

## Schwerpunkt: Immobilien-Spezialfonds

# Come-back der Immobilien-Spezialfonds

Till Entzian

**Die institutionellen Anleger investieren wieder mehr in Immobilien-Spezialfonds. Damit erfreut sich diese Assetklasse trotz REIT-Aussichten weiterhin großer Beliebtheit, wie die Ergebnisse der diesjährigen Kandler-Studie belegen. Dabei zeigt sich aber, dass die Spezialfonds zunehmend mit Publikumsfonds konkurrieren, die sich an institutionelle und wohlhabende private Investoren wenden. Allein 2004 wurden drei Spezialfonds in Publikumsfonds umgewidmet, weil so die Fondsanteile aus Anlegersicht leichter aus der IFRS-Konzernbilanz herausgerechnet werden können. (Red.)**

In 2004 investierten die institutionellen Anleger insgesamt 1 695 Millionen Euro (plus 12,6 Prozent). Offenbar war das verringerte Wachstum des Immobilien-Spezialfonds in 2003 von nur 1 039 Millionen Euro lediglich eine Atempause und keinesfalls ein dauerhafter Trend. Auch wenn die Mittelzuflüsse von den Werten der fünf Jahre bis 2002, die jährlich rund 30 Prozent neue Mittel brachten, noch weit entfernt sind, so bietet die Steigerung gegenüber dem Niedrigwert von 2003 wieder berechtigten Anlass zur Hoffnung auf höhere Wachstumsraten. Auch die ersten vier Monate des laufenden Jahres bestätigen diesen Trend, denn bis April 2005 sind bereits 842 Millionen Euro neue Mittel eingeworben worden, also halb so viel wie im ganzen Jahr 2004.

### Mehr Spezialfonds trotz REITs-Diskussion

Die vorliegenden Zahlen beweisen damit auch, dass sich die institutionellen Anleger durch die Entwicklungen bei den Publikumsfonds, die in 2004 einen massiven Rückgang der Nettomittelzuflüsse (nur noch 3,7 Prozent nach 19 Prozent in 2003) und in den ersten Monaten 2005 netto sogar einen Mittelrückfluss hinnehmen mussten, nicht beeinflussen lassen. Auch die im letzten Jahr begonnene Diskussion über die Einführung von REITs hat die institutionellen Anleger nicht vom Erwerb von Spezialfondsanteilen abgehalten.

Die Vorteile eines Offenen Immobilienfonds im Allgemeinen und eines Immobilien-Spezialfonds im Besonderen lassen sich gerade im Vergleich zu den REITs hervorragend aufzeigen. Nun bietet der

REIT gegenüber Offenen Immobilienfonds auch wenig Neues, soweit man überhaupt eine Vorstellung über die genaue Ausgestaltung dieses Instruments haben kann. Das amerikanische Vorbild für dieses Anlagevehikel wird ausschließlich durch eine steuerliche Regelung definiert, wonach der REIT bei Ausschüttung des Großteils (95 Prozent) seiner Erträge selbst von der Einkommen- beziehungsweise Körperschaftsteuer befreit ist. Da die Anleger die Ausschüttung versteuern müssen, stellt der Zwang zur Ausschüttung die Besteuerung der Erträge des REITs sicher.

Die Offenen Immobilienfonds können das besser, denn sie sind selbst bei Thesaurierung ihrer Erträge steuerbefreit. Unabhängig von der Ausschüttung oder Thesaurierung der Erträge wird dem Anleger der steuerpflichtige Ertrag ausgewiesen. Im Ergebnis hat der Anleger also in beiden Fällen den Ertrag des Immobilienportfolios jedes Jahr so zu versteuern, als ob ihm die Immobilien – anteilig – unmittelbar gehören würden. Während der REIT die Erträge als zwingend vorgeschriebene Ausschüttung auf das Konto des Anlegers überweist und dieser die Einnahme zum Beispiel in seiner Handelsbilanz verbuchen muss, kann beim Immobilien-Spezialfonds auf jede Ausschüttung verzichtet werden.

Als weiteres Unterscheidungsmerkmal wird die Börsennotierung der REIT-Anteile genannt, die rechtlich nicht vorge-

schrieben aber offenbar üblich ist. Anteile an den Immobilien-Publikumsfonds sind bereits an Börsen notiert, die auf diese Weise neue Geschäftsfelder erschließen wollen. Auch die Anteile an Immobilien-Spezialfonds könnten jederzeit an einer Börse notiert werden, wenn es irgendeinen Vorteil brächte. Wichtiger als die formale Frage einer Börsennotierung ist die Preisfeststellung. Der Anteilwert der Offenen Immobilienfonds ergibt sich aus dem Nettoinventarwert. Dieser wird auf Basis von Verkehrswertgutachten der im Fonds enthaltenen Liegenschaften errechnet.

### Kaum Vorteile

Die Preisermittlung beim REIT soll offenbar ausschließlich an der Börse stattfinden. Unterstellt man ein identisches Immobilienportfolio, das sich einmal in einem REIT und einmal in einem Sondervermögen befindet, wäre die Volatilität der Anteile an dem Sondervermögen extrem gering und die der REIT-Anteile wahrscheinlich so hoch wie die von Immobilien-Aktien, also fast so hoch wie die anderer Aktien. Den Vergleich des Rendite/Risikoprofils gewinnt also eindeutig der Fonds gegenüber dem REIT.

