

## Marktstudie: Immobilien-Spezialfonds

# Gute Erfahrung – gute Perspektiven?

Till Entzian

**Der „erwachende Riese“, wie Hans Karl Kandlbinder den Immobilien-Spezialfonds in der Vergangenheit gern nannte, ist in die Knie gegangen. Allerdings lag der Einbruch bei den Mittelzuflüssen um zwei Drittel weniger am mangelnden Interesse der Investoren, sondern vielmehr an deren Verunsicherung bezüglich neuer Investment- und Bilanzierungsvorschriften. Mit statistischer Präzision analysiert der Marktbericht die Veränderung der Fondsvolumina, das Anlegerverhalten und die Entwicklung der Emittenten. Dabei stützt sich der Autor auch auf die Ergebnisse der eigenen Umfrage. (Red.)**

Für die Immobilien-Spezialfonds gab es schon bessere Jahre, der regelrechte Boom der vorangegangenen fünf Jahre hat sich 2003 nicht in der gleichen Weise fortgesetzt. Der Zufluss neuer Mittel betrug mit einer guten Milliarde Euro nur noch etwas mehr als ein Drittel des Mittelzuflusses 2002.

Auch die Publikumsfonds sammelten weniger neue Gelder ein, die Ermäßigung von 2002 auf 2003 betrug hier jedoch lediglich fünf Prozent. Für den heftigen Rückgang der Spezialfonds gibt es verschiedene Gründe:

1. Anstehende Neuregelungen im Investment- und Versicherungsaufsichtsrecht trugen dazu bei, dass Anleger ihre Entscheidungen über die Auflegung eines Immobilien-Spezialfonds hinausgeschoben haben.

2. Die Diskussion über mögliche Auswirkungen der IFRS (früher: IAS) auf Spezialfondsanlagen in den Bilanzen der Anleger trug teilweise zur Verunsicherung potenzieller Anleger bei. Vor diesem Hintergrund setzen manche Anleger auf andere Vehikel wie die GmbH und Co. KG, und sie lassen ihre Immobilienportfolios von externen Managern verwalten.

3. Ein weiterer Anstieg der Fremdfinanzierung lässt die verwalteten Fondsvolumina langsamer steigen als den Wert der verwalteten Vermögensgegenstände.

4. Die gute Entwicklung der Aktienmärkte bot im Jahr 2003 kurzfristig die besseren Anlagechancen.

Der wesentliche Grund für den augenfälligen Rückgang der Mittelzuflüsse dürfte jedoch darin zu sehen sein, dass

die Wachstumsraten jetzt schlicht und einfach auf ein normales Niveau zurückkehren, nachdem sie in den Vorjahren ungewöhnlich groß gewesen sind.

Mittelzuflüsse in Höhe von knapp neun Prozent des Vorjahresvolumens sind nur im Vergleich zu den Vorjahren (2002: 33 Prozent, 2001: 36 Prozent) und natürlich auch im Vergleich zu den Publikumsfonds (19 Prozent) enttäuschend.

### Kein Tendenzwechsel

Für das Jahr 2004 kündigt sich ein ähnliches Bild wie für 2003 an. In den ersten drei Monaten des laufenden Jahres sind den Immobilien-Spezialfonds 210 Millionen Euro zugeflossen, was ziemlich genau dem Mittelzufluss von 218 Millionen Euro in den ersten drei Monaten 2003 entspricht. Allerdings gab es im Februar auch zwei Mittelabflüsse von zusammen 27 Millionen Euro, bei den Versicherungen und den ausländischen Anlegern. Der Nettomittelzufluss blieb damit im ersten Quartal 2004 um 16 Prozent hinter dem Vorjahreszeitraum zurück. Es besteht jedoch die Hoffnung, dass sich diese Situation wieder verbessert, sobald sich die Anleger mit den neuen Rahmenbedingungen vertraut gemacht haben.

Das verwaltete Fondsvolumen wuchs um insgesamt 1,1 Milliarden Euro an, was einer Steigerungsrate von immerhin

14,8 Prozent entspricht. In diesem Zusammenhang sollte auch nochmals auf die gute Wertentwicklung der Immobilienanlagen insgesamt hingewiesen werden. Aus dem Vergleich zwischen dem Mittelzufluss in Höhe von 8,8 Prozent des Vorjahresvolumens und der Steigerung des gesamten verwalteten Fondsvolumens um 14,8 Prozent kann grob gerechnet auf eine Rendite von etwa 6,0 Prozent auf das eingesetzte Anlagekapital geschlossen werden.

### Neue Anbieter

Auch im Jahr 2003 sind, wie 2002, drei neue Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaften gegründet worden.

○ Über die **Kan-Am Grund Spezialfondsgesellschaft** konnte schon in der letzten Studie berichtet werden. Dies ist übrigens die einzige Gesellschaft der Branche, an der die Geschäftsführer eine Beteiligung halten. Der erste Spezialfonds wurde im Jahr 2004 aufgelegt, so dass dieser noch nicht in die Statistiken eingehen konnte.

○ Auch über die Gründung der **IVG Immobilien KAG** war bereits berichtet worden. Diese hat noch unter dem alten Recht im Dezember zwei Spezialfonds aufgelegt, die bislang noch keine Liegenschaften erworben haben. Ob dies jemals geschehen wird, ist auch eher unwahrscheinlich, da das Spezialfondsgeschäft nach der Veränderung der Gesellschafterstruktur möglicherweise aufgegeben wird. Die Muttergesellschaft, die IVG Immobilien AG, wurde im Zuge der Abwicklung der WCM zu 25,1 Prozent vom Bankhaus Sal. Oppenheim übernommen. Dies ist der größte Gesellschaftsanteil (weitere Anteile halten die HSH, DZ, WGZ, IKB und Streubesitz).

Anschließend stieg die IVG Immobilien AG mit knapp über 50 Prozent beim Marktführer OIK ein, sodass die IVG Immobilien KAG und die OIK jetzt als Schwestergesellschaften aufgestellt sind. Nun kann im Bereich der Wertpapier-Spezialfonds beobachtet werden, dass in einzelnen Konzernen mehrere Kapitalanlage-Gesellschaften tätig sind. Im Bereich der Immobilien-Spezialfonds wird dies jedoch nicht für sinnvoll erachtet. Da nun weder die IVG noch die OIK geschlossen werden sollen, könnte die IVG möglicherweise in das Publikumsfondsgeschäft einsteigen. Die Geschäftserlaubnis enthält jedenfalls keine Einschränkung, die die Auflegung von Publikumsfonds verhindern würde.

### Der Autor

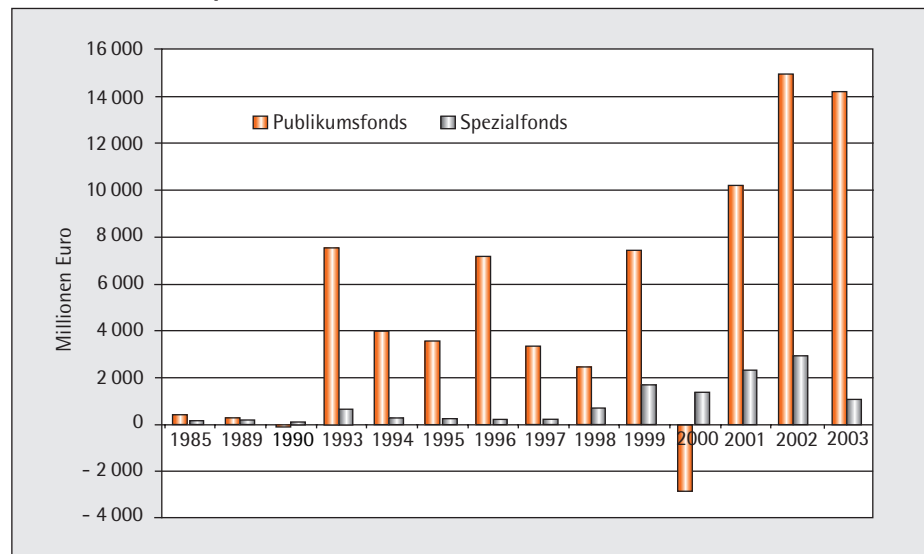
**Till Entzian** ist Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.

○ Als dritte neue Gesellschaft hat die Aareal Bank AG, wie bereits angekündigt, die **Aareal Immobilien KAG** gegründet. Damit erhält Wiesbaden bereits seine dritte Immobilien-Spezialfondsgesellschaft und liegt damit übrigens gleichauf mit München und hinter Frankfurt (mit fünf) sowie Köln und Hamburg (mit je vier). Jeweils eine Gesellschaft hat ihren Sitz jetzt noch in Bonn und in Düsseldorf. Die Aareal Immobilien KAG legt zurzeit ihren ersten Spezialfonds auf, der Büroimmobilien in den skandinavischen Ländern mit Ausnahme Norwegens erwerben soll. Der Fonds mit einem Zielvolumen von 250 Millionen Euro soll an verschiedene Anleger verkauft werden und scheint derzeit der einzige Skandinavienfonds zu sein.

○ Die **Aachener Grund** zählt zu den ältesten Kapitalanlage-Gesellschaften für Immobilien-Spezialfonds, doch diente bisher praktisch das gesamte Spezialfondsvolumen ausschließlich der Altersversorgung von Kirchenmitarbeitern, wobei die Anteile von einer auf dieses Geschäft spezialisierten Versorgungskasse und im übrigen von unterschiedlichen kirchlichen Gliederungen zur Kapitalabdeckung von Pensionsansprüchen gehalten wurden.

Nun hat die Aachener Grund Ende des letzten Jahres den ersten Spezialfonds für einen nicht kirchlichen Anleger aufgelegt. Dies könnte als Signal gedeutet werden, dass die Gesellschaft sich künftig nicht mehr auf ihr angestammtes Klientel beschränken will.

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



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

○ Im laufenden Jahr 2004 wurde bislang nur eine einzige neue Gesellschaft gegründet, und zwar die **TMW** in München. Weitere Neugründungen oder Erlaubniserweiterungen beziehungsweise Planungen sind nicht offiziell bekannt. Die Gründungswelle der vergangenen Jahre scheint also parallel zum Absinken der sehr hohen Wachstumsraten abzuebben.

