mindestens ein Fonds aufgelöst wurde. Von den neuen Fonds ist jeweils

Tabelle 3: Aufteilung der Wachstumsraten auf die Kapitalanlagegesellschaften

– aktualisiert per 31. Dezember 2002 –

	2002	2001 (berichtigt) in Prozent	2000
Aachener Grundvermögen	6,5	10,1	5,2
APO Immobilien	26,9	69,5	39,2
AXA Colonia	22,5	17,8	4,0
CGS	861,5	von Null kommend	–
DEFO	11,8	1,3	1,3
DEKA-Immobilien	23,3	34,0	58,3
DB Real Estate Spezial Invest	96,8	16,7	von Null kommend
DIFA	- 19,7	- 2,2	8,4
Gerling Investment	von Null kommend	–	–
HansalInvest	220,7	51,9	4,4
LB Immo Invest	von Null kommend	–	–
iii	36,3	56,0	56,1
MEAG Munich Ergo Real Estate	444,8	103,0	von Null kommend
Oppenheim Immobilien-KAG	18,4	43,5	27,0
SEB ImmoInvest	200,0	von Null kommend	–
Warburg-Henderson	von Null kommend	–	–
West Invest	- 2,2	21,6	0,0
Ingesamt	32,9	36,9	27,7

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

einer den drei neu in den Markt eingetretenen Immobilien-KAGs zuzuordnen.

Bei den neuen Gesellschaften handelt es sich um die Gerling-Investment, die konzern-eigene Versicherungsgelder verwaltet, um die als HGA gegründete und jetzt in LB Immo Invest umfirmierte Tochtergesellschaft der Landesbanken von Hamburg, Hessen/Thüringen und Bayern sowie um die ebenfalls in Hamburg ansässige Warburg-Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien. Ende 2002 waren es damit schon 17 Immobilienfonds-KAGs, nachdem es 1996 erst fünf solcher Gesellschaften gab.

Auch im Jahr 2003 wird diese Zahl weiterwachsen, und zwar mindestens um zwei weitere Anbieter. Zum einen hat

KanAm nach der bereits im Vorjahr gegründeten KanAm Grund KAG noch eine KanAm Grund Spezialfondsgesellschaft gegründet, die voraussichtlich bis zum Herbst ihren ersten Immobilien-Spezialfonds auflegen wird, und zum anderen hat die IVG Immobilien KAG die Zulassung der BaFin erhalten und wird ebenfalls Spezialfonds auflegen.

Ferner strebt die Aarealbank die Gründung einer Immobilien-KAG an, die unmittelbar nach ihrer Genehmigung durch die BaFin, möglicherweise im 4. Quartal, Immobilien-Spezialfonds auflegen soll. Und schließlich tragen sich mehrere ausländische Gesellschaften, die bisher allerdings nicht genannt werden möchten, mit sehr ernsthaften Überlegungen der gleichen Art.

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

	Σ	2002		2001		2000	
		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	Σ	2 749	95,6	1 964	86,4	1 159	86,6
davon Kreditinstitute		49	1,7	26	1,1	-	-
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)		2 575	89,5	1 852	81,5	1 054	78,8
sonstige Unternehmen (einschließlich Industrietiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)		54	1,9	18	0,8	30	2,2
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)		18	0,6	19	0,8	26	1,9
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)		53	1,9	51	2,2	49	3,7
Ausländer gesamt	Σ	127	4,4	310	13,6	179	13,4
Gesamtes Mittelaufkommen	Σ	2 876	100,0	2 274	100,0	1 338	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

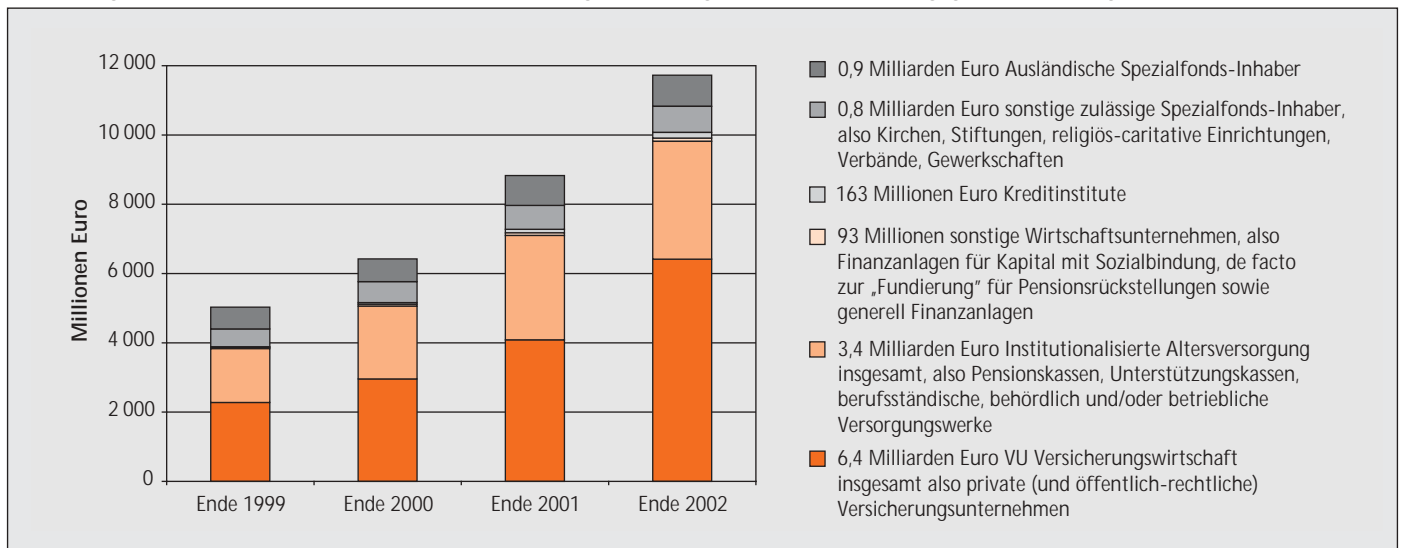
Tabelle 5: Struktur der Spezialfonds-Inhaber in Mill. Euro beziehungsweise in Prozent vom Fondsvolumen (Immobilien-Spezialfonds)

I-V	Inländische Spezialfonds-Inhaber insgesamt	Ende 2002		Ende 2002		Ende 2000	
		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
I	VU Versicherungswirtschaft insgesamt also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	6 415	54,7	4 088	46,3	2 957	46,1
II	SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	-	-	-	-	-	-
III	Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördlich und/oder betriebliche Versorgungswerke	3 403	29,0	3 009	34,1	2 099	32,7
IV	Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute)	256 (163)	2,2 (1,4)	181 (106)	2,0 (1,2)	105 (48)	1,6 (0,7)
V	Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	755	6,4	688	7,8	606	9,4
VI	Ausländische Spezialfonds-Inhaber	899	7,7	864	9,8	654	10,2
	Spezialfonds-Inhaber insgesamt	11 727	100,0	8 830	100,0	6 421	100,0