Eine hohe Volatilität ist nur für Kurzfristspekulanten unverzichtbar und nur für diese ein Wert an sich. Langfristig orientierte Anleger nehmen eine höhere Volatilität nur dann in Kauf, wenn dieser entsprechende Vorteile des Anlagegegenstandes gegenüberstehen. Im Fall der börsennotierten REITs könnte eine leichtere Veräußerbarkeit ein solcher Vorteil sein, da jederzeit an der Börse ein Verkaufsauftrag erteilt werden kann. Diese wird allerdings nur ausgeführt, wenn der Handel in den REIT-Anteilen ausreichend liquide und eine entsprechende Nachfrage vorhanden ist.

Der Anleger in einem Offenen Immobilienfonds hat das gesetzlich festgeschriebene Recht zur täglichen Rückgabe seiner Anteile zum Nettoinventarwert. Grundsätzlich gilt dieses Recht auch für Spezialfondsanteile in gleicher Weise. In der Praxis weiß der Anleger natürlich, dass vor der Rückgabe der Anteile zunächst die erforderliche Liquidität durch Veräußerung der Immobilien geschaffen werden muss. Dabei besteht natürlich die Möglichkeit, die Immobilien auf einen anderen Spezialfonds oder die Anteile am Spezialfonds auf andere Anleger zu übertragen. Durch diese Möglichkeiten, die nicht nur theoretisch denkbar sind sondern tatsächlich genutzt werden,

### Der Autor

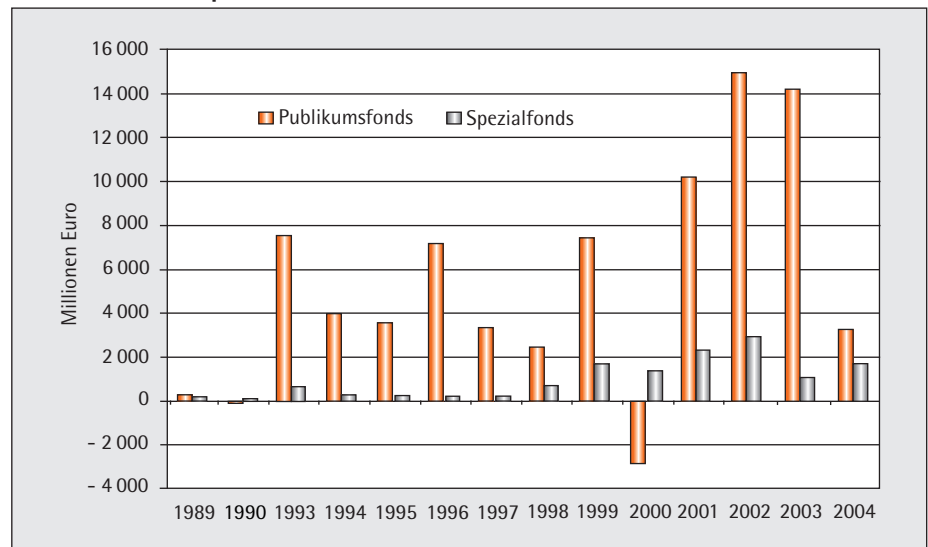
**Till Entzian** ist Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.

übertrifft die Fungibilität des Spezialfonds andere Anlageformen. Im Ergebnis zeigt sich, dass die Fondsanlage mindestens so liquide wie eine REIT-Beteiligung ist, der REIT aber nicht die Rückgabe zum tatsächlichen Wert anbietet.

Teilweise wird für den REIT ins Feld geführt, er brauche weniger Liquidität vorzuhalten, weil er nicht mit Anteilsrückgaben rechnen müsse. Tatsächlich stellt die ständige Rückgabemöglichkeit für die Offenen Immobilien-Publikumsfonds eine besondere Planungsaufgabe dar. Welche Auswirkungen hohe Zuflüsse mit dem daraus folgenden Anlagedruck und plötzliche hohe Rückflüsse haben können, wurde letztes Jahr drastisch gezeigt.

Im Publikumsfondsbereich dürften die Kapitalanlagegesellschaften ihre Lehren gezogen haben und künftig den Mittelzufluss durch entsprechende Steuerung des Vertriebs auf ein Maß beschränken, das sie bewältigen können, und vor allem keine Käufe als Mittel zur Rettung vor drohender Verletzung von Liquiditätsgrenzen einsetzen. Genauso ließe sich der Rückfluss steuern, denn das Gesetz erlaubt die Aussetzung der Rücknahme von Anteilen für einen Zeitraum von bis zu zwei Jahren. Hiervon musste noch nie Gebrauch gemacht werden. Es bleibt jedoch festzuhalten, dass selbst Publikumsfonds mit einer niedrigen Liquiditätsrate, gesetzlich sind gerade einmal

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



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

fünf Prozent vorgeschrieben, auskommen können. Spezialfonds brauchen überhaupt keine Liquidität vorzuhalten und tun das in vielen Fällen auch nicht. Ein Vorteil für die REITs ist auch in dieser Disziplin nicht erkennbar.