**Verschiebung der Marktanteile**

Die Zahl der Immobilien-Spezialfonds erhöhte sich um 15 auf 75, nachdem im Vorjahr zehn neue Fonds hinzugekom-

men waren. Bis auf eine Gesellschaft konnten alle Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaften ihr verwaltetes Spezialfondsvolumen vergrößern, wobei die Wachstumsraten sehr unterschiedlich ausfielen.

Das höchste Wachstum erzielte die Gerling Investment, die ihr Vorjahresvolumen von 19 Milliarden Euro mehr als verfünffachen konnte. Die OIK erzielte zwar das höchste absolute Wachstum mit 335 Millionen Euro, lag aber mit ihrer Zuwachsrate von nur 6,8 Prozent deutlich unter dem Durchschnitt der Branche, die das gesamte Volumen um 14,8 Prozent vergrößern konnte. Mit 316

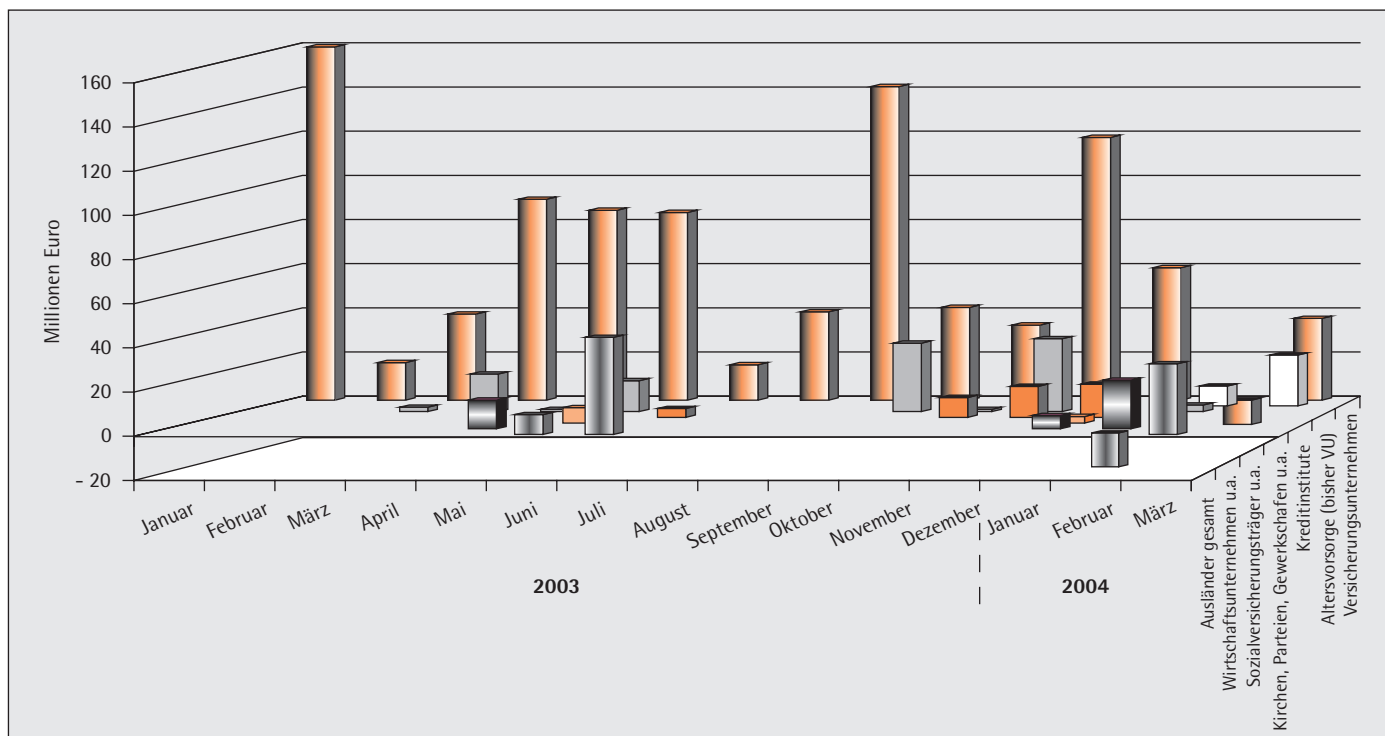
**Tabelle 1: Anzahl und Volumen der Immobilien-Spezialfonds**

Kapitalanlagegesellschaften	31.12.2003			31.12.2002			31.12.2001 (berichtigt)		
	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	FV in Mill. Euro	Marktanteile in %
Aachener Grundvermögen	3	787,0	5,8	2	765	6,5	2	718	8,2
APO Immobilien	6	670,0	5,0	4	359	3,1	4	283	3,2
Axa Colonia	4	560,0	4,1	3	560	4,8	3	457	5,2
CGS	4	323,0	2,4	2	125	1,1	1	13	0,2
DB Real Estate Spezial Invest	2	295,0	2,2	2	248	2,1	1	126	1,4
Defo	1	169,9	1,3	1	171	1,5	1	153	1,8
Deka-Immobilien	6	814,6	6,0	6	709	6,0	5	575	6,5
Difa	1	319,0	2,4	1	314	2,7	2	391	4,5
Gerling Investment	1	103,3	0,8	1	19	0,2	-	-	-
Hansainvest	2	1 103,0	8,2	2	1 052	9,0	1	328	3,7
iii	6	2 237,0	16,6	6	2 041	17,5	6	1 498	17,0
IVG	2	0,1	0,0	-	-	-	-	-	-
LB Immoinvest	2	85,3	0,6	1	38	-	-	-	-
MEAG Munich Ergo Real Estate	4	681,0	5,0	2	365	3,1	1	67	0,7
Oppenheim Immobilien-KAG	27	5 224,3	38,7	24	4 890	41,8	21	4 132	47,0
SEB Immoinvest	1	17,0	0,1	1	12	0,1	1	6	0,1
Warburg-Henderson	3	50,8	0,4	1	14	0,1	-	-	-
West Invest	1	73,0	0,5	1	44	0,4	-	45	0,5
<b>Insgesamt</b>	<b>76</b>	<b>13 513,3</b>	<b>100,0</b>	<b>60</b>	<b>11 726</b>	<b>100,0</b>	<b>50</b>	<b>8 792</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 2: Mittelaufkommen von Immobilien-Spezialfonds im Jahresverlauf 2003/2004 nach Anlegergruppen



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Millionen Euro beziehungsweise 311 Millionen Euro Zuwachs reichen lediglich die MEAG und die APO Immobilien an die OIK heran. Dies bedeutet für beide Gesellschaften eine Steigerungsrate von 87 Prozent, womit beide einen Platz auf der nach dem verwalteten Fondsvolumen aufgestellten Rangliste nach vorne rücken (auf 5 respektive 6).

Durch die unterschiedlichen Steigerungsraten ergaben sich auf dieser Rangliste eine Vielzahl weiterer Veränderun-

gen, vor allem im Mittelfeld und in der Regel nicht um mehr als ein oder zwei Plätze. Die Ausnahme bildet die CGS, die sich mit einem Zuwachs von 158 Prozent oder 198 Millionen Euro um drei Positionen auf den neunten Rang vorschieben konnte. Gleichzeitig ergab sich eine Verschiebung der Marktanteile, wobei die OIK weitere drei Prozentpunkte abgeben musste und jetzt bei knapp 39 Prozent liegt. Auch die nächstgrößten vier Gesellschaften gaben Marktanteile im Gesamtwert von 2,4 Prozentpunkten ab.

Gewinner waren die MEAG und die APO, die jeweils um knapp zwei Prozentpunkte hinzugewinnen konnten und jetzt je 5,0 Prozent Marktanteile besitzen.

### Hohe Konzentration

Insgesamt ist die Konzentration der Branche unverändert hoch. Die neun kleineren Anbieter verwalten 8,2 Prozent des gesamten Fondsvolumens, das sind nur 0,9 Prozentpunkte mehr als im Vor-

Tabelle 2: Fondsvolumen und Mittelaufkommen Offener Immobilienfonds: Publikumsfonds und Spezialfonds

Immobilien-Publikumsfonds					Immobilien-Spezialfonds							
Mittelaufkommen		Anzahl	Fondsvolumen		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
93	14 166	29	87 703	87	3 024	2003	75	13 485	13	180	1 039	7

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

**Tabelle 3: Mittelaufkommen nach Anlegern** (alles Ausschüttungsfonds)

	Σ	2003		2002		2001	
		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	Σ	1 018	95	2 749	95,6	1 964	86,4
davon Kreditinstitute		99	9	49	1,7	26	1,1
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)		871	81	2 575	89,5	1 852	81,5
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)		13	1	54	1,9	18	0,8
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)		34	3	18	0,6	19	0,8
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)		0	0	53	1,9	51	2,2
Ausländer gesamt	Σ	53	5	127	4,4	310	13,6
<b>Gesamtes Mittelaufkommen</b>	<b>Σ</b>	<b>1 070</b>	<b>100,0</b>	<b>2 876</b>	<b>100,0</b>	<b>2 274</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

jahr. Allein die größten zwei Anbieter kommen zusammen auf über 55 Prozent (Vorjahr: 59 Prozent).

### Die Anleger

Nicht in diese Statistiken gehen jene Fonds ein, die zwar ausschließlich für institutionelle Anleger verwaltet werden, die jedoch als Publikumsfonds gerichtet sind. Hierzu zählen der Defo-Immobilienfonds 1, der noch aus der Zeit vor der KAGG-Novelle 1990 stammt sowie der SKAG Euroinvest Immobilien, der seit 1999 besteht und einen ausschließlich institutionellen Anlegerkreis hat. In diese Kategorie der Publikumsfonds mit nicht-öffentlichem Vertrieb fällt seit letztem Jahr ein weiterer Offener Immobilienfonds: Die Difa, die im vergangenen Jahr den Verlust eines Spezialfonds hinnehmen musste, hat jetzt nämlich einen solchen Fonds aufgelegt.