Quelle: Eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

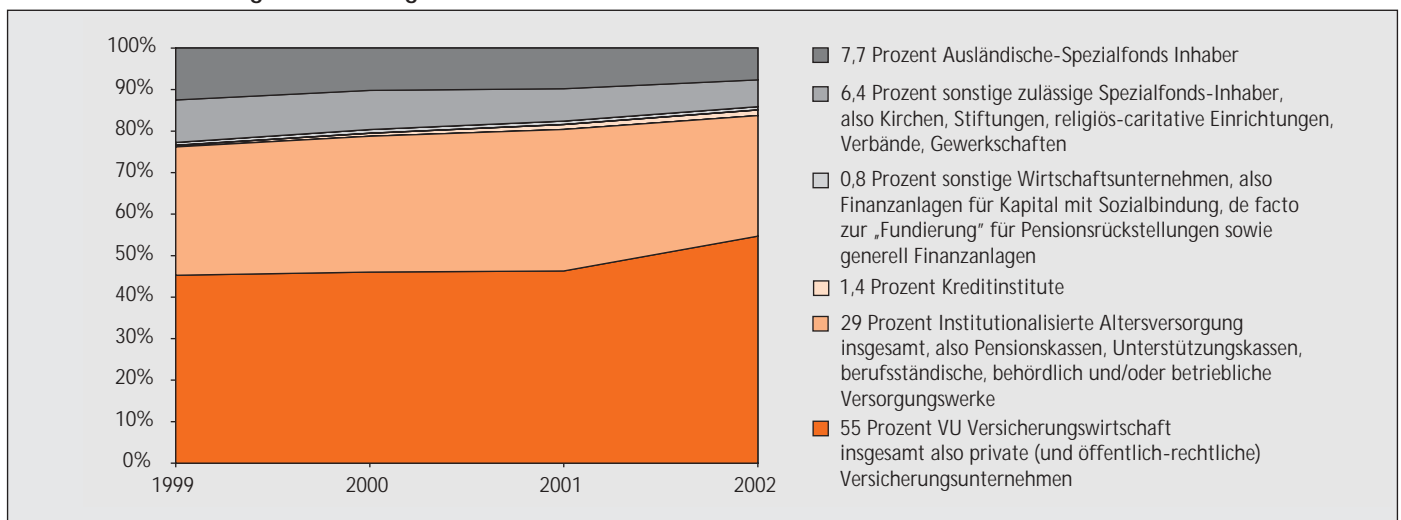
Abbildung 5: Immobilien-Spezialfonds: Entwicklung der Anlegerzusammensetzung gemäß Umfrage



Basis: Tabelle 5

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 6: Struktur der Inhaber von Immobilien-Spezialfonds in Prozent vom Gesamtvolumen gemäß Umfrage



Basis: Tabelle 5

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

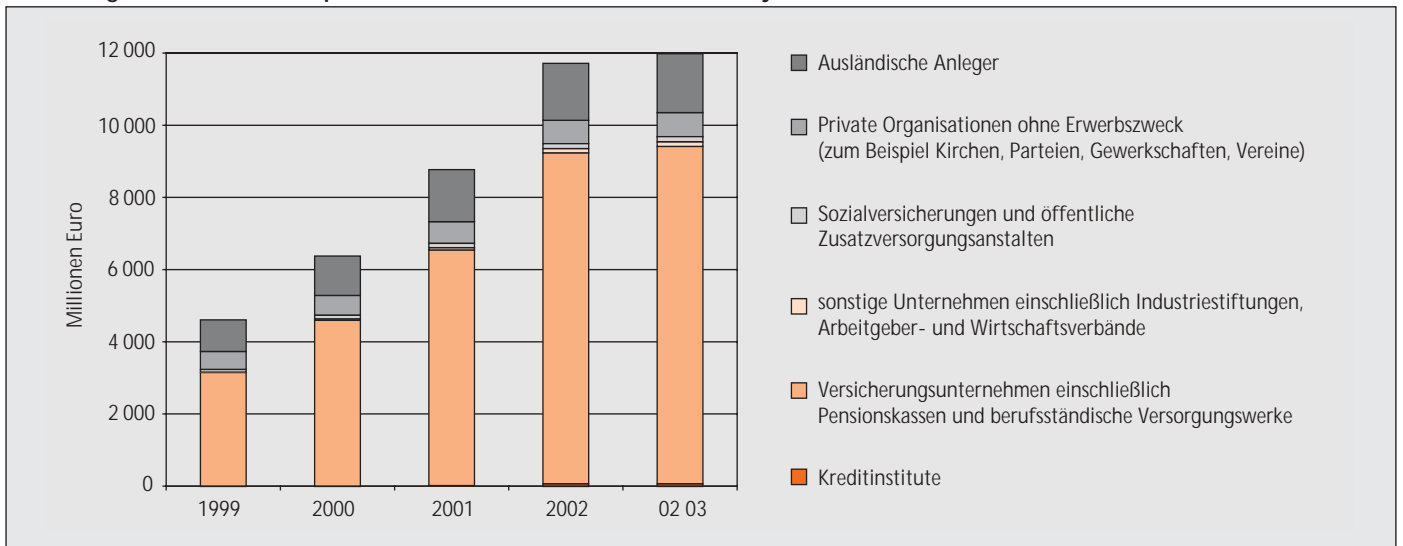
Tabelle 6: Struktur der Spezialfonds-Inhaber nach Bundesbank-Aufgliederung in Millionen Euro beziehungsweise in Prozent des Fondsvolumen (Immobilien-Spezialfonds)

	März 2002		Ende 2002		Ende 2001		Ende 2000	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	10 417	86,7	10 148	86,5	7 338	83,6	5 295	82,9
davon Kreditinstitute	80	0,7	78	0,7	27	0,3	-	-
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	9 423	78,4	9 166	78,2	6 528	74,4	4 602	72,1
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriefirstiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	126	1,0	119	1,0	63	0,7	44	0,7
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)	133	1,1	136	1,1	118	1,3	98	1,5
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	654	5,5	649	5,5	603	6,9	550	8,6
Ausländer gesamt	1 585	13,3	1 578	13,5	1 439	16,4	1 093	17,1
Spezialfonds insgesamt (alles Ausschüttungsfonds)	12 002	100,0	11 726	100,0	8 778	100,0	6 387	100,0

Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

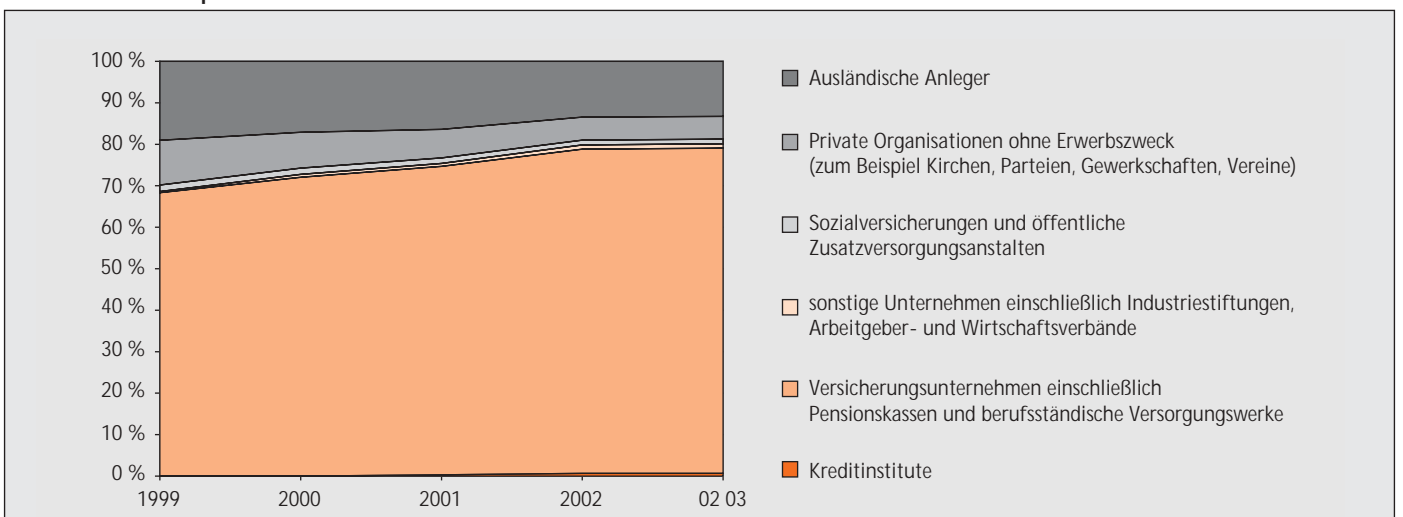
Abbildung 7: Struktur der Spezialfonds-Inhaber nach Bundesbank jeweils zum Ultimo in Millionen Euro



Basis: Tabelle 6

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 8: Struktur der Spezialfonds-Inhaber nach Bundesbank jeweils zum Ultimo in Prozent vom Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds



Basis: Tabelle 6

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 7: Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds nach Anlagekategorien

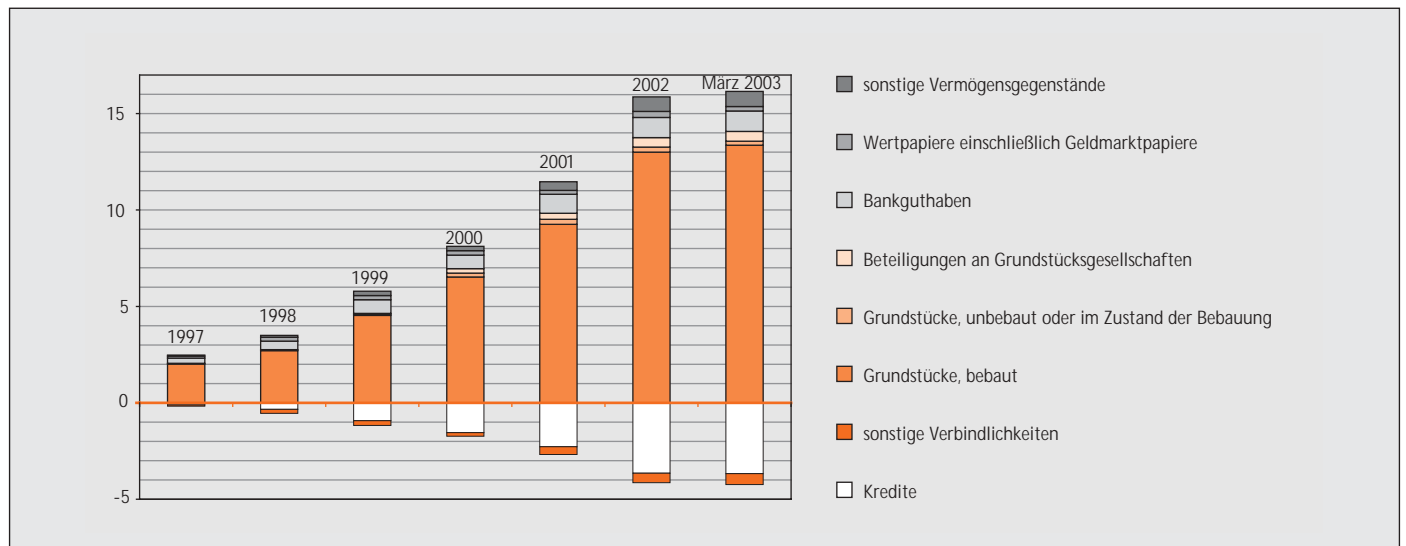
(in Anlehnung an die Definition der Vermögensgegenstände in KAGG)

	3/03		12/02		12/01		12/00	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Grundstücke	13 744	114,5	13 262	113,1	9 516	108,4	6 725	105,3
davon: bebaute Grundstücke	13 535	112,8	13 002	110,9	9 255	105,4	6 525	102,2
unbebaute und im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke, das heißt übrige Grundstücke	209	1,7	260	2,2	261	3,0	200	3,1
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	506	4,2	495	4,2	315	3,6	236	3,7
Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere)	216	1,8	310	2,6	198	2,3	230	3,6
Bankguthaben	1 050	8,8	1 045	8,9	985	11,2	698	10,9
Sonstiges Vermögen	816	6,8	755	6,4	447	5,1	227	3,6
Verbindlichkeiten	4 331	36,1	4 140	35,3	2 683	30,6	1 729	27,1
darunter aufgenommene Kredite	3 809	31,7	3 646	31,1	2 278	26,0	1 548	24,2
Fondsvermögen insgesamt minus Verbindlichkeiten	12 002	100,0	11 726	100,0	8 778	100,0	6 387	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 9: Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds in Milliarden Euro jeweils zum Ultimo



Basis: Tabelle 7

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Neben den Spezialfonds ist auf zwei weitere Immobilienfonds mit einem Volumen von 2,0 Milliarden Euro hinzuweisen, die von ihrem rechtlichen Status zwar Publikumsfonds (mit nicht-öffentlichem Vertrieb) sind, die jedoch ausschließlich von institutionellen Anlegern gehalten werden. Dies ist zum einen der mit 1,066 Milliarden Euro fast unverändert gebliebene DEFO-Immobilienfonds 1 und zum anderen der SKAG Euroinvest der Siemens KAG, dessen Volumen im vergangenen Jahr von 573 um 63 Prozent auf 933 Millionen Euro anwuchs. Dabei wurde der DEFO-Fonds lange vor dem (1.) FMG von 1990 gegründet, durch welches die Definition des Spezialfonds mit der Begrenzung auf maximal zehn institutionelle Anleger festgelegt wurde. Aufgrund der zu hohen Anzahl von Anlegern konnte dieser Fonds dann nicht in einen Spezialfonds umgewan-

delt werden, blieb also als Publikumsfonds bestehen und fiel auf diese Weise aus der Statistik der Immobilien-Spezialfonds heraus. So erklärt sich auch der Rückgang der Immobilien-Spezialfonds in Anzahl und Volumen von 1989 auf 1990, erkennbar in Abbildung 2.