#### Mehr Fremdkapital für REITs

Ein Vorteil für die REITs stellt die fehlende Grenze für die Kreditaufnahme dar.

Während die Offenen Immobilienfonds höchstens 50 Prozent ihres Immobilienbestandes belasten dürfen, könnten REITs bis zu 100 Prozent fremd finanzieren und mit einem minimalen Anlagekapital große Bestände erwerben.

Ein unbegrenzter Hebel ist für die Anleger mit entsprechendem Risiko verbunden, so dass der Gesetzgeber für die öffentlich vertriebenen REITs wohl eine Grenze einführen dürfte. Sofern dieses Limit in gleicher Höhe wie bei den Offe-

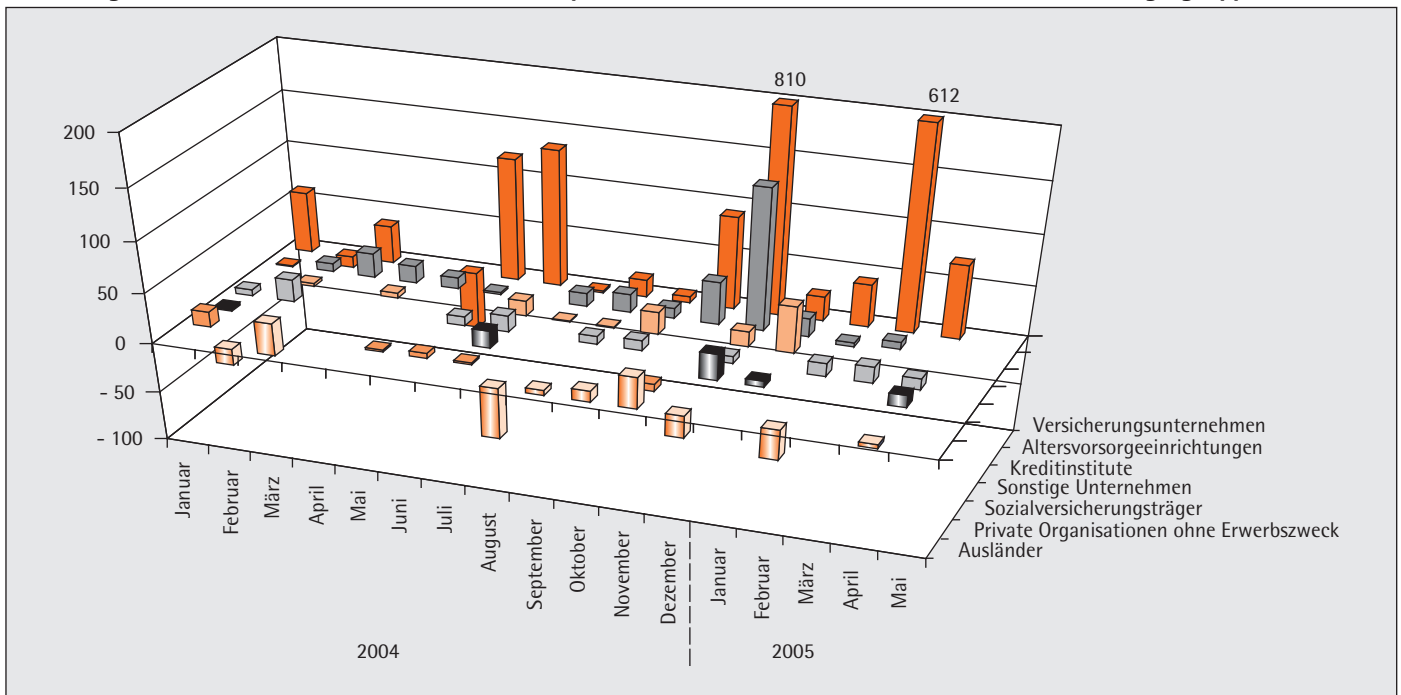
**Tabelle 1: Anzahl und Volumen der Immobilien-Spezialfonds**

Kapitalanlagegesellschaften	2004			2003			2002		
	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %
Aachener Grundvermögen	3	845,6	5,9	3	787,0	5,9	2	765,0	6,5
Aareal KAG	1	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
APO Immobilien	7	632,0	4,4	6	450,0	3,4	4	359,0	3,1
Axa	5	722,0	5,0	4	560,0	4,2	3	560,0	4,8
CGS	5	451,0	3,1	4	323,0	2,4	2	125,0	1,1
DB Real Estate Spezial Invest	4	455,0	3,2	2	295,0	2,2	2	248,0	2,1
Defo	1	150,0	1,0	1	169,9	1,3	1	171,0	1,4
Deka-Immobilien	7	868,0	6,0	6	814,6	6,1	6	709,0	6,0
Difa	1	305,0	2,1	1	319,0	2,4	1	314,0	2,7
Gerling Investment	1	144,0	1,0	1	103,3	0,8	1	19,0	0,2
Hansainvest	2	1 212,0	8,4	2	1 103,0	8,3	2	1 052,0	9,0
iii-Investments	7	2 332,0	16,2	6	2 237,0	16,8	6	2 041,0	17,4
IVG	0	0,0	0,0	2	0,1	0,0	-	-	-
Kanam	1	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
LB Immoinvest	6	233,0	1,6	2	85,3	0,6	1	38,0	0,3
MEAG Munich Ergo Real Estate	5	665,0	4,6	4	681,0	5,1	2	365,0	3,1
Oppenheim Immobilien-KAG	26	5 046,0	35,0	27	5224,3	39,3	24	4 890,0	41,7
SEB Immoinvest	0	0,0	0,0	1	17,0	0,1	1	12,0	0,1
Siemens KAG	1	17,0	0,1	-	-	-	-	-	-
TMW	2	71,0	0,5	-	-	-	-	-	-
Warburg-Henderson	3	171,0	1,2	3	50,8	0,4	1	14,0	0,1
Westinvest	1	91,0	0,6	1	73,0	0,5	1	44,0	0,4
<b>Insgesamt</b>	<b>89</b>	<b>14 410,6</b>	<b>100,0</b>	<b>76</b>	<b>13 293,3</b>	<b>100,0</b>	<b>60</b>	<b>11 726,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik, alle Werte zum Jahresende