Die von der Bundesbank veröffentlichte Kapitalmarktstatistik gibt Auskunft über

die Zusammensetzung der Anleger der Immobilien-Spezialfonds, sowohl beim Volumen der Fonds als auch beim Mittelaufkommen. Die selbst durchgeführte Umfrage bezieht sich dagegen nur auf das Volumen und kommt zu abweichenden Ergebnissen. Die Unterschiede erklären sich aus der teilweise abweichenden Gliederung der Anlegergruppen und einer anderen Systematik bei der Zuordnung von Gemeinschaftsfonds.

Die Bundesbank lässt den meldenden Kapitalanlage-Gesellschaften 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 am stärksten beteiligten Anlegergruppe zugerechnet. Hierdurch wird gegebenenfalls das Volumen dieser Gruppe überzeichnet und das Volumen der übrigen an dem von beteiligten Anlegergruppen unterzeichnet. Nach der Systematik der Kandlbinder-Studien wird

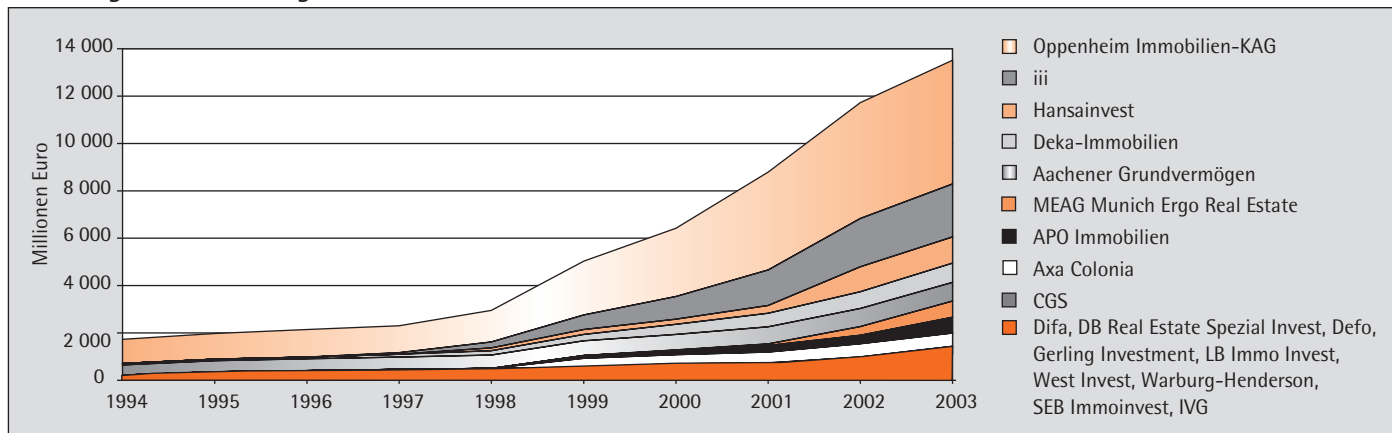
dagegen versucht, die genaue Höhe der Beteiligung der unterschiedlichen Anlegergruppen bei einer KAGG abzufragen, unabhängig davon, ob die entsprechenden Anleger in einem „Individualfonds“ (Spezialfonds mit nur einem Anleger) investieren oder als Minderheitsanleger in einen „Gemeinschaftsfonds“ (Spezialfonds mit mehreren Anlegern).

### Genauer Absatz

Denn das Ziel dieser Studie ist es schließlich, den genauen Absatz von Spezialfondsteilen bei den verschiedenen Anlegergruppen zu ermitteln, während sich die Bundesbank eher für strukturelle Fragen des Marktes auf Ebene der Instrumente, also der Sondervermögen, interessiert. Darüber hinaus fragt die Bundesbank mit der gleichen Systematik auch nach dem Mittelaufkommen.

Des weiteren unterscheidet die Kandlbinder-Umfrage seit jeher zwischen der Versicherungswirtschaft (private und öf-

**Abbildung 3: Fondsvermögen der einzelnen KAG**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

**Tabelle 4: Wachstum der Fondsvermögen nach KAG**

– aktualisiert per 31. Dezember 2003 –

	2003	2002	2001
	in Prozent		
Aachener Grundvermögen	2,9	6,5	10,1
APO Immobilien	86,6	26,9	69,5
Axa Colonia	0,0	22,5	17,8
CGS	158,4	861,5	von Null kommend
DB Real Estate Spezial Invest	19,0	96,8	16,7
Defo	- 0,7	11,8	1,3
Deka-Immobilien	14,9	23,3	34,0
Difa	1,7	- 19,7	- 2,2
Gerling Investment	443,7	von Null kommend	-
Hansainvest	4,9	220,7	51,9
IVG	von Null kommend	-	-
iii	9,6	36,3	56,0
LB Immo Invest	124,5	von Null kommend	-
MEAG Munich Ergo Real Estate	86,6	444,8	103,0
Oppenheim Immobilien-KAG	6,8	18,4	43,5
SEB Immoinvest	41,7	200,0	von Null kommend
Warburg-Henderson	262,9	von Null kommend	-
West Invest	65,9	- 2,2	21,6
<b>Ingesamt</b>	<b>14,8</b>	<b>32,9</b>	<b>36,9</b>

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

fentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen) und der institutionalisierten Altersversorgung (Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke), während die Bundesbank diese beiden Anlegergruppen bislang unter dem Begriff „Versicherungsunternehmen“ (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke) zusammengefasst hat. Auch die Bundesbank hat mit Beginn des Jahres die Anleger aus dem Bereich der Altersversorgung aus der Gruppe der Versicherungsunternehmen herausgenommen, um sie gesondert auszuweisen.

### Leichte Verschiebungen

Wie im Vorjahr haben auch 2003 alle betrachteten Anlegergruppen ihre Anlagen in Immobilien-Spezialfonds erhöht, sodass die festzustellenden Verschiebungen der prozentualen Anteile ausschließlich auf die unterschiedlichen Steigerungsraten zurückzuführen sind. Die auffälligste Veränderung ist der Zugewinn der Gruppe der institutionalisierten Altersversorgung, also der Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständischen, behördlichen und/oder betrieblichen Versorgungswerke. Hier hatte es im Jahr 2002 im Vergleich zu den anderen Anlegergruppen relativ geringe Mittelzuflüsse gegeben, sodass sich der Anteil am Gesamtvolumen von 34,1 Prozent auf 29,0 Prozent verringert hatte.

Im Jahr 2003 investierte diese Gruppe jedoch mehr als die übrigen Spezialfondsanleger, sodass sich der Anteil um knapp zwei Prozentpunkte auf 31,8 Prozent erhöhte. Der Anteil der Versicherungsunternehmen, der von 2001 auf 2002 sprunghaft um über acht Prozentpunkte auf 54,7 Prozent angestiegen war, verringerte sich wieder und beträgt jetzt 53,1 Prozent.

Die Vermutung, dass dieses Bild auf einer fehlerhaften Erfassung der Anlegergruppen bei der Umfrage 2002 beruhen könnte, hat sich bei der Überprüfung nicht bestätigt. Die Verschiebungen sind nachvollziehbar und auf neu hinzugekommene Investmentfonds beziehungsweise Mittelzuflüsse zurückzuführen.

Währenddessen setzen sich bei den anderen Anlegergruppen die langjährigen Trends fort. So ist der Anteil der sonstigen zulässigen Spezialfonds-Inhaber, also der Kirchen, Stiftungen, religiös-karitative Einrichtungen, Verbänden und Gewerkschaften weiter zurückgegangen und beträgt nun auch 5,8 Prozent, während er im Vorjahr 6,4 Prozent und 1999 noch bei über 10,0 Prozent lag. Dagegen haben die Kreditinstitute sich erneut moderat gesteigert und besitzen jetzt 1,6 Prozent der Immobilien-Spezialfonds. Die anderen Wirtschaftsunternehmen haben sich ebenfalls gesteigert und liegen jetzt bei 0,9 Prozent (2002: 0,8 Prozent).

Die ausländischen Spezialfondsanleger haben nach der Bundesbankstatistik im vergangenen Jahr nur zwei kleinere Zuführungen im Juni und Juli durchgeführt, wodurch sich der Wert ihrer Immobilien-Spezialfonds nach der eigenen Umfrage nur um gut 20 Millionen Euro auf 921 Millionen Euro erhöhte. Ihr Anteil am Gesamtvolumen fiel dadurch von 7,7 Prozent auf 6,8 Prozent zurück. Die Bundesbankstatistik weist traditionell einen deutlich höheren Ausländeranteil aus, was an der unterschiedlichen Zuordnung bei Gemeinschaftsfonds liegen dürfte. Aber auch hier ist ein Rückgang zu beobachten, und zwar von 13,5 Prozent auf 12,1 Prozent.