Anders als die DEFO hat die Siemens KAG ihren „institutionellen“ Publikums-Immobilienfonds erst im Jahr 1999 aufgelegt, dabei also bewusst auf die organisatorischen und aufsichtsrechtlichen Erleichterungen eines Spezialfonds verzichtet. Die Vorteile dieser Entscheidung bestehen darin, dass die Anzahl der Anleger eben nicht auf zehn begrenzt ist, und dass die Anleger in den Genuss aller für Publikumsfonds geltenden Schutzvorschriften gelangen. Natürlich könnte man auch in einem Spezialfonds mehr als zehn Anleger aufnehmen, wenn sich

die Anleger zu diesem Zweck als Personengesellschaften zusammenschließen. Dann könnten jedoch die Anteilscheine nicht in einem, auf den Namen des einzelnen Anlegers lautenden Wertpapierdepot, sondern nur in einem für die Personengesellschaft eingerichteten Gemeinschaftsdepot verwahrt werden.

Verschiebung der Marktanteile

Mit einer Ausnahme konnten alle KAGs das Volumen ihre Immobilien-Spezialfonds steigern (vergleiche Abbildung 3). Die in absoluten Zahlen höchste Steigerung erzielte der führende Anbieter, die Oppenheim Immobilien KAG (OIK) mit 760 Millionen Euro. Da dies für die OIK jedoch nur einem Wachstum von 18 Prozent entspricht, verliert sie Marktanteile

teile im Wert von 5,3 Prozentpunkten und liegt jetzt bei „nur“ noch 42 Prozent. Als einzige KAG verlor die DIFA ein Mandat und damit gleichzeitig 77 Millionen Euro. Ihr Marktanteil reduzierte sich dadurch von 4,5 Prozent auf 2,7 Prozent.

Wie der Verlust von Marktanteilen allein durch eine noch stärkere Steigerung des Gesamtmarktes verursacht werden kann, zeigt auch das Beispiel der Aachener Grund. Diese Gesellschaft verwaltete 1997 noch 23 Prozent aller Immobilien-Spezialfonds, steigerte ihr Volumen seither kontinuierlich um die Hälfte (vergleiche Abbildung 3) und besitzt jetzt nur noch einen Marktanteil von 6,5 Prozent (vergleiche Abbildung 4).

Marktanteile hinzugewinnen konnte vor allem die Hansa Invest, die ihren Anteil auf 9,0 Prozent erhöhte, das entspricht einem Zugewinn von 5,2 Prozentpunkten. Auch die Meag Munich Ergo Real Estate konnte ihren Anteil um 2,4 Prozentpunkte auf jetzt 3,11 Prozent steigern, ebenso die CS Real Estate, die sich um 0,9 Prozent auf 1,1 Prozent steigerte.

Die ganz jungen Anbieter spielen bei der Verteilung der Marktanteile fast keine Rolle. Gemeinsam besitzen die fünf in den Jahren 2001 und 2002 hinzugekommenen Anbieter einen Marktanteil von gerade 1,8 Prozent. Demgegenüber konnten die vier in 1999 und 2000 gegründeten Gesellschaften zusammen bereits einen Anteil von über 10,0 Prozent erringen.

Analyse der Inhaber von Immobilien-Spezialfonds

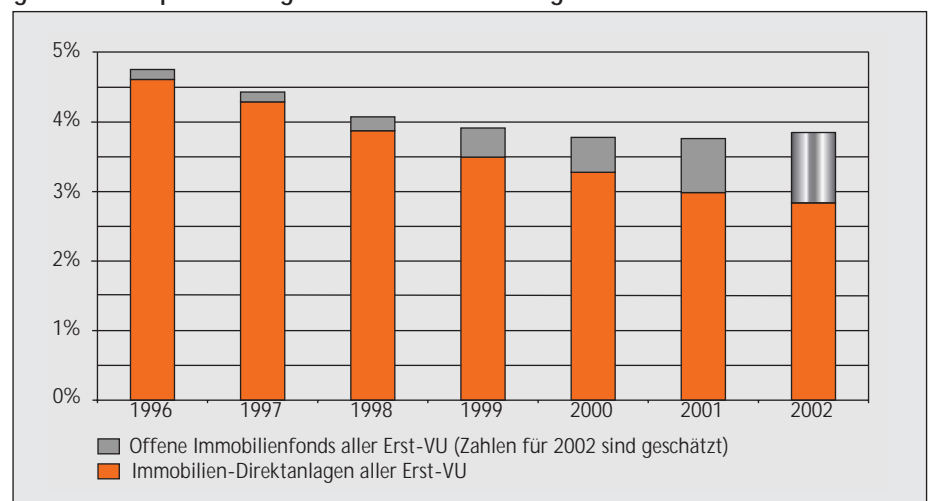
Die Anlegerstruktur der Immobilien-Spezialfonds lässt sich zum einen auf Basis der von der Bundesbank veröffentlichten Kapitalmarktstatistik (Tabelle 6) und zum anderen auf Basis der selbst durchgeführten Umfrage (Tabelle 5) darstellen. Die unterschiedlichen Ergebnisse erklären sich zum einen aus verschiedenartigen Zuordnungen, das heißt einer unterschiedlichen Definition der Anlegergruppen einerseits und einer unterschiedlichen Systematik bei der Zuordnung von Gemeinschaftsfonds andererseits. Die Bundesbank lässt den meldenden KAGs im Vordruck 10 380 in der Rubrik 08 „Art der Anteilinhaber“ auch bei Gemeinschaftsfonds nur eine einheitliche Antwort zu. Sind an einem Spezialfonds also mehrere Anleger aus unterschiedlichen Anlegergruppen beteiligt, wird das gesamte Fondsvermögen der

Tabelle 8 bis 11: Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen, Pensions- und Sterbekassen, insgesamt, Direktanlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Immobilienfonds

		2000	2001	2002
		in Millionen Euro		
Lebens-VU	Anzahl der Unternehmen	123	120	
	Kapitalanlagen insgesamt	539 975	570 354	593 082
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	15 420	14 911	15 127
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	2 572	3 602	
Pensionskassen	Anzahl der Unternehmen	139	136	
	Kapitalanlagen insgesamt	69 008	70 676	72 293
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	3 595	3 444	3 389
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	627	1 964	
Sterbekassen	Anzahl der Unternehmen	48	40	
	Kapitalanlagen insgesamt	1 280	1 284	1 409
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	43	41	44
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	60	65	
Kranken-VU	Anzahl der Unternehmen	55	54	
	Kapitalanlagen insgesamt	72 739	80 999	88 741
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 973	1 889	1 770
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	275	322	
Schaden-/Unfall-VU	Anzahl der Unternehmen	254	249	
	Kapitalanlagen insgesamt	96 150	99 616	104 299
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	4 509	4 289	4 068
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	373	433	
Rück-VU	Anzahl der Unternehmen	41	41	
	Kapitalanlagen insgesamt	92 051	120 438	146 441
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 957	1 678	1 576
Alle Erst-VU	Anzahl der Unternehmen	619	599	0
	Kapitalanlagen insgesamt	779 152	822 929	859 824
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	25 529	24 574	24 398
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	3 907	6 386	8 700*
Alle VU	Anzahl der Unternehmen	660	640	0
	Kapitalanlagen insgesamt	871 203	943 367	1 006 265
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	27 495	26 252	25 974
	Anteile an Offenen Immobilienfonds			