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 2: Mittelaufkommen von Immobilien-Spezialfonds im Jahresverlauf 2004/2005 nach Anlegergruppen



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

nen Immobilienfonds angesetzt wird, hat der REIT auch in puncto Fremdfinanzierung keinen Vorteil.

Bei den Spezialfonds liegen einige am oberen Ende der möglichen Fremdfinanzierung und würden Fremdmittel noch stärker einsetzen, wenn dies zulässig wäre. So müssen die Anleger eben den Erwerb der Fondsanteile finanzieren, wenn sie eine stärkeren Hebel wünschen. Dies ist unbegrenzt machbar und lässt den theoretischen Vorteil von REITs relativ unbedeutend erscheinen.

### Keine einseitige Privilegierung

Steuerliche Regelungen, die die Auflegung eines REITs attraktiver machen könnten, also beispielsweise die Möglichkeit zur steuerneutralen Übertragung von Objekten, wird der Gesetzgeber nicht den REITs gewähren können, während dieses Privileg anderen Vehikeln vorenthalten bleibt. Im Übrigen besitzt der REIT natürlich auch weitere Vorteile, die ein Offener Immobilienfonds gleichermaßen bietet. Dazu gehört die Auslagerung des Portfolio-Managements und des Liegenschaftsmanagements, die Möglichkeit zur stärkeren Streuung durch Beteiligung mehrerer Anleger an größeren Portfolien, die ständige Berichterstattung durch die Verwaltung und die einfachere Bilanzierung als Wertpapier ohne die bei Direktanlage üblichen Wertabschreibungen.

Da der Wunsch vieler Marktteilnehmer nach Einführung von REITs sehr stark ist, sei an dieser Stelle der Hinweis erlaubt, dass die Systematik des Investmentgesetzes noch eine ungenutzte Schublade bereithält. Der Gesetzgeber könnte REITs in Form der Immobilien-Investmentaktiengesellschaft einführen. Neben den grundsätzlich offenen Grundstücks-Sondervermögen könnten auf diese Weise sowohl offene REITs mit Anteilrücknahme zum Inventarwert als auch geschlossene REITs mit Preisbildung an der Börse aufgelegt werden.

In jedem Fall wären die Regelungen zur Besteuerung der Anleger schon vorhanden. Das deutsche Besteuerungsrecht an Mieterträgen von im Inland belegenen Grundstücken könnte, falls opportun und erforderlich, durch eine entsprechende Änderung des Investmentsteuergesetzes ganz leicht sichergestellt werden. Sollten weitere Regelungen für notwendig erachtet werden, zum Beispiel hinsichtlich der Risikostreuung oder der Fremdfinanzierungsquote, könnten diese gleichzeitig aufgenommen werden.

### Neugründungen und Auflösungen

Im Jahr 2004 wurden wieder zwei neue Immobilien-Spezialfonds-KAG gegründet. Über die Aareal KAG war bereits im vergangenen Jahr berichtet worden. Die Gesellschaft legte im Jahr 2004 einen

Spezialfonds mit einer auf Skandinavien ausgerichteten Anlagepolitik auf. Die ersten Mittelzuflüsse erfolgten zwar erst im laufenden Jahr, doch verwaltet die Aareal bereits ein Fondsvolumen von 561 Millionen Euro (Quelle: BVI, Stand März 2005).

Auch über die TMW in München wurde bereits berichtet. Diese konnte bis zum Jahreswechsel bereits zwei Spezialfonds mit einem Volumen von 70 Millionen Euro auflegen.

Die Siemens KAG, die bisher mit ihrem 1999 aufgelegten Euroinvest, einem Publikumsfonds für institutionelle Anleger, erwähnt wurde, hat 2003 mit dem „3 Kontinente“ einen weiteren derartigen Fonds aufgelegt. Das Gesamtvolumen betrug zum Jahreswechsel 2,051 Milliarden Euro. Daneben gesellte sich die Siemens KAG für kurze Zeit zum Kreis der „echten“ Immobilien-Spezialfondsgesellschaften, indem sie im Juni 2004 einen kleinen Spezialfonds (17 Millionen Euro) auflegte. Im April 2005 hat sie ihr Immobilienfondsgeschäft zu 51 Prozent an die neugegründete UBS Real Estate KAG übertragen und ist auf diese Weise aus dem Kreis der Anbieter von Immobilien-Spezialfonds wieder ausgeschieden.