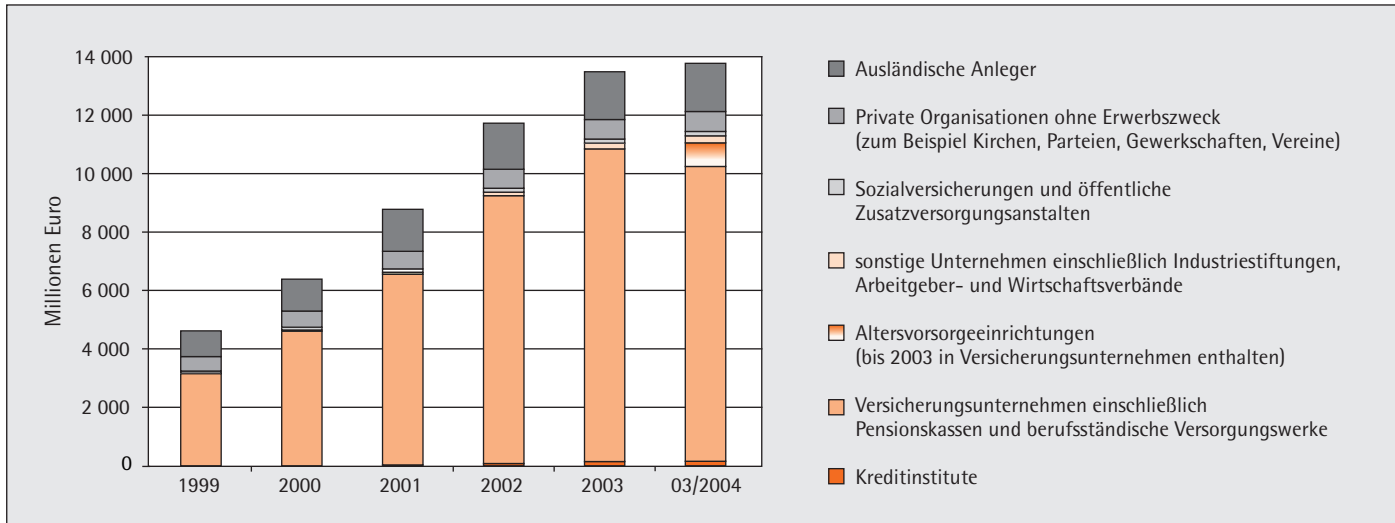
Die wichtigste Anlegergruppe für die Immobilien-Spezialfonds sind unverändert die Versicherungsunternehmen mit einem Anlagevolumen von 7,2 Milliarden Euro. Dies entspricht einem Zuwachs von 767 Millionen Euro im Laufe des Jahres 2003. So bedeutend diese Beträge für die Fondsgesellschaften auch sein mögen, unter den Kapitalanlagen der Versicherungen spielen die Offenen Immobilienfonds nur eine untergeordnete Rolle. Die Kapitalanlagen aller Versicherungsunternehmen zusammen betragen Ende letzten Jahres 1 060 Milliarden Euro.

### Aus den Bilanzen

Um zu erfahren, welchen Anteil die Versicherungsunternehmen in Offenen Immobilienfonds investiert haben, ist eine Auswertung der Bilanzen der 637 Unternehmen erforderlich. Diese Arbeit wird dankenswerterweise von der Aufsichtsbehörde übernommen und die Ergebnisse als Anhang zum Geschäftsbericht veröffentlicht. Leider erfolgt diese Veröffentlichung regelmäßig erst dann, wenn es für die Verwertung in dieser Studie zu spät ist. So liegen noch dieses Jahr nur die Zahlen für Ende 2002 vor.

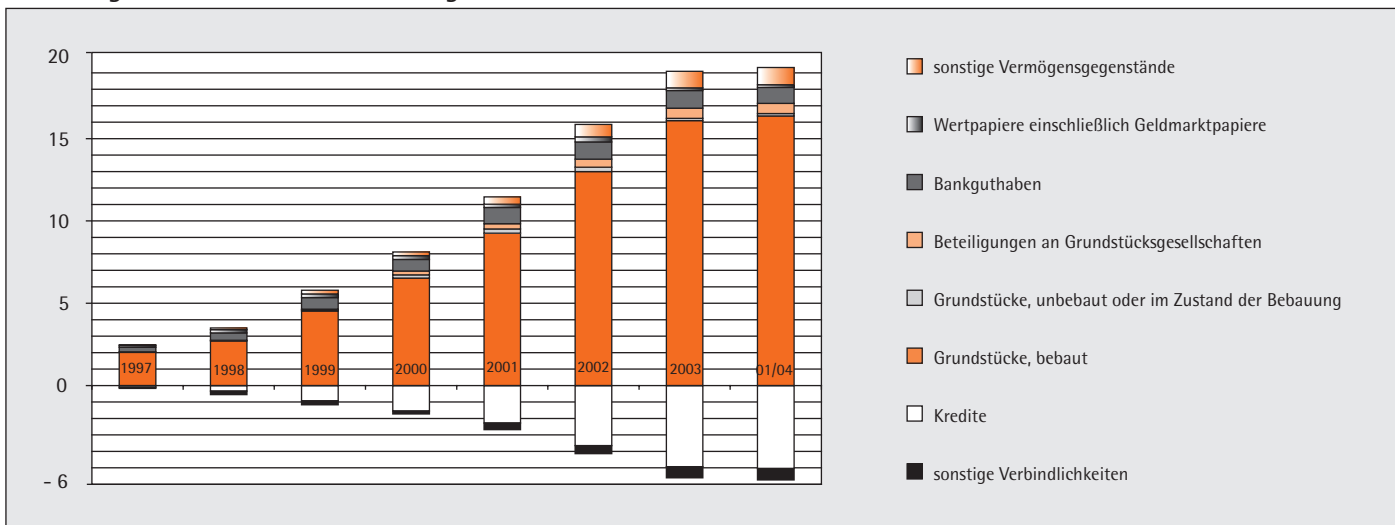
Damals besaßen die Erst-Versicherungen (für die Gruppe der Rückversicherungen gibt es keine Zahl) Anteile an Offenen Immobilienfonds im Wert von 7,85 Milliarden Euro. Nachdem es im Jahre 2001 noch 6,4 Milliarden Euro gewesen waren, wurde an dieser Stelle für Ende 2002 den Betrag von 8,7 Milliarden geschätzt. Als Grundlage für diese Schätzung hatte der Zuwachs der Immobilien-Spezialfonds gedient. Eine mögliche Fehlerquelle bei einer derartigen Einschätzung sind natürlich die Rückversicherungen, die ebenfalls Anteile an Immobilien-Spezialfonds erworben haben können, diese

Abbildung 4: Fondsvolumen nach Anlegern (laut Bundesbank)



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 5: Fondsvolumen nach Anlagearten (Milliarden Euro Ultimo)



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Tabelle 5: Fondsvolumen nach Anlegern (nach Bundesbank-Aufgliederung)

	März 2004		2003		2002		2001	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
<b>Inländer gesamt</b>	<b>12 125</b>	<b>88,0</b>	<b>11 850</b>	<b>87,9</b>	<b>10 148</b>	<b>86,5</b>	<b>7 338</b>	<b>83,6</b>
davon Kreditinstitute	152	1,1	145	1,1	78	0,7	27	0,3
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	10 092	73,3	10 699	79,3	9 166	78,2	6 528	74,4
Altersvorsorgeeinrichtungen (bis 2003 in Versicherungsunternehmen enthalten)	810	5,9	-	-	-	-	-	-
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	238	1,7	196	1,5	119	1,0	63	0,7
Sozialversicherungen und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten)	149	1,1	144	1,1	136	1,1	118	1,3
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	684	5,0	666	4,9	649	5,5	603	6,9
<b>Ausländer gesamt</b>	<b>1 649</b>	<b>12,0</b>	<b>1 635</b>	<b>12,1</b>	<b>1 578</b>	<b>13,5</b>	<b>1 439</b>	<b>16,4</b>
<b>Spezialfonds insgesamt (alles Ausschüttungsfonds)</b>	<b>13 774</b>	<b>100,0</b>	<b>13 485</b>	<b>100,0</b>	<b>11 726</b>	<b>100,0</b>	<b>8 778</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder



**Tabelle 6: Fondsvolumen nach Anlagearten** (in Anlehnung an die Definitionen der Vermögensgegenstände in KAGG)

	3/04		12/03		12/02		12/01	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Grundstücke	16 895	122,7	16 230	120,4	13 262	113,1	9 516	108,4
davon: bebaute Grundstücke	16 798	122,0	16 095	119,4	13 002	110,9	9 255	105,4
unbebaute und im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke, das heißt übrige Grundstücke	98	0,7	134	1,0	260	2,2	261	3,0
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	633	4,6	618	4,6	495	4,2	315	3,6
Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere)	180	1,3	163	1,2	310	2,6	198	2,3
Bankguthaben	1 086	7,9	1 075	8,0	1 045	8,9	985	11,2
Sonstiges Vermögen	884	6,4	1 001	7,4	755	6,4	447	5,1
Verbindlichkeiten	5 903	42,9	5 602	41,5	4 140	35,3	2 683	30,6
darunter aufgenommene Kredite	5 233	38,0	4 931	36,6	3 646	31,1	2 278	26,0
<b>Fondsvermögen insgesamt minus Verbindlichkeiten</b>	<b>13 774</b>	<b>100,0</b>	<b>13 484</b>	<b>100,0</b>	<b>11 726</b>	<b>100,0</b>	<b>8 778</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

aber nicht in der Zusammenfassung der BaFin aufgezeigt werden.

Eine weitere Differenz ergibt sich daraus, dass die Kapitalanlage-Gesellschaften die Fondsvolumina den Anlegergruppen zum aktuellen Marktwert zuweisen, während die Anteile in den Bilanzen der Versicherungen zum Buchwert angesetzt werden. Dadurch wächst das für die Versicherungen verwaltete Fondsvolumen natürlich schneller als der in den Bilanzen ersichtliche Wert. Vor dem Hintergrund dieser Unwägbarkeiten sollte man keine weitere Schätzung abgeben. Zieht man allerdings die von der Bundesbank ausgewiesenen Mittelzuführungen von 871 Millionen Euro (hier ist die Altersversorgung

herauszurechnen) und den erwähnten Zuwachs von 767 Millionen Euro ins Kalkül, so sollte der in den Bilanzen ausgewiesene Wert der Offenen Immobilienfonds Ende 2003 bei rund 8,3 Milliarden Euro liegen.