Quelle: bis 2001: BAV/BaFin, 2002: Bundesbank, * Schätzung, basiert auf eigenen Umfragen
Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 10: Anteil der Immobilien-Investitionen am gesamten Kapitalvermögen der Erstversicherungen



Basis: Tabelle 8 bis 11

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 12: Aggregierte Bundesanzeiger-Auswertung der Veröffentlichungen der Immobilien-Spezialfonds

	2002	2001	2000
Anzahl der bestehenden Fonds zum Jahresultimo	60	50	42
Anzahl der erfassten Immobilien-Spezialfonds	57	46	39
Die Veröffentlichungen von RB/HB beziehen sich auf folgende Stichtage	8/2002 bis 2/2003	8 bis 12/2001	9 bis 12/2000
Gesamtvolumen per Jahresultimo	11 727	8 778	6 378
Aggregiertes erfasstes Fondsvolumen in Millionen Euro	11 352	8 133	6 194
Genauigkeit dieser Auswertung in Prozent	97%	93%	97%
Anzahl der Liegenschaften	956	740	564
im EU-Ausland belegen	313	228	140
in Prozent	33%	31%	25%
außerhalb EU belegen (USA beziehungsweise Schweiz)	2	1	–
Summe der verwalteten Nutzfläche in qm	5 698 030	4 258 959	2 983 088
davon gewerbliche Nutzung	5 216 996	3 859 327	2 747 435
in Prozent	92%	91%	92%
Wohnungen	480 676	399 632	235 653
in Prozent	8,4%	9,4%	7,9%
im EU-Ausland belegen	1 992 955	1 498 875	785 926
in Prozent von qm gesamt	35,0%	35,2%	26,3%
außerhalb EU belegen	10 045	1 045	–
in Prozent von qm gesamt	0,18%	0,02%	–
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, gemäß Bundesbank per Ultimo in Millionen Euro	495	315	236
gemäß Auswertung in Millionen Euro	477	308	184
im Inland belegen	24	24	24
im Ausland belegen	453	284	160
in Prozent von Liegenschaftswert	4,2%	3,8%	3,0%

Diese Auswertung beruht auf den veröffentlichten Rechenschafts- und Halbjahresberichten der einzelnen Immobilien-Spezialfonds, wobei der (volumengewichtete) durchschnittliche Stichtag der ausgewerteten Berichte dieses Jahr am 12. November 2002 liegt. Da die Auswertungsquote wie in den Vorjahren bei 100 Prozent liegt, beruhen Abweichungen zu den angegebenen Jahres-Ultimozahlen allein auf den unterschiedlichen Stichtagen.
Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Gruppe des am stärksten beteiligten Anlegers zugerechnet. Hierdurch wird gegebenenfalls das Volumen der Gruppe des am stärksten beteiligten Anlegers überzeichnet und das Volumen der übrigen an einem Gemeinschaftsfonds beteiligten Anlegergruppen unterzeichnet.

Nach der Systematik der Kandlbinder-Studie wird dagegen versucht, die genaue Höhe der Beteiligung der unterschiedlichen Anlegergruppen bei einer KAG zu erfragen, unabhängig davon, ob die entsprechenden Anleger in einen „Individualfonds“ (Spezialfonds mit nur einem Anleger) investieren oder als vor-

herrschender Minderheitsanleger in einen „Gemeinschaftsfonds“ (Spezialfonds mit mehreren Anlegern). Denn das Ziel dieser Studie ist es schließlich, den genauen Absatz von Spezialfondsanteilen bei den verschiedenen Anlegergruppen zu ermitteln, während sich die Bundesbank eher für strukturelle Fragen des Marktes auf der Ebene der Instrumente, also der Sondervermögen, interessiert. Darüber hinaus fragt die Bundesbank mit der gleichen Systematik auch nach dem Mittelaufkommen (Tabelle 4).

Alle betrachteten Anlegergruppen haben ihre Anlagen in Immobilienspezialfonds

Tabelle 13: Veränderungsrate der Fondsvolumina nach ImmoSpF-Inhabergruppen

	1999	2000	2001	2002
	in Prozent			
Versicherungswirtschaft	205	30	38	56,9
Institutionalisierte Altersvorsorge	34	35	53	13,1
Wirtschaftsunternehmen	–	88	72	41,2
davon Kreditinstitute	–	40	120	53,3
Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber	11	18	14	9,7
Ausländische Spezialfonds-Inhaber	7	4	32	4,0

Basis: Tabelle 5

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

erhöht, so dass die festzustellenden Verschiebungen der prozentualen Anteile ausschließlich auf unterschiedliche Steigerungsraten, das heißt vor allem auf unterschiedliche Mittelzuflüsse, zurückzuführen sind.

Dabei fällt besonders ins Auge, dass gemäß Kandlbinder-Studie die Versicherungswirtschaft ihren Anteil an den Immobilien-Spezialfonds erstmals auf über 50 Prozent steigern konnte und jetzt 55 Prozent des in diesem Instrument investierten Kapitals bereitstellt. Im Vorjahr waren es nur 45 Prozent gewesen. Diese Steigerung um rund zehn Prozentpunkte bedeutet in absoluten Zahlen einen Anstieg des investierten Fondsvermögens um 2,3 Milliarden Euro oder 57 Prozent gegenüber dem Vorjahr.

Die Pensionskassen, Unterstützungskassen sowie die berufsständischen, behördlichen und betrieblichen Versorgungswerke, die in der Umfrage unter dem Begriff der institutionalisierten Altersvorsorge zusammengefasst werden, haben ihr Volumen um 400 Millionen Euro, das sind immerhin 13,1 Prozent, erhöht. Ihr Anteil am Gesamtvolumen ist dadurch allerdings von 34 Prozent auf 29 Prozent zurückgegangen.

Das Volumen in der Hand ausländischer Anleger ist dagegen nur um 4,0 Prozent angestiegen, was den Rückschluss zulässt, dass es – anders als im Vorjahr – von dieser Seite keine nennenswerten Mittelzuflüsse gegeben hat. Der Anteil der ausländischen Anleger am Gesamtvolumen ging dadurch von 9,8 Prozent auf 7,7 Prozent zurück.

Offene Fonds ersetzen bei Versicherungen die Direktanlage

Auf den starken Zuwachs (plus 2,3 Milliarden Euro) der Versicherungsunternehmen bei Immobilien-Spezialfonds wurde oben bereits hingewiesen. Die Auswertung der BaFin-Veröffentlichungen über die Kapitalanlagen der Versicherungen zeigt, dass sich die in den letzten Jahren zu beobachtenden Trends fortsetzen:

● Die Gesamtsumme der Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen steigt weiterhin recht gleichmäßig an (6,7 Prozent in 2002 nach 8,3 Prozent in 2001 und 6,8 Prozent in 2000).

● Nicht nur der Anteil der Direktanlagen in Immobilien, sondern sogar der absolute Betrag in dieser Assetklasse nimmt weiterhin ab. Im Jahr 2002 ist

diese Abnahme mit minus 1,1 Prozent geringer als 2001 mit minus 4,5 Prozent, doch verringert sich der Anteil der direkt gehaltenen Immobilien dadurch von 2,8 Prozent auf 2,6 Prozent. 1996 hatte diese Quote noch 4,5 Prozent betragen.