Ausgeschieden ist auch die erst 2003 gegründete IVG Immobilien KAG, die aus formalen Gründen ihren ersten Spezialfonds bereits aufgelegt hatte. Die Mut-

tergesellschaft, IVG Immobilien AG, wurde zu einem guten Viertel vom Bankhaus Sal. Oppenheim übernommen und erhielt ihrerseits 50 Prozent an der Oppenheim Immobilien KAG (OIK). Als Schwestergesellschaft des Marktführers hätte die IVG Immobilien KAG nur dann eine Existenzberechtigung gehabt, wenn sie ins Publikumsgeschäft eingestiegen wäre. Hier wurde jedoch anders entschieden und die KAG-Lizenz zurückgegeben.

### Auch wohlhabende Privatanleger im Fokus

Die SEB Immoinvest ist durch Umwandlung ihres einzigen Spezialfonds in einen Publikumsfonds keine Spezialfondsgesell-

schaft mehr. Dadurch öffnete sich der Fonds auch Privatanlegern, die über die erforderliche Mindestanlagensumme verfügen.

Im laufenden Jahr werden neben der bereits erwähnten UBS Real Estate KAG, die in München ansässig ist, mindestens zwei weitere Anbieter von Immobilien-Spezialfonds in Erscheinung treten. Zunächst ist mit der Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH nach längerer Zeit wieder eine Neugründung in Frankfurt zu verzeichnen. Neben Spezialfonds soll Ende des laufenden Jahres auch ein Publikumsfonds aufgelegt werden, um das Geschäft mit den sicherheitsorientierten deutschen Anlegern zu erschließen. Darüber hinaus hat bei Redaktions-

schluss eine weitere Gesellschaft ihre Geschäftserlaubnis bei der BaFin beantragt. Sie dürfte keiner Bank oder Versicherung sondern einem Immobilienunternehmen zuzurechnen sein.

### Verschiebung der Marktanteile

Die Zahl der Immobilien-Spezialfonds erhöhte sich nur um elf auf 86. Es wären immerhin 14 zusätzlich Fonds geworden, wenn die Initiatoren nicht drei Spezialfonds in Publikumsfonds umgewandelt hätten. Aber auch dann wäre die Vorjahreszahl von 15 zusätzlichen Fonds nicht erreicht worden. Eine negative Entwicklung des verwalteten Nettovolumens-

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

Immobilien-Publikumsfonds						Immobilien-Spezialfonds					
in %*	Mittelaufkommen	Ø-Volumen pro Fonds	Fonds-volumen	Anzahl	Jahr	Anzahl	Fonds-volumen	Ø-Volumen pro Fonds	Mittelaufkommen	in %*	
	in Mill. Euro	in Mill. Euro	in %*	in Mill. Euro			in Mill. Euro	in Mill. Euro	in Mill. Euro		in %*
-	124	192	99,0	1 534	8	1976	20	10	n.b.	n.b.	
75,0	383	485	89,0	4 360	9	1985	555	79	130	25,0	
62,0	252	685	88,0	8 216	12	1989	1 108	123	152	38,0	
-	- 65	655	95,0	9 180	14	1990	476	68	69	-	
92,0	7 524	1 508	94,0	22 627	15	1993	1 443	161	620	8,0	
98,0	7 133	2 530	95,0	37 950	15	1996	2 144	165	175	2,0	
95,0	3 291	2 589	95,0	41 428	16	1997	2 303	144	185	5,0	
78,0	2 398	2 593	94,0	44 084	17	1998	2 951	141	661	22,0	
82,0	7 395	2 854	92,0	51 363	18	1999	4 618	149	1 659	18,0	
-	- 2 824	2 447	88,0	48 931	20	2000	6 387	156	1 338	-	
82,0	10 159	2 693	87,0	59 249	22	2001	8 778	179	2 274	18,0	
83,8	14 916	3 105	86,4	74 513	24	2002	11 726	195	2 876	16,2	
93,0	14 166	3 024	87,0	87 703	29	2003	13 485	180	1 039	7,0	
66,0	3 245	2 669	86,0	90 757	34	2004	14 400	167	1 695	34,0	

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte

\* bezogen auf alle Offenen Fonds

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

**Tabelle 3: Mittelaufkommen der Immobilien-Spezialfonds nach Anlegern (alles Ausschüttungsfonds)**

	bis Mai 2005	2004	2003	2002	2001	2000
in Millionen Euro						
Inländer gesamt*	1 178	1 705	973	2 749	1 965	1 161
Kreditinstitute	128	62	66	49	26	0
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	972	1 205	805	2 575	1 854	1 053
Altersvorsorgeeinrichtungen	21	285	0	0	0	0
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	40	78	71	54	18	30
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten	18	46	7	18	19	26
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	0	31	23	53	52	49
Ausländer gesamt	- 34	- 10	68	128	310	179
<b>Gesamtes Mittelaufkommen*</b>	<b>1 143</b>	<b>1 695</b>	<b>1 039</b>	<b>2 876</b>	<b>2 274</b>	<b>1 338</b>

\* Abweichungen in der Summe durch Rundungen möglich

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

mens war in 2003 nur bei einer, dieses Mal jedoch bei sechs Gesellschaften zu verzeichnen. Die Gründe hierfür sind sehr unterschiedlich.