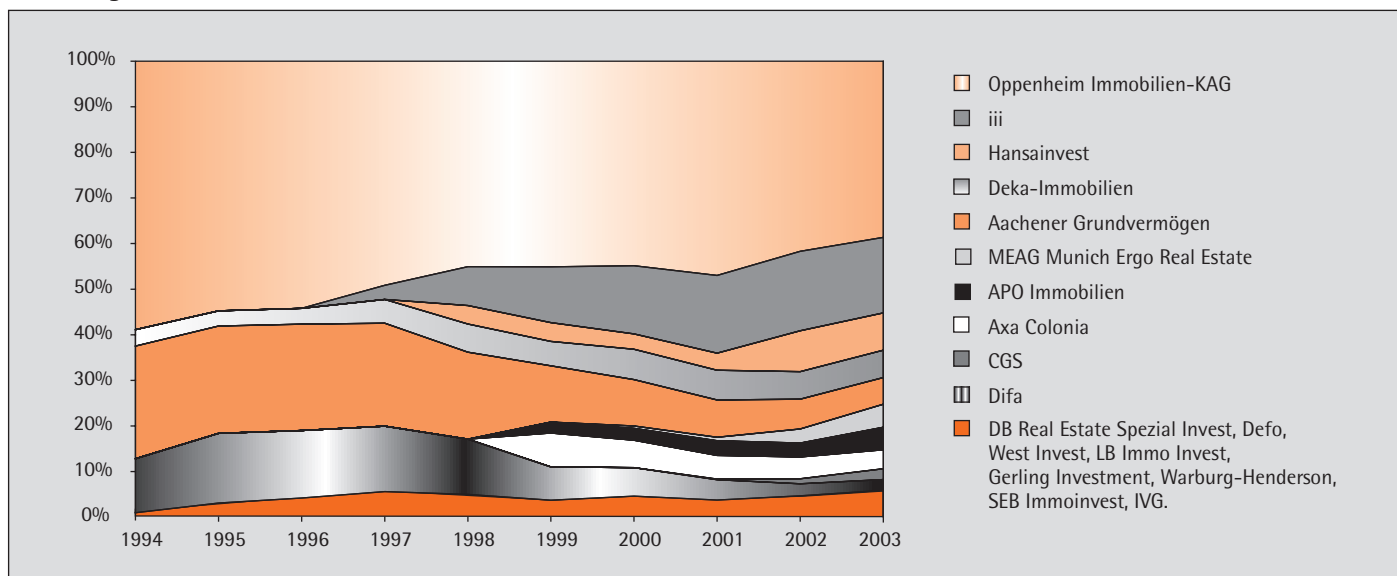
**Weitere Veränderungen**

Es ist erkennbar, dass sich der Anteil der Immobilienanlagen an den gesamten Kapitalanlagen der Versicherungen im Jahr 2003 weiter und vor allem deutlicher verringert hat, als dies im Vorjahr der Fall gewesen war. Die Zahlen zeigen übrigens auch, dass nicht nur der Anteil am Gesamtvermögen, sondern auch der absolute Betrag der Immobilien-Anlagen

einschließlich der Fonds zurückgegangen ist, und zwar von 32,2 Milliarden Euro auf etwa 31,8 Milliarden Euro.

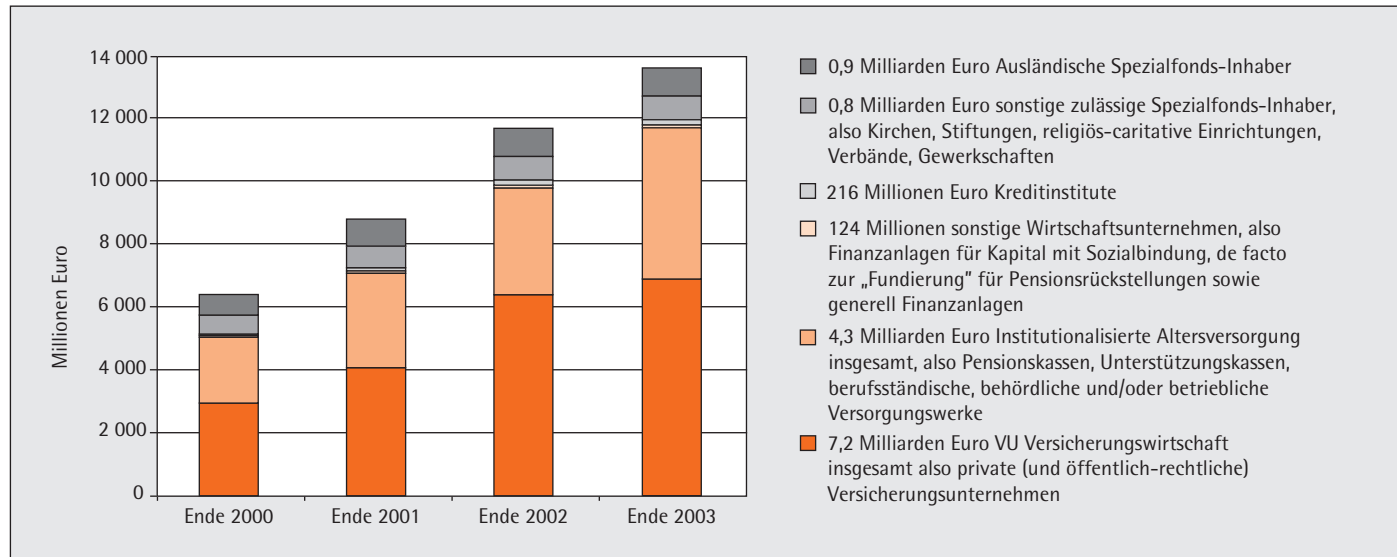
Die Zusammenstellung in der Liegenschaftsgrafik beruht auf einer Auswertung der Vermögensaufstellungen und der Liegenschaftsverzeichnisse sämtlicher Immobilien-Spezialfonds, die bereits einen Rechenschaftsbericht oder Halbjahresbericht veröffentlicht haben. Von den 15, im Jahre 2003 neu aufgelegten Fonds hatten acht bis zum Jahresende keinen Berichtsstichtag, weshalb sie nicht in diese Auswertung eingehen konnten. Die ausgewerteten Berichte betreffen zwar unterschiedliche Stichtage, sodass die aggregierten Zahlen kein genaues Abbild der Immobilien-Spezial-

**Abbildung 6: Marktanteile einzelner KAG nach Fondsvolumen**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 7: Anleger von Immobilien-Spezialfonds laut Umfrage



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

fonds zu einem bestimmten Stichtag geben. Die Auswertung erfolgt jedoch jedes Jahr auf die gleiche Weise, damit interessante Veränderungen sichtbar werden. Die qualitativen Aussagen der Ergebnisse werden durch die unvermeidbaren Ungenauigkeiten nicht beeinträchtigt, denn jede bei einem Investmentfonds eintretende Veränderung wird systematisch erfasst und schlägt sich in den aggregierten Gesamtzahlen nieder.

Dass die Auswertung nicht den Gesamtbestand der Immobilien-Spezialfonds zu einem einzigen, bestimmten Stichtag betrifft, muss dabei hingenommen werden. Vergleicht man das Fondsvolumen der ausgewerteten Berichte mit den zum Jahresresultimo der Bundesbank gemelde-

ten Fondsvolumina, ergibt sich eine Erfassungsquote von 94 Prozent. Die fehlenden sechs Prozent werden automatisch im kommenden Bericht erfasst werden. Die bereits im vergangenen Jahr beobachteten Trends haben sich auch 2003 weiter fortgesetzt. Hierzu zählen der Anstieg der Beteiligung an Grundstücks-Gesellschaften und die Abnahme des Wohnungsanteils.

#### Rückgang der Wohnungsquote

Der Wohnungsanteil lässt sich nicht auf Basis der Werte, sondern lediglich auf der Grundlage der Quadratmeter messen, auch wenn hierzu sämtliche in den Liegenschaftsverzeichnissen aufgeführ-

ten Grundstücke addiert werden müssen. Als Ergebnis dieser Untersuchung ist ein weiterer Rückgang des Wohnungsanteils festzustellen. Bereits im Jahr 2002 war der Wohnungsanteil um einen Prozentpunkt auf 8,4 Prozent zurückgegangen, während gleichzeitig die absolute Zahl der Wohnungs-Quadratmeter noch um 20 Prozent auf rund 480 000 Quadratmeter angestiegen war.

Im Jahr 2003 sank dagegen nicht nur der Anteil der Wohnungen um 1,4 Prozentpunkte auf 7,0 Prozent ab. Viel bemerkenswerter ist, dass auch die absolute Zahl um 2,5 Prozent auf knapp 460 000 Quadratmeter zurückging. Die Auffassung einiger Marktteilnehmer,

Tabelle 7: Anleger von Spezialfonds in Prozent des Fondsvolumens (laut Umfrage)

	Ende 2003		Ende 2002		Ende 2001	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
	vom Fondsvolumen		vom Fondsvolumen		vom Fondsvolumen	
<b>I-V Inländische Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>	<b>12 809</b>	<b>94,8</b>	<b>10 991</b>	<b>93,7</b>	<b>8 072</b>	<b>91,4</b>
I VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	7 182	53,1	6 415	54,7	4 088	46,3
II SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	-	0,0	-	-	-	-
III Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördlich und/oder betriebliche Versorgungswerke	4 291	31,8	3 403	29,0	3 009	34,1
IV Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen	340	2,5	256	2,2	181	2,0
(davon Kreditinstitute)	(216)	(1,6)	(163)	(1,4)	(106)	(1,2)
V Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	780	5,8	755	6,4	688	7,8
<b>VI Ausländische Spezialfonds-Inhaber</b>	<b>921</b>	<b>6,8</b>	<b>899</b>	<b>7,7</b>	<b>864</b>	<b>9,8</b>
<b>Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>	<b>13 514</b>	<b>100,0</b>	<b>11 727</b>	<b>100,0</b>	<b>8 830</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder



**Tabelle 8: Immobilienfonds in den Versicherungsbilanzen**

	2001/2000	2000/1999 in Prozent	1999/1998
alle VU (ohne Rück VU)	28,79	28,03	+ 126,92
LVU	28,60	27,44	+ 179,14
PK	68,08	41,24	+ 41,60
StK	7,97	- 10,00	-
Kranken VU	14,57	39,02	+ 37,50
Sch/U VU	13,80	14,78	+ 58,60
Rück VU	-	-	-

Quelle: GB BAV

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

dass ein gewisser Wohnungsanteil in einem größeren Immobilienportfolio zu einer höheren Stabilität der Erträge und des Wertes beitragen kann, scheint von der Mehrheit der Anleger und der Kapitalanlage-Gesellschaften also nicht geteilt zu werden.

#### Steigerung des Auslandsanteils

Auch der Anteil der ausländischen Liegenschaften am gesamten, direkt gehaltenen Liegenschaftsbestand, wird auf Basis der Quadratmeter gemessen. Nach einem erheblichen Anwachsen dieses Auslandsanteils (1998 hatte dieser gerade 10,8 Prozent betragen) auf 35,2 Prozent im Jahre 2001 und einen ganz geringen Rückgang auf 35,0 Prozent im Jahr 2002 ist die Quote jetzt auf 35,8 Prozent geringfügig angestiegen. An der Steigerung des Auslandsanteils beteiligten sich übrigens auch solche Fonds, die bisher ausschließlich auf inländische Immobilienfonds fokussiert waren.