● Die Anlage in Immobilien-Spezialfonds nimmt in steigendem Maße zu, sowohl in absoluten Werten als auch im Verhältnis zu den Kapitalanlagen insgesamt beziehungsweise zu den direkt gehaltenen Immobilienanlagen.

Datenlage

Zur Anlage in Anteilen an Offenen Immobilienfonds stehen nur Daten über die Erstversicherer, nicht aber über die Rückversicherer zur Verfügung. Außerdem hat die BaFin diese Daten für 2002 noch nicht veröffentlicht, so dass hier eine Schätzung erforderlich ist.

Bei dieser Schätzung wird davon ausgegangen, dass sich die 2,3 Milliarden Euro, die die Versicherungen nach der Umfrage in 2002 zusätzlich in Immobilien-Spezialfonds investiert haben, auch in ihren Bilanzen wiederfinden werden.

Ungenauigkeiten ergeben sich bei dieser Schätzung zwar einmal aus der zusätzlichen Anlage von Versicherungen in Publikums-Immobilienfonds und zum anderen aus den Spezialfondsanteilen in der Hand der Rückversicherungen, die in der Statistik der BaFin nicht berücksichtigt werden. Keiner dieser beiden Punkte sollte das Ergebnis der Schätzung jedoch gravierend beeinträchtigen.

Auf Grundlage der genannten Annahmen kann für Ende 2002 von Immobilienfonds-Anteilen in der Hand von Versicherungen im Gesamtwert von 8,7 Milliarden Euro ausgegangen werden. Dies führt zu folgenden Erkenntnissen:

● Erstmals erreichen die Offenen Immobilienfonds einen Anteil von gut 1,0 Prozent am Gesamtvermögen der (Erst-

Versicherungen. Im Vorjahr hatte dieser Anteil noch unter 0,8 Prozent gelegen.

● Betrachtet man die Direktanlagen in Immobilien und die Anteile an Offenen Immobilienfonds gemeinsam, so ergibt sich eine „Immobilienwerte-Quote“ von 3,85 Prozent und damit erstmals wieder eine Zunahme. Zuvor war diese Quote von 1996 mit 4,78 Prozent bis 2000 mit 3,78 Prozent kontinuierlich abgesunken und hatte in 2001 mit 3,76 Prozent praktisch stagniert. Wie auch aus der Abbildung 10 ersichtlich, zeichnet sich hier eine Trendumkehr und eine Aufstockung der Immobilienanlage bei den Versicherungsunternehmen ab.

Ein Grund für diese Trendumkehr wird auch die hohe Volatilität der Aktienmärkte sein, unter der viele Versicherungsunternehmen besonders gelitten haben, und die die unspektakuläre aber verlässliche Wertentwicklung der Offenen Immobilienfonds als geradezu paradisiatisch erscheinen lässt. Vor diesem Hintergrund ist weiteres Wachstum vorprogrammiert. Es würde nicht überraschen, wenn die Versicherungsunternehmen den Wert ihrer Immobilien-Spezialfonds in den nächsten zwei Jahren auf 14 bis 16 Milliarden Euro mehr als verdoppeln würden.

Veränderungen bei der Fondszusammensetzung

Auch dieses Jahr konnten die jeweils jüngsten Rechenschaftsberichte beziehungsweise Halbjahresberichte sämtlicher Immobilien-Spezialfonds ausgewertet werden (Tabelle 12). Obwohl die Berichte unterschiedliche Stichtage haben, wurden die Zahlen dennoch aggregiert. Dies ergibt zwar kein absolut genaues Abbild der Immobilien-Spezialfonds zu einem bestimmten Stichtag.

Da die Auswertung jedoch jedes Jahr auf die gleiche Weise erfolgt, werden interessante Veränderungen sichtbar, wobei die qualitativen Aussagen unter der un-

vermeidbaren Ungenauigkeit kaum leiden dürften. Schließlich werden sämtliche Veränderungen systematisch erfasst und Ungenauigkeiten ergeben sich lediglich beim Vergleich einiger festgestellter Gesamtsummen mit den zum Stichtag 31. Dezember verfügbaren Gesamtsummen, zum Beispiel bei Anzahl und Gesamtvolumen der Fonds.

So konnten auch dieses Mal nicht sämtliche der 60 am Jahresende bestehenden Investmentfonds erfasst werden, da neu aufgelegte Fonds noch keinen Bericht veröffentlicht haben. Um die Vergleichbarkeit der Auswertung mit den Gesamtzahlen zum Jahresultimo festzustellen, wurde das Fondsvolumen gemäß den ausgewerteten Berichten mit dem am Jahresultimo der Bundesbank gemeldeten Fondsvolumen verglichen. Daraus ergibt sich, dass sich das gesamte Volumen zwischen den Stichtagen der Berichte und dem Jahresultimo lediglich um drei Prozent erhöht hat, so dass die Genauigkeit der Auswertung erneut bei 97 Prozent liegt.

Zunehmende Fremdfinanzierung

Bei der Fondszusammensetzung sind im Jahr 2002 drei Entwicklungen hervorzuheben, und zwar die zunehmende Fremdfinanzierung, die stärkere Nutzung der Möglichkeit, Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften zu erwerben sowie schließlich die Tatsache, dass sich der Anteil der Auslandsinvestitionen nicht weiter erhöht hat. Erstmals überstieg der Wert der Immobilien den Wert des Netto-Fondsvermögens im Jahr 2000 (vergleiche Tabelle 7). Inzwischen summieren sich Kredite und sonstige Verbindlichkeiten auf über 35 Prozent des Fondsvermögens, und der Wert der Immobilien in den Immobilien-Spezialfonds erreicht knapp 114 Prozent des Fondsvermögens. Nach § 37 Abs. 3 Satz 3 KAGG dürfen Kredite für ein Immobilien-Sondervermögen bis zur Höhe von 50 Prozent des Verkehrswertes der Liegenschaften aufgenommen werden.

www.EURO-LOGISTIK-1.de

Für institutionelle Investoren legen wir zur Zeit den Immobilien-Spezialfonds **EURO LOGISTIK 1** auf. Informieren Sie sich jetzt.

- Investition in europäische Logistikimmobilien
- Ausschüttungsrendite: 7% +
- Beteiligungen ab 20 Mio. EUR
- Erste Liegenschaften zum Erwerb bereits gesichert

KONTAKT Michael Klauke · Telefon: (0611) 7105-430
Email: michael.klauke@cgs-spezialfonds.de

COMMERZ GRUNDBESITZ 
SPEZIALFONDSGESELLSCHAFT MBH

Da Spezialfonds seit dem 4. FMG keine Liquidität mehr zu halten brauchen (§ 35 Abs. 1 Satz 2 KAGG), könnte der Wert der Liegenschaften auf 200 Prozent des Fondsvolumens gesteigert werden (vorher war dies bis maximal 190 Prozent möglich).