**Defo, Difa und OIK geben Marktanteile ab**

Während zwei Gesellschaften die Verwaltung von Spezialfonds ganz einstellten, haben die beiden zur Union Investment Gruppe gehörenden Defo Deutsche Fonds für Immobilienvermögen GmbH

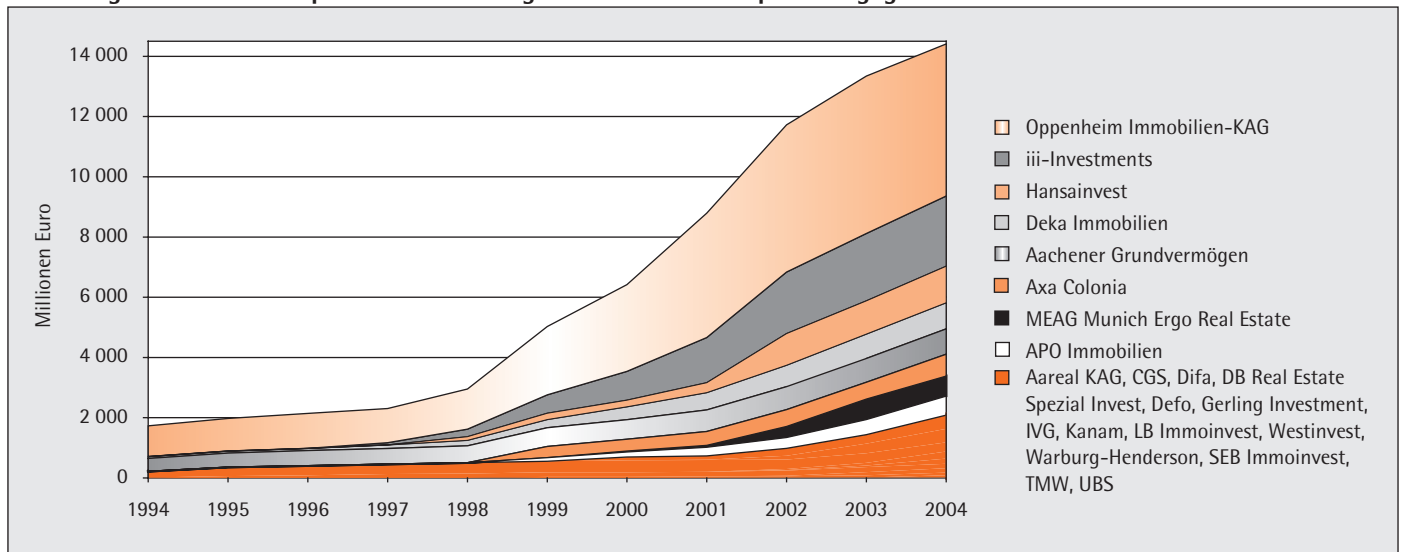
von der OIK nach wie vor verwalteter Spezialfonds aus der Statistik herausgefallen ist, weil er in einen Publikumsfonds umgewandelt wurde, konnte die Gesellschaft ihr verwaltetes Vermögen auch 2004 steigern. Der Marktanteil der OIK beträgt jetzt noch 35 Prozent.

Den höchsten Zugewinn konnte die LB Immoinvest mit einem Prozentpunkt auf jetzt 1,6 Prozent erreichen, gefolgt von der DB Real Estate Spezial Invest GmbH mit 0,9 Prozent auf jetzt 3,2 Prozent, Axa Colonia mit 0,8 Prozent auf 5,0 Prozent

391 Millionen Euro abhanden gekommen. Die Erklärung dafür sind allerdings nicht Abwertungen im Bestand, sondern die Umwandlung von Spezial- in Publikumsfonds, die weder als Rückgabe noch als Ertragsausschüttung berücksichtigt werden.

Die Zu- und Rückflüsse lassen sich übrigens anhand der Anlegergruppen statistisch näher analysieren (Abbildung 2). In dieser Aufstellung werden immerhin 40 Prozent aller Rückgaben transparent. Die größte Anlegergruppe, die Versiche-

**Abbildung 3: Immobilien-Spezialfonds-Vermögen der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

und Difa Deutsche Immobilien Fonds AG die Größe der von ihnen verwalteten Spezialfonds schon seit mehreren Jahren systematisch reduziert. Beide haben einen Marktanteil von etwa 0,3 Prozent abgegeben und liegen jetzt noch bei einem Prozent (Defo) beziehungsweise 2,3 Prozent (Difa). Die MEAG verzeichnete nur eine Ermäßigung von 2,3 Prozent des Fondsvermögens, wie er etwa durch Ausschüttungen oder Wertabschreibungen entstehen kann. Ihr Marktanteil reduzierte sich dadurch um einen halben Prozentpunkt auf 4,6 Prozent.