In einigen Fällen hatten die Anleger den Erwerb ausländischer Immobilien sogar

zum Tabu erklärt. Dieses wurde jetzt auf der Suche nach ertragreicheren Investitionen beziehungsweise einer breiteren Portfoliozusammensetzung aufgehoben. Dass die internationale Diversifizierung eines Anlageportfolios zur Verbesserung des Chance-Risiko-Profiles beiträgt und einer rein nationalen Anlagepolitik vorzuziehen ist, gilt ja nach herrschender Meinung schon lange nicht nur für Wertpapier-, sondern auch für Immobilien-Portfolios.

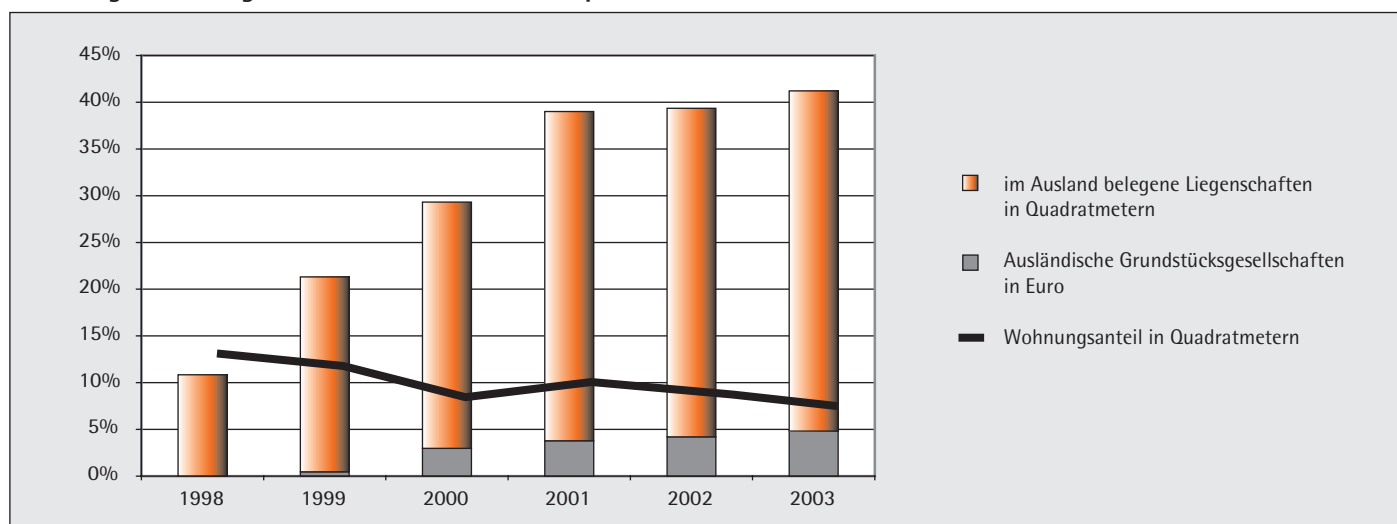
Hiervon scheinen sich nun nach und nach alle Anleger überzeugen zu lassen. Aber auch in Zukunft wird es noch Immobilien-Spezialfonds mit ausschließlich im Inland belegenen Liegenschaften geben, wenn beispielsweise die Anleger die internationale Diversifizierung nicht innerhalb eines einzigen Fonds, sondern durch Erwerb von Anteilen an Fonds mit entsprechend unterschiedlicher Anlagepolitik erzielen. Die Einhaltung der Währungskongruenzregelungen für Versicherungen ist dagegen kein Argument mehr für die Beibehaltung einer rein nationalen Anlagepolitik, da im gesamten Euroraum ohne Durchrechnung von

Währungsrisiken investiert werden kann. Die Nicht-Euro Länder, in denen Immobilien-Spezialfonds Liegenschaften und/oder Beteiligungen an Grundstücks-Gesellschaften besitzen, sind vor allem Großbritannien und in ganz geringem Umfang die Schweiz und die USA.

#### Steigerung der Beteiligung an Grundstücks-Gesellschaften

Allerdings wäre das Bild über die Auslandsanlagen unvollständig, wenn nicht die Beteiligungen an den ausländischen Grundstücks-Gesellschaften (jetzt: „Immobilien-Gesellschaften“) hinzugerechnet würden. Diese haben inzwischen nämlich mit 50 Beteiligungen und einem Anteil von 4,8 Prozent am gesamten Fondsvolumen eine Größenordnung erreicht, die nicht mehr vernachlässigt werden kann. Erstmals waren die Beteiligungen an den Grundstücks-Gesellschaften im Jahre 1999 mit 0,5 Prozent vom Fondsvolumen in der Statistik aufgetaucht.

Bei der Neuregelung des Investmentgesetzes wurde übrigens ausdrücklich entschieden, dass eine Immobilien-Gesellschaft nicht in dem Land ansässig sein muss, in welchem die Liegenschaft gelegen ist. Hintergrund dieser Entscheidung war die Befürchtung, die zwingende Ansässigkeit der Grundstücks-Gesellschaften im Gelegenheitsstaat könne EU-rechtlich möglicherweise als diskriminierend verurteilt werden. Eine weitere Neuregelung für Immobilien-Gesellschaften wurde für den Fall getroffen, dass mehrere Sondervermögen an der gleichen Immobilien-Gesellschaft beteiligt sind. Schließlich darf die Anlage in

**Abbildung 8: Die Liegenschaften der Immobilien-Spezialfonds**

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Minderheitsbeteiligungen den Wert von 49 Prozent des Sondervermögens nicht überschreiten, weil die KAG in wichtigen Fragen innerhalb der Immobilien-Gesellschaft überstimmt werden könnte. Da dieses Argument nicht zählt, wenn die KAG aufgrund weiterer Beteiligungen in anderen von ihr verwalteten Sondervermögen insgesamt die Mehrheit der Stimmrechte in der Immobilien-Gesellschaft besitzt, werden die Beteiligungen in solchen Fällen nicht auf die Obergrenze für Minderheitsbeteiligungen angerechnet.

### Interessenkonflikt

Zur Vermeidung von Interessenskonflikten zwischen Spezialfonds-Anlegern und Publikumsfonds-Anlegern ist es allerdings verboten, Anteile an ein und derselben Immobilien-Gesellschaft für beide Fondsgruppen zu halten. Dieses Verbot kann natürlich nur dann gelten, wenn sowohl der Spezialfonds als auch der Publikumsfonds von derselben KAG verwaltet werden. Handelt es sich dagegen um Fonds unterschiedlicher Kapitalanlage-Gesellschaften, sind Interessenskonflikte von vornherein ausgeschlossen.

Schließlich hat der Gesetzgeber das Problem gelöst, dass eine KAG bei einer Minderheitsbeteiligung möglicherweise nicht verhindern kann, dass die Satzung geändert und zum Beispiel eine weitere Liegenschaft erworben wird, wodurch die Beteiligungen der KAG an dieser Immobilien-Gesellschaft unzulässig würde. Da ein solches Ereignis von der KAG nicht von vornherein ausgeschlossen werden kann, wäre der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen in der Vergangenheit praktisch unmöglich gewesen. Die Neuregelung verpflichtet die KAG in einem solchen Fall, die Beteiligung an der Immobilien-Gesellschaft interessewährend zu veräußern, wodurch der Erwerb von Minderheitsbeteiligungen auch dann anerkannt wird, wenn beispielsweise die Satzung der Immobilien-Gesellschaft gegen den Willen der KAG verändert werden kann. Eine weitere Erleichterung mag die Anhebung der Grenze sein, wonach jetzt 25 Prozent des Sondervermögens den Immobilien-Gesellschaften als Darlehen zur Verfügung gestellt werden dürfen.

Zu den vorherrschenden Trends, die sich auch im Berichtszeitraum fortgesetzt haben, zählt die steigende Fremdfinanzierung, die mit einem weiteren Anstieg der Grundstücksquote verbunden ist. Der Trend zur steigenden Fremdfinanzierung

innerhalb der Fonds trägt, wie bereits eingangs dargestellt, zu der geringeren Wachstumsrate der Branche bei. Denn viele institutionelle Anleger werden die Immobilienquote, die sie innerhalb ihres Gesamtvermögens anstreben, am Liegenschaftswert und nicht am Nettoinventarwert der Spezialfonds orientieren. So können Spezialfondsinhaber ohne Bereitstellung weiterer Anlagemittel ihre Immobilienquote anheben, indem bei bestehenden Fonds zusätzliche Liegenschaften erworben und die Fremdfinanzierung angehoben wird.

Der Wert der Liegenschaften (ohne die Grundstücks-Gesellschaften) nahm von 2002 auf 2003 um 22,4 Prozent zu, was deutlich über der Steigerung des Fondsvolumens von rund 15 Prozent lag. Auch in dem von 113 Prozent auf 120 Prozent des Nettoinventarwertes angestiegenen Wertes der verwalteten Liegenschaften zeigt sich die Tendenz zur vermehrten Fremdmittelaufnahme. Einschließlich der Beteiligungen an Grundstücks-Gesellschaften betragen die investierten Werte Ende 2003 sogar 125 Prozent des Nettoinventarwertes.

Die gesetzliche Grenze des Liegenschaftswertes im Vergleich zum Nettofondsvolumen beträgt nach dem Investmentgesetz übrigens unverändert 200 Prozent (bis zu 50 Prozent des Liegenschaftswertes darf fremdfinanziert werden). Und da Immobilien-Spezialfonds bei der Fremdmittelaufnahme mit den bestmöglichen Konditionen rechnen können, werden viele Anleger eine weitere Erhöhung der Fremdfinanzierung innerhalb der Fonds begrüßen. Die Entwicklung im ersten Quartal des laufenden Jahres gibt dieser Vermutung recht. Denn der Wert der Liegenschaften stieg in diesem Zeitraum weiter an und betrug Ende März 126,1 Prozent des Fondsvolumens.