Dies ist allerdings immer noch gering im Vergleich zu dem Investitionsgrad von über 260 Prozent, der nach einer britischen Studie von anderen Formen von institutionellen Immobilienfonds im Durchschnitt erreicht beziehungsweise angestrebt wird (opc/Deloitte & Touche: European Private Property Vehicles – Taking Stock).

Die Neigung, den Investitionsgrad eines Immobilien-Spezialfonds auf über 100 Prozent des Fondsvolumens zu steigern, ist zudem sehr unterschiedlich ausgeprägt. Von den 57 ausgewerteten Fonds bleiben 23 sogar unterhalb dieser Grenze, wobei dies bei mehreren allerdings auch darauf zurückzuführen sein dürfte, dass sie sich noch in der Auflegungsphase befinden. Mit einem moderaten Hebel, nämlich mit maximal 140 Prozent Investitionsgrad begnügt sich eine Mehrheit von 33 Sondervermögen. Weitere zehn Fonds weisen einen Investitionsgrad von bis zu 180 Prozent aus. Der Spitzenwert liegt schließlich bei 185 Prozent, sieht man einmal von einem neuen Fonds ab, der erst im Dezember 2002 seine ersten Immobilien erworben, diese aber noch nicht bezahlt hatte und so auf einen Investitionsgrad von 586 Prozent kam.

Stärkere Nutzung der Beteiligung an Grundstücksgesellschaften

Die Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften haben erneut zugenommen und betragen gemäß der Auswertung jetzt 477 Millionen Euro oder 4,2 Prozent vom Fondsvermögen, nachdem dieser Prozentsatz von 2000 (3,7 Prozent) nach 2001 (3,6 Prozent) sogar leicht abgenommen hatte. Die Grundstücksgesellschaft stellt vor allem ein Instrument zum Erwerb von Grundstücken im Ausland dar.

Im Inland wurde bislang jedenfalls nur ein einziges Mal, im Jahr 2000, eine solche Beteiligung für einen Immobilien-Spezialfonds erworben. Alle übrigen Beteiligungen, von denen es nach der Auswertung insgesamt 40 gibt, betreffen Grundstücksgesellschaften und Liegenschaften im Ausland, vergleiche Tabelle 12.

Leider hat der Gesetzgeber mit § 45 Satz 1, 2. Halbsatz KAGG eine Vorschrift geschaffen, durch die nach herrschender Ansicht die Beteiligungen Offener Immobilienfonds an Grundstücksgesellschaften steuerlich in nicht gerechtfertigter Weise benachteiligt werden. Nach dieser Vorschrift ist § 8b KStG, der institutionellen Anlegern in der Direktanlage und auch bei Wertpapier-Sondervermögen die Steuerfreiheit von Dividendeneinnahmen und Veräußerungsgewinnen aus Aktien und Beteiligungen gewährt, bei Immobilien-Sondervermögen nicht anzuwenden.

Damit wollte der Gesetzgeber verhindern, dass die Mieterträge der Offenen Immobilienfonds zu Dividenden umqualifiziert werden und den institutionellen Anlegern völlig steuerfrei zufließen könnten. Diese Sorge erscheint allerdings unbegründet, werden die Mieterträge der Offenen Fonds doch auch sonst wie Zinsen behandelt und zum Beispiel der ZAST unterworfen. Einem Versuch von Anlegern, Mieterträge Offener Fonds als steuerfreie Dividenden zu vereinnahmen, hätte man auch leicht in anderer Weise begegnen können.

Die Nichtanwendbarkeit des § 8b KStG führt nun allerdings dazu, dass dem Fonds zufließende Beteiligungserträge vom Anleger in vollem Umfang zu versteuern sind, selbst wenn die Grundstücksgesellschaft ihrerseits schon Steuern bezahlt hat. Hierdurch entsteht eine Doppelbelastung, die § 8b KStG in allen anderen vergleichbaren Fällen verhindert. Ein erster Anlauf zur Beseitigung dieser systemwidrigen Doppelbesteuerung ist zwar schon gescheitert, doch es besteht Hoffnung, dass im Rahmen des künftigen Investmentfonds-Steuergesetzes wieder eine sachgerechte Regelung getroffen wird. Im Übrigen richten sich die steuerlichen Auswirkungen natürlich auch nach dem Einzelfall.

Erhöhung der Zahl verwalteter Liegenschaften

Die Zahl der verwalteten Liegenschaften erhöhte sich um 216 auf 956, was einer Steigerung um 29 Prozent entspricht. Der Wert in Euro stieg sogar um 39 Prozent auf 13,3 Milliarden Euro, was auf den Erwerb von größeren Objekten im Vergleich zum Bestand hindeutet. Diese Zahlen illustrieren im Übrigen besonders gut, welche logistischen Anforderungen die Branche zu bewältigen hat. Da natürlich auch Bestandsobjekte verkauft worden sind, wurden für alle Spezial-

fonds zusammen mehr als 216 Objekte erworben, also an ungefähr jedem Arbeitstag ein Objekt. Und für jedes gekaufte Objekt müssen mehrere Objekte einschließlich steuerlicher und rechtlicher Gegebenheiten genau untersucht und schließlich der Kauf abgewickelt werden.

Anteil der Auslandsinvestitionen

Der Anteil der Auslandsinvestitionen betrug 2002 (2001) nach Quadratmetern 2,0 Millionen von 5,7 Millionen oder 35,0 Prozent (35,2 Prozent), nach der Anzahl der Liegenschaften 315 von 956 oder 33 Prozent (31 Prozent) und nach dem Wert der Liegenschaften 5,0 Milliarden Euro von 12,7 Milliarden Euro oder 39,6 Prozent. Dieser Anteil der Auslandsinvestitionen von knapp 40 Prozent dokumentiert, dass der Immobilien-Spezialfonds gerade bei der Anlage in ausländischen Immobilien seine Stärken ausspielen kann. Denn die Auslagerung der Verwaltung von ausländischen Immobilien auf eine hierauf spezialisierten KAG führt beim Anleger zu einer besonders großen Entlastung.

Die Verteilung der Auslandsanlagen ist zwischen den einzelnen Sondervermögen sehr unterschiedlich. Auf der einen Seite besitzen 24 Spezialfonds keinen einzigen Quadratmeter im Ausland, auf der anderen Seite sind es 15 Fonds, die ausschließlich im Ausland investieren. Die 18 Fonds, die sowohl im In- als auch im Ausland investiert sind, weisen Auslandsquoten zwischen zwei und 72 Prozent aus, wobei der Schwerpunkt im Bereich zwischen zehn und 40 Prozent liegt. Ein ähnliches Bild zeigt die Analyse der im Ausland aktiven KAGs. Hier waren es 1998 die OIK und das Internationale Immobilien-Institut, die die ersten Auslandsimmobilien erwarben. Inzwischen sind es neun Gesellschaften, die überhaupt im Ausland verwalten, wobei zwei dieser Gesellschaften kein Objekt im Inland besitzen.