### Mehr Häuser, mehr Quadratmeter, günstigere Objekte

Die Zahl der direkt gehaltenen Liegenschaften überstieg zum ersten Mal die Marke von 1 000. Ende 2003 besaßen die Immobilien-Spezialfonds genau 1 017 Objekte, wobei die 50 Objekte der 50 Grundstücks-Beteiligungsgesellschaften noch hinzuzurechnen sind. Die

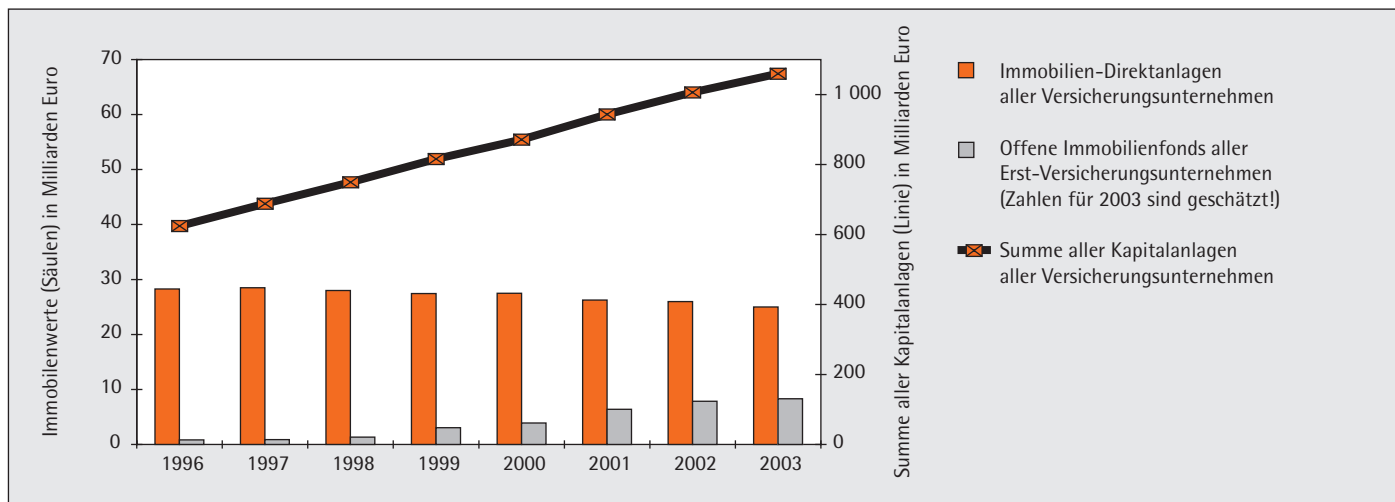
Tabelle 9: Immobilien-Spezialfonds im Bundesanzeiger

	2003	2002	2001
Anzahl der bestehenden Fonds zum Jahresultimo	70	60	50
Anzahl der erfassten Immobilien-Spezialfonds	67	57	46
Die Veröffentlichungen von RB/HB beziehen sich auf folgende Stichtage	9/2003 bis 3/2004	8/2002 bis 2/2003	8 bis 12/2001
Gesamtvolumen per Jahresultimo in Millionen Euro	13 485	11 727	8 778
Aggregiertes erfasstes Fondsvolumen in Millionen Euro	12 637	11 352	8 133
Genauigkeit dieser Auswertung in Prozent	94%	97%	93%
Anzahl der Liegenschaften	1 017	956	740
im EU-Ausland belegen	338	313	228
in Prozent außerhalb EU belegen (USA beziehungsweise Schweiz)	33%	33%	31%
Summe der verwalteten Nutzfläche in qm	6 687 215	5 698 030	4 258 959
davon gewerbliche Nutzung	6 183 620	5 216 996	3 859 327
in Prozent Wohnungen	92%	92%	91%
in Prozent im EU-Ausland belegen	468 797	480 676	399 632
in Prozent im EU-Ausland belegen	7,0%	8,4%	9,4%
in Prozent von qm gesamt außerhalb EU belegen	2 392 705	1 992 955	1 498 875
in Prozent von qm gesamt	35,8%	35,0%	35,2%
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, gemäß Bundesbank per Ultimo in Millionen Euro	57 296	10 045	1 045
gemäß Auswertung in Millionen Euro	0,86%	0,18%	0,02%
gemäß Auswertung in Millionen Euro	618	495	315
im Inland belegen	610	477	308
im Ausland belegen	24	24	24
in Prozent von Liegenschaftswert	586	453	284
	4,8%	4,2%	3,8%

Diese Auswertung beruht auf den veröffentlichten Rechenschafts- und Halbjahresberichten der einzelnen Immobilien-Spezialfonds, wobei der (volumengewichtete) durchschnittliche Stichtag der ausgewerteten Berichte dieses Jahr am 2. November 2003 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

**Abbildung 9: Die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Vergleich der Versicherungsanlagen in Offenen Immobilienfonds**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Summe der verwalteten Quadratmeter wuchs von 5,7 auf 6,7 Millionen Quadratmeter an. Dies bleibt allerdings hinter dem Zuwachs von 2002 zurück, der von der niedrigeren Basis von 4,3 Millionen ausgehend 1,4 Millionen Quadratmeter betrug.

Allerdings hatten die Gesellschaften im Jahr 2002 auch 4,2 Milliarden Euro zum Erwerb von Liegenschaften zur Verfügung (Mittelzuflüsse und Steigerung der Kreditaufnahme) und im Jahr 2003 lediglich 2,3 Milliarden Euro. Aus diesen Zahlen kann übrigens geschlossen werden, dass im Jahr 2003 eher Objekte mit niedrigeren Quadratmeterpreisen als im Jahr 2002 erworben worden sind.

### Neue Rahmenbedingungen

Durch das Investment-Modernisierungsgesetz wurden zu Beginn des Jahres das KAGG und das Auslandsinvestmentgesetz durch das Investmentgesetz und das Investmentsteuergesetz ersetzt. Auch wenn die Offenen Immobilienfonds durch diese „Umstrukturierung“ der Vorschriften inhaltlich nur am Rande betroffen sind, gibt es doch einige beachtenswerte Neuerungen. Wie bei Wertpapier-Spezialfonds dürfen auch Immobilien-Spezialfonds künftig von bis zu 30 Anlegern gehalten werden. Hätte man diese Grenze bereits 1970 bei der Einführung von Spezialfonds im KAGG gewählt, wäre es bereits damals möglich gewesen, jene als „Individualfonds“ bezeichnete Publikumsfonds für institutionelle Anleger in Spezialfonds umzuwandeln, an denen zwischen zehn und dreißig Anleger beteiligt waren. Von diesen Fonds gibt es immer noch einige

wenige, und die Überlegungen, die Umwandlung zum Spezialfonds vorzunehmen, liegen auf der Hand.

Eine ausdrückliche Übergangsvorschrift wie 1990 gibt es hierzu nicht, sodass die Zulässigkeit einer solchen Umwandlung nicht gesondert geregelt ist. Umgekehrt ist die Umwandlung eines Publikumsfonds in einen Spezialfonds allerdings ausdrücklich verboten, so dass man frühere Übergangsvorschriften analog auslegen oder das Gesetz in anderer Form innovativ interpretieren müsste, um zum Ziel zu gelangen. Die analoge Anwendung der früheren Übergangsvorschrift scheint daher auch nicht ausgeschlossen, wenn alle Anleger einverstanden sind. Weiterhin würde die Anhebung der zulässigen Anlegerzahl ermöglichen, zusätzliche Anleger in bestehende Gemeinschaftsfonds aufzunehmen. Oft reagieren die bestehenden Anleger auf solche Vorschläge zurückhaltend und fühlen sich offenbar in den gewachsenen und bekannten Strukturen wohl. Bei neuen Gemeinschaftsfonds, zum Beispiel auch im Rahmen von Baukastenkonzepten, kann sich die angehobene Grenze natürlich vorteilhaft auswirken.

Für Spezialfonds weniger interessant ist die Klarstellung, dass die Brutto-Brutto-Berechnung für Anlagegrenzen auch bei vertraglich festgelegten Grenzen für Auslandsanlagen gilt. Schließlich lassen sich die Vertragsbedingungen von Spezialfonds sehr schnell ändern, um zum Beispiel einen höheren Auslandsanteil zu ermöglichen. Mehrere Änderungen betreffen den Erwerb von Minderheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften und die Gewährung von Darle-

hen. Da einige Immobilienfonds Währungsderivate zur Absicherung von Währungsrisiken aus Objekten außerhalb des Euroraumes einsetzen oder wegen der Begrenzung der zulässigen Währungsrisiken auf 30 Prozent des Sondervermögens sogar einsetzen müssen, sind sie auch von der Neuordnung der Derivate durch das Investmentgesetz und die Derivateverordnung betroffen.

### Derivate

Die Derivateverordnung bietet interessierten Wertpapierfonds die Möglichkeit, anspruchsvolle Strategien und Taktiken mit Hilfe von ausgefeilten Instrumenten zu verfolgen, und sieht eine Reihe von Vorschriften vor, die für solche Fälle als geeignet und erforderlich erachtet werden, um die anfallenden Risiken angemessen zu begrenzen. So müssen ein Risikomanagement- und ein Limitsystem eingerichtet und Stresstests durchgeführt werden. Die Anforderungen scheinen ebenso anspruchsvoll zu sein wie die Derivate, die nach dem neuen Recht möglich sind. Für die Offenen Immobilienfonds, die ausschließlich leicht zu überblickende Währungssicherungsgeschäfte abschließen, ist die vollständige Umsetzung aller dieser Anforderungen jedoch nicht angemessen.

Da auch die Derivateverordnung am Ende nur ein angemessenes Risikomanagement-System fordert und auch die verlangten Stresstests bei einfachen Risiken sehr trivial ausgestaltet sein dürfen, sollte die Umsetzung der Derivateverordnung für die Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaften keine Kopfschmerzen bereiten.