Der Anteil der Wohnungsnutzung verringerte sich wieder um einen ganzen Prozentpunkt und liegt jetzt bei 8,4 Prozent. Dies liegt noch etwas über dem Tiefststand von 7,9 Prozent, der im Jahr 2000 festzustellen war. Wohnungen gelten wegen einer im Vergleich zu Gewerbeflächen meist geringeren Mietrendite üblicherweise als weniger attraktiv. Es wird allerdings auch darauf hingewiesen, dass Wohnungen eine geringere Anfälligkeit gegenüber Wirtschaftszyklen aufweisen und so in einem Immobilienport-

folio zu einer Verstetigung der Wertentwicklung führen können. Außerdem ist von Entwicklern zu hören, dass sich Gewerbeobjekte oft besser bewirtschaften lassen, wenn man einen gewissen Wohnungsanteil einplant. Die weitere Entwicklung des Wohnungsanteils ist daher mit Interesse abzuwarten.

Der durchschnittliche Wert einer Immobilie in den untersuchten Immobilien-Spezialfonds liegt 2002 bei 13,3 Millionen Euro, wobei die Fonds sehr unterschiedlich strukturiert sind. Die Mehrzahl der Fonds weist durchschnittliche Grundstücksgrößen in dem auch schon beachtlichen Spektrum zwischen sechs und 25 Millionen Euro je Grundstück auf. Die Extreme sind noch weiter voneinander entfernt. So gibt es auf der einen Seite einen Fonds mit einem durchschnittlichen Grundstückswert von 3,5 Millionen Euro und auf der anderen Seite einen Fonds mit 63 Millionen Euro. Die Gründe für diese Differenzen sind neben unterschiedlichen Ansätzen des Portfoliomanagements natürlich in der unterschiedlichen Fondsgröße zu suchen, müssen doch kleinere Fonds zur Einhaltung der gesetzlichen Risikostreuungsvorschriften eben auch kleinere Objekte erwerben.

In diesem Zusammenhang hat das 4. FMG allerdings eine Erleichterung gebracht. Seit August 2002 werden nur noch vier Objekte benötigt, um den gesetzlichen Anforderungen nach Ablauf der vierjährigen Auflegungsphase gerecht zu werden (drei Objekte zu 15 Prozent, ein Objekt zu 6,0 Prozent und 49 Prozent Liquidität). Vorher war der Erwerb von mindestens zehn Objekten vorgeschrieben. Das durchschnittliche Fondsvolumen liegt übrigens bei 199 Millionen Euro (Vorjahr: 179), wobei immerhin zehn Fonds ein Volumen unter 50 Millionen Euro verwalten, während der größte Fonds 980 Millionen Euro erreicht. Mit 36 Fonds liegt der Schwerpunkt auf dem Bereich zwischen 50 und 300 Millionen Euro.

Ausblick zu den rechtlichen Rahmenbedingungen

Einen ganz neuen Anlegerkreis wird die geplante Änderung des Sozialgesetzbuchs erschließen, zumindest in der Theorie. Durch die Novellierung soll den Sozialversicherungsträgern der Erwerb von Anteilen an Offenen Immobilienfonds ermöglicht werden, und zwar nach den bisherigen Planungen noch vor den Sozialwahlen im Herbst. Den-

noch könnten Immobilien-Spezialfonds für Sozialversicherungsträger auch langfristig eine seltene Ausnahme bleiben, denn in der Direktanlage sind die Renten- und die Krankenversicherungsträger auf den Erwerb von solchen Immobilien beschränkt, die zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlich sind. Falls eine gleichlautende Beschränkung für Immobilienfonds eingefügt werden sollte, wären diese Unternehmen aus dem Kreis der potenziellen Anleger in Immobilien-Spezialfonds praktisch ausgeschlossen.

Lediglich Berufsgenossenschaften kämen dann noch als Anleger in Frage, denn diese dürfen schon bisher auch fremdgenutzte Immobilien erwerben. Eher zweifelhaft ist allerdings, ob die für die Anlage in einem Immobilien-Spezialfonds erforderlichen Mittel mit dem notwendigen langfristigen Anlagehorizont überhaupt zur Verfügung stehen. Generell ist zu hören, dass die Kassen der Sozialversicherungsträger ziemlich leer sind, und wenn eine größere Wahrscheinlichkeit besteht, dass ein eventuell vorhandener „Bodensatz“ doch einmal für die Überbrückung eines Liquiditätsengpasses benötigt wird oder generell

reduziert werden muss, wäre wohl ausnahmsweise von der Anlage in Immobilien-Spezialfonds abzuraten.

Auswirkungen der Rechtsreformen

Die bevorstehende Reform des deutschen Investmentrechts wird zwar das KAGG und das Auslandsinvestment-Gesetz in ihrer bisherigen Form abschaffen und in die Regelungen in einem einheitlichen Investmentfonds-Gesetz und einem Investmentfonds-Steuerrecht zusammenfassen. Da die materiellen Änderungen ihre Ursache in den OGAW-Änderungsrichtlinien haben, diese EU-Richtlinien die Offenen Immobilienfonds aber nicht erfassen, werden sich die Vorschriften über die Offenen Immobilienfonds nicht entscheidend verändern. Nur in einzelnen Fragen wird es Klarstellungen und Verbesserungen geben, die sich für die Anleger jedoch kaum bemerkbar machen dürften. Die mehr als günstigen Aussichten werden dadurch aber keinesfalls beeinträchtigt; der Immobilien-Spezialfonds wird auch in den kommenden Jahren weiter boomen. ■

Spezialimmobilien

Vorteile von Logistikimmobilien auch für Immobilien-Spezialfonds

Investitionen in Logistikimmobilien stellen mit hohen Cash-Flows in der aktuellen Niedrigzinsphase ein attraktives Investment zur Beimischung für ein Kapitalanlageportfolio dar. Immobilien-Spezialfonds, die in Logistikimmobilien investieren, ermöglichen institutionellen Investoren, sich an diesen attraktiven Anlagen zu beteiligen.

Auch bei geringem Wirtschaftswachstum zeigt sich der Logistikmarkt, bedingt durch den an diesem Markt stattfindenden Umstrukturierungsprozess, sehr stabil. Die Optimierung der Handelskette, verbunden mit den Veränderungen in der Logistikbranche, hat zu Anpassungen auf dem Markt für Logistikimmobilien geführt. Die wachsenden Logistikgesellschaften fokussieren sich auf ihr Kerngeschäft und treten am Immobilienmarkt immer häufiger als Mietinteressenten und nicht mehr als Investoren beziehungsweise Eigennut-

zer von Logistikimmobilien auf. Das den Unternehmen dadurch zur Verfügung stehende Kapital wird für die Expansion und das Kerngeschäft reserviert. Kapitalanlagegesellschaften haben die Möglichkeit, durch die Auflage eines auf Logistikimmobilien fokussierten Spezialfonds diese Investitionschancen an institutionelle Investoren weiterzureichen.

Beispielsweise bietet die Commerz Grundbesitz-Spezialfondsgesellschaft mit dem Euro Logistik 1 einen europaweit investierenden Logistikfonds an, für den eine Ausschüttungsrendite von 7,0 Prozent prognostiziert wird. Erste Liegenschaften zum Erwerb wurden hierfür bereits gesichert. Institutionelle Investoren können sich an diesem Fonds ab 20 Millionen Euro beteiligen. (Weitere Informationen: www.euro-logistik-1.de)

Commerz Grundbesitz