Als Konsequenz aus den Gesetzesänderungen können die alten Vertragsbedingungen nicht mehr verwendet werden. Während bestehende Fonds mit der Umstellung bis Februar 2007 Zeit haben, müssen für neue Fonds unmittelbar die angepassten Formulierungen verwendet werden. Auch die Berichtspflichten sind ergänzt worden. Entsprechend der Übung der meisten Fonds ist jetzt ausdrücklich vorgeschrieben, dass die An- und Verkäufe von Liegenschaften und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften als Anlage zur Vermögensaufstellung angegeben werden müssen.

### Weitere Neuerungen

Eine weitere Änderung betrifft die Bewertungssachverständigen. Hier wurde die Regelung, die einer Abhängigkeit von einzelnen Kapitalanlage-Gesellschaften entgegenwirken soll, vor allem im Hinblick auf die Immobilien-Spezialfonds geändert. Die zulässige Höchstgrenze für die Einnahmen, die ein Sachverständiger von einer KAG bezieht, wurde von 20 auf 30 Prozent angehoben und wird jetzt auf einen Zeitraum von vier Jahren gerechnet. Nur so ist es Sachverständigen möglich, Aufträge für die Bewertung eines ganzen, auf einen Schlag in einen Spezialfonds einzubringenden Immobilien-Portfolios zu erfüllen. Mit dem BIIS haben sich die Sachverständigen nun auch endlich zu einer eigenen Interessenvertretung zusammengeschlossen.

Weitere Neuerungen, die aber für Immobilien-Spezialfonds nur im Ausnahmefall bedeutsam werden können, sind die steuerneutrale Fondsfusion (Grunderwerbsteuer muss gegebenenfalls entrichtet werden), die Begrenzung des Bankguthabens auf 20 Prozent des Fondsvermögens bei ein- und demselben Kreditinstitut (Immobilien-Spezialfonds besitzen in der Regel nur geringe liquide Mittel) und die Einführung von Zwischen- und Auflösungsberichten (Fondsübertragungen auf eine andere KAG sind schon wegen der Grunderwerbsteuer selten, Auflösungen ebenso). Die gesetzliche Verpflichtung zur Einreichung der Rechenschafts- und Halbjahresberichte an die BaFin bedeutet einen geringen Zusatzaufwand.

Weniger für die Anleger, aber um so mehr für die Kapitalanlage-Gesellschaften ist die Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften von Interesse. Während Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaften nach der bisherigen Verwaltungspraxis ein Eigenkapital (laut Gesetz: „Nenn-

kapital“) von fünf Millionen Euro haben sollten, genügt nach der neuen ausdrücklichen Regelung die Hälfte. Dieser Mindestbetrag erhöht sich, wenn das verwaltete Fondsvolumen drei Milliarden Euro überschreitet, um 0,02 Prozent des Überschreitungsbeitrages.

Bis zu einem Fondsvolumen von 15,5 Milliarden Euro stellen die neuen Vorschriften also eine Erleichterung gegenüber der bisherigen Verwaltungspraxis dar, bei einem größeren Fondsvermögen steigen die Kapitalanforderungen. Die Immobilien-Spezialfonds-KAG brauchen also allesamt weniger Eigenkapital als bisher, verwaltet die gesamte Branche doch nur knapp 13 Milliarden Euro. Lediglich solche Kapitalanlage-Gesellschaften, die auch über große Publikumsfonds verfügen, könnten von den höheren EK-Anforderungen betroffen sein.

Wer das Aufsichtsamt kennt, wird wenig überrascht sein, dass dort eine Beibehal-

tung des Mindestkapitals von fünf Millionen Euro auch für solche Kapitalanlage-Gesellschaften ausgesprochen begrüßt würde, die ihr Eigenkapital nach den neuen Vorschriften absenken dürften. Nun haben die Gesellschaften häufig Rücklagen, die ausgeschüttet werden könnten, und Muttergesellschaften, die eine zusätzliche Dividende gut brauchen können. Im Hinblick auf das Ansehen der KAG bei der BaFin und möglicherweise auch im Markt sollte daher sorgsam abgewogen werden, ob das Eigenkapital durch Ausschüttungen auf das gesetzliche Mindestmaß reduziert wird.

### Real Estate Investment Trusts

Zurzeit wird intensiv die Frage diskutiert, ob die aus den USA bekannten „Real Estate Investment Trusts (REITs)“ auch in Deutschland als Produkt zugelassen werden sollten. Um das Wesen eines REITs zu verstehen, stelle man sich eine Ge-

## Deutschland braucht REITs?!

So fragt das Special der I&F-Herbsttagung 2004.

Es sprechen:

### Wohnungs- und Immobilienpolitik im Ballungsraum – die nordrhein-westfälische Sicht

Dr. Michael Vesper, Minister für Städtebau und Wohnen, Kultur und Sport des Landes NRW, Düsseldorf

### Zum Geschäftsmodell einer internationalen Immobilienbank: das erste Jahr der HRE

Georg Funke, Vorsitzender des Vorstands, Hypo Real Estate Holding AG, München

### Das Immobiliengeschäft des HSH Nordbank-Konzerns: neue Strukturen für neue Ziele

Bernhard Visker, Global Head Real Estate, HSH Nordbank AG, Hamburg

### Das Geschäftsmodell Corpus-Gruppe: ein ganz besonderer Verbund

Michael Zimmer, Vorsitzender der Geschäftsführung, Corpus Immobiliengruppe GmbH & Co. KG, Köln

### Warum Deutschland REITs braucht

Dr. Wolfhard Lechnitz, Vorsitzender des Vorstands, Viterra AG, Essen

### Introduction of REITs in France and Great Britain – the development of new markets

Ian Marcus, Managing Director Investment-Banking, Credit Suisse First Boston Europe Ltd., London

### REITs – Perspektiven aus Sicht der Exekutive

Ministerialrat Uwe Wewel, Referatsleiter für Investmentwesen, Bundesministerium der Finanzen, Berlin

Das vollständige Programm finden Sie auf der 4. Umschlagseite.

sellschaft in einer weitgehend beliebigen Rechtsform vor, etwa eine GmbH, AG oder GmbH & Co. KG, die ihr Vermögen in eine oder mehrere Immobilien investiert. Es gelten zivilrechtlich die allgemeinen Regeln, das heißt es gibt kein spezielles Gesetz wie für die Struktur der Offenen Immobilienfonds.

Steuerrechtlich wird ein REIT allerdings gegenüber normalen Unternehmen mit der gleichen Rechtsform anders behandelt, was sich im Einzelfall als vorteilhaft gegenüber der normalen Besteuerung herausstellen kann. Wenn der REIT nämlich einen bestimmten Mindestanteil seiner Gewinne (beispielsweise 90 oder 95 Prozent) ausschüttet, ist er selbst von der Körperschaftsteuer befreit.

Einer besonderen Finanzaufsicht wie die Offenen Immobilienfonds unterliegen die REITs nicht. Allerdings sind die Anteile der meisten REITs börsennotiert, sodass aus diesem Grund die gleiche Aufsicht durch die amerikanische Wertpapierbörsenbehörde SEC stattfindet, wie sie für alle an der Börse notierten Unternehmen gilt.

Wie eine Regelung in Deutschland aussehen könnte, ist derweil völlig ungeklärt. Selbst die Frage, ob es überhaupt eine solche Regelung geben wird, ist noch offen. Teilweise wurde die Befürchtung geäußert, die REITs könnten als Instrument zum Vermarkten maroder Investments missbraucht werden. Die gleiche Befürchtung hat übrigens dazu geführt, dass Immobilienfonds nicht in der Form der Investment-Aktiengesellschaft mit variablem oder mit fixem Kapital nach dem Investmentgesetz aufgelegt werden dürfen.

### Empfehlungen

Aufgrund der hohen Schäden, die unseriöse Anbieter auf dem grauen Kapitalmarkt bei den Anlegern verursachen, ist diese Befürchtung auch verständlich. Hier sollte jedoch genau unterschieden werden. Auch marode Immobilien sollten von REITs – genau wie von jedem anderen Investor, einschließlich Immobilien-Spezialfonds – gehalten werden dürfen, vorausgesetzt die Bewertung stimmt.

Beim Vergleich der bestehenden Regeln für Offene Immobilienfonds in Deutschland und den REITs in den USA fällt als wesentlicher Unterschied auf, dass die Anleger in inländischen Fonds 100 Prozent der vom Fonds erwirtschafteten, steuerpflichtigen Erträge versteuern müssen und die Anleger in REITs nicht.

Dieser Unterschied würde vor allem steuerpflichtigen institutionellen Anlegern die Entscheidung zugunsten eines REITs vorgeben. Allerdings nur, wenn eine solche Regelung auch verlässlich erscheint. Schließlich ist die Immobilienanlage darauf angewiesen, dass das bei Erwerb geltende regulatorische Umfeld möglichst bis zum Veräußerungszeitpunkt unverändert bleibt.

Die behutsamen Änderungen für Immobilien-Spezialfonds durch das Investment-Modernisierungsgesetz haben gezeigt, dass Anleger und Anbieter sich auf dieses Instrument langfristig verlassen können. Einem weiteren gesunden Wachstum steht also nichts im Wege. ■

Institut für Städtebau,  
Wohnungswirtschaft und Bausparwesen e.V.

## Die Große Steuerreform

### Auswirkungen und Reaktionen der Kredit- und Wohnungswirtschaft

– Referate und Statements des 39. Königsteiner Gesprächs 2004 –

mit Beiträgen unter anderem von Prof. Dr. Kurt Fallthäuser, Bayerischer Finanzminister, Gernot Mittler, Rheinland-Pfälzischer Finanzminister, Prof. Dr. Hans-Wolfgang Arndt, Universität Mannheim, Prof. Dr. Joachim Lang, Universität Köln.

Band 66 der Schriftenreihe des Instituts für Städtebau, Wohnungswirtschaft und Bausparwesen e.V., Berlin. 2004. 129 Seiten, Einzelpreis 19,50 Euro.

Zu bestellen bei

#### Domus Verlags- und Servicegesellschaft mbH

Klingelhöferstraße 4 | 10785 Berlin

**E-Mail** Pfeiffer@domus-vs.de

**Telefon** 0 30/5 90 09 17 07

**Telefax** 0 30/5 90 09 17 01