Der Marktanteil der OIK, der vor zehn Jahren bei knapp 60 Prozent gelegen hatte, ist seither kontinuierlich gesunken. In 2004 war dieser Rückgang mit dem Verlust von über vier Prozentpunkten besonders stark ausgefallen. Die Ursache liegt in einem um 178 Millionen Euro niedrigeren verwalteten Spezialfondsvolumens von 5 046 Millionen Euro, dem ersten Rückgang in der Geschichte dieser Gesellschaft überhaupt. Berücksichtigt man allerdings, dass ein

und Warburg-Henderson mit 0,8 Prozent auf 1,2 Prozent.

**Weniger Mittelzuflüsse**

Der Bruttoabsatz betrug 2,1 Milliarden Euro und ist damit gegenüber 2003 (2,3 Milliarden Euro) nur wenig zurückgegangen. Die Hälfte entfiel auf den Dezember, was im Immobilienfondsgeschäft nicht unüblich ist. Die gesamten, unsaldierten Rückflüsse betragen 416 Millionen Euro. Dies sind 3,1 Prozent des Vorjahresvolumens, der Vergleichswert der Publikumsfonds lag 2004 übrigens bei 19,8 Prozent. Darüber hinaus wurden Ertragsausschüttungen in Höhe von 391 Millionen Euro vorgenommen, davon mehr als drei Viertel im Dezember.

Stellt man nun die Steigerung des Fondsvolumens um 915 Millionen Euro, die Nettomittelzuflüsse von 1,695 Milliarden Euro (12,6 Prozent des Vorjahresvolumens) und die Ausschüttungen in eine Berechnung, so ist ein Betrag von

rungen, treten mit Aufstockungen von 810 Millionen Euro im Dezember und 612 Millionen Euro im März 2005 hervor. Die kleine Anzahl der ausländischen Anleger fällt durch aktives Handeln in Form von abwechselnden Käufen und Verkäufen auf.

Der Abschwung auf vielen Immobilienmärkten ist auch an den Immobilien-Spezialfonds nicht spurlos vorbeigegangen und führte zur Abwertung vieler Bestandsimmobilien. Die durchschnittliche Wertentwicklung der Fonds lässt sich allerdings nicht aus den Nettofondsvolumen per Jahresultimo, den Mittelzuflüssen und den ausgeschütteten Erträgen ermitteln (man käme in 2004 auf eine negative Wertentwicklung von minus 2,9 Prozent).

Wird auch die Umwandlung von Spezialfonds in Publikumsfonds eingerechnet, so ergibt sich für 2004 im Durchschnitt eine positive Wertentwicklung von 0,9 Prozent. Im Vorjahr hatte die durchschnittliche Wertentwicklung aller Im-



mobilien-Spezialfonds noch bei 10,0 Prozent und im Mittel der letzten fünf Jahre bei 7,4 Prozent gelegen.

### Neue Fonds-Konzeptionen

Die Angebote der meisten Kapitalanlagegesellschaften an potenzielle Anleger ähneln sich sehr stark und verweisen in der Regel darauf, die Fonds speziell an die Bedürfnisse des jeweiligen Anlegers anzupassen, was in der Natur der Sache liegt, dass Spezialfonds „speziell“ für einen oder mehrere Anleger aufgelegt werden. Besondere Produkte (zum Beispiel Kapitalerhaltungs-Strategien, Nachhaltigkeitsansätze oder Benchmark orientierte Bausteine) können anders als bei Wertpapier-Sondervermögen in einem Immobilien-Sondervermögen mit durchschnittlich nur 14,2 Objekten nicht so leicht verwirklicht werden.

Eine inzwischen von mehreren Gesellschaften genutzte Möglichkeit, besondere Produkte anzubieten, sind die für mehrere Anleger gedachten Themenfonds, auch als „Spezialitäten“-Fonds bezeichnet. Hier soll sich der Anleger – ähnlich wie bei einer fondsgebundenen Vermögensverwaltung – durch Auswahl mehrerer Themenfonds ein Portfolio zusammenstellen, das einem nur für einen bestimmten Anleger aufgelegten Spezialfonds durch eine bessere Risikostreuung überlegen ist. Solche Themenfonds werden auch als Gemeinschaftsfonds bezeichnet, da sich mehrere Anleger haben.

Das Gegenstück zu den Gemeinschaftsfonds sind die Ein-Anleger-Fonds, die

**Tabelle 4: Wachstum der Fondsvermögen nach KAG**  
– aktualisiert per 31. Dezember 2004 –

	2004	2003	2002
	in Prozent		
Aachener Grundvermögen	7,4	2,9	6,5
Aareal KAG	von Null kommend	–	–
APO Immobilien	26,4	39,3	26,9
Axa Colonia	28,9	0,0	18,4
CGS	39,6	158,4	861,5
DB Real Estate Spezial Invest	54,2	19,0	96,8
Defo	- 11,7	- 0,7	11,8
Deka Immobilien	6,5	14,9	23,3
Difa	- 4,5	1,7	- 19,7
Gerling Investment	39,4	443,7	von Null kommend
Hansainvest	9,9	4,9	220,7
iii-Investments	4,2	9,6	36,2
IVG	–	von Null kommend	–
Kanam	von Null kommend	–	–
LB Immoinvest	173,2	124,5	von Null kommend
MEAG Munich Ergo Real Estate	- 2,3	86,6	444,8
Oppenheim Immobilien-KAG	- 3,4	6,8	18,3
SEB Immoinvest	–	41,7	100,0
TMW	von Null kommend	–	–
UBS Real Estate	von Null kommend	–	–
Warburg-Henderson	236,6	262,9	von Null kommend
Westinvest	24,1	65,9	- 2,2
<b>Insgesamt</b>	<b>8,0</b>	<b>13,8</b>	<b>33,4</b>

Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

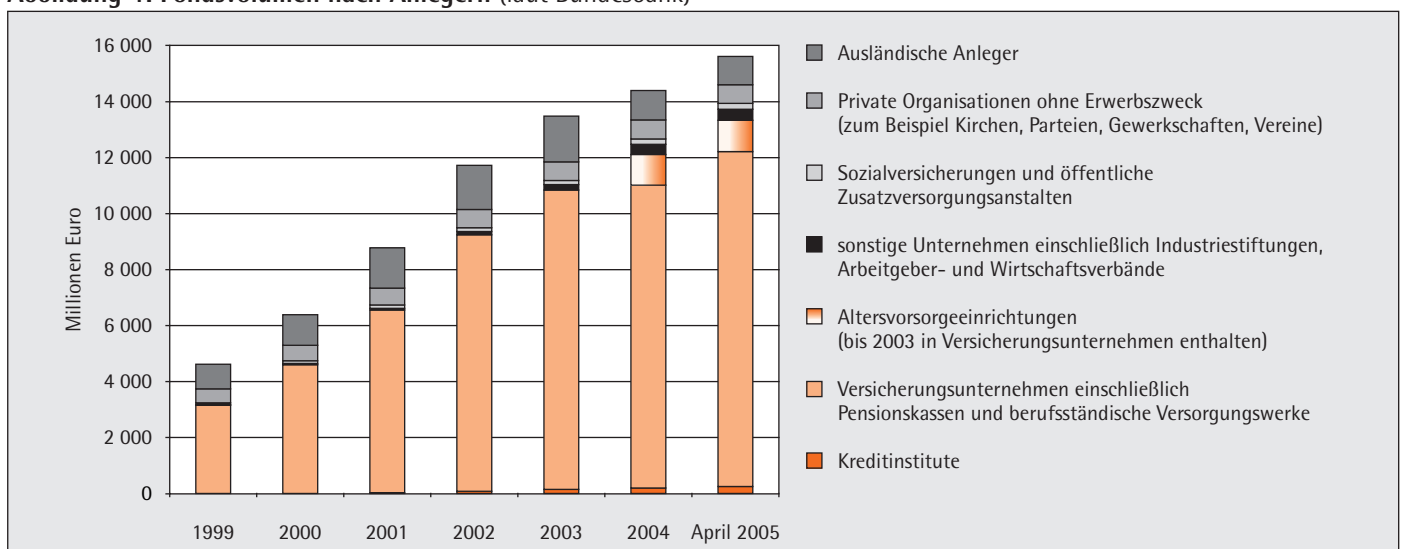
Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

auch Individualfonds genannt werden. Dabei ist der Begriff Individualfonds eigentlich aus der Zeit vor 1990 besetzt und bezeichnet Publikumsfonds mit ausschließlich institutionellen Anlegern.

Die meisten Individualfonds wurden nach dem 1. Finanzmarktförderungsgesetz (FMG) in die durch dieses Gesetz definierten Spezialfonds umgewandelt.

Wegen der zunehmenden Nutzung von Publikumsfonds durch institutionelle Anleger wurden die Fondsgesellschaften im Rahmen dieser Studie jetzt zum ersten Mal nicht nur nach den Spezialfonds, sondern auch nach den (bekannteren) Anlagen institutioneller Anleger in Immobilien-Publikumsfonds gefragt. Leider war die Antwortquote nicht so gut wie bei den Spezialfonds. Es war ohnehin

**Abbildung 4: Fondsvolumen nach Anlegern (laut Bundesbank)**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

nicht zu erwarten, hier ein vollständiges Bild zu erhalten, denn der Verbleib der ausgegebenen Anteilscheine ist den Kapitalanlagegesellschaften oft nicht bekannt.

Insbesondere brauchen die Banken, die Publikumsfondsanteile abrufen, keine Rechenschaft darüber ablegen, ob die Anteile ins eigene Depot (Depot A), in Depots von Investmentspargern oder von institutionellen Anlegern wandern. Aber auch da, wo die Gesellschaften die institutionellen Anleger in ihren Publikumsfonds genau kennen, wollten einige diese Zahlen nicht herausgeben. Dennoch konnten Publikumsfonds-Anteile im Wert von 6,1 Milliarden Euro ermittelt

werden, die sich in der Hand institutioneller Anleger befinden. Davon sind nur 330 Millionen Euro bei „echten“ Publikumsfonds angelegt. Der Löwenanteil entfällt dagegen auf Individualfonds wie die der neuen UBS Real Estate KAG im Wert von über zwei Milliarden Euro sowie der Defo, deren Immobilienfonds 1 verwaltet 982 Millionen Euro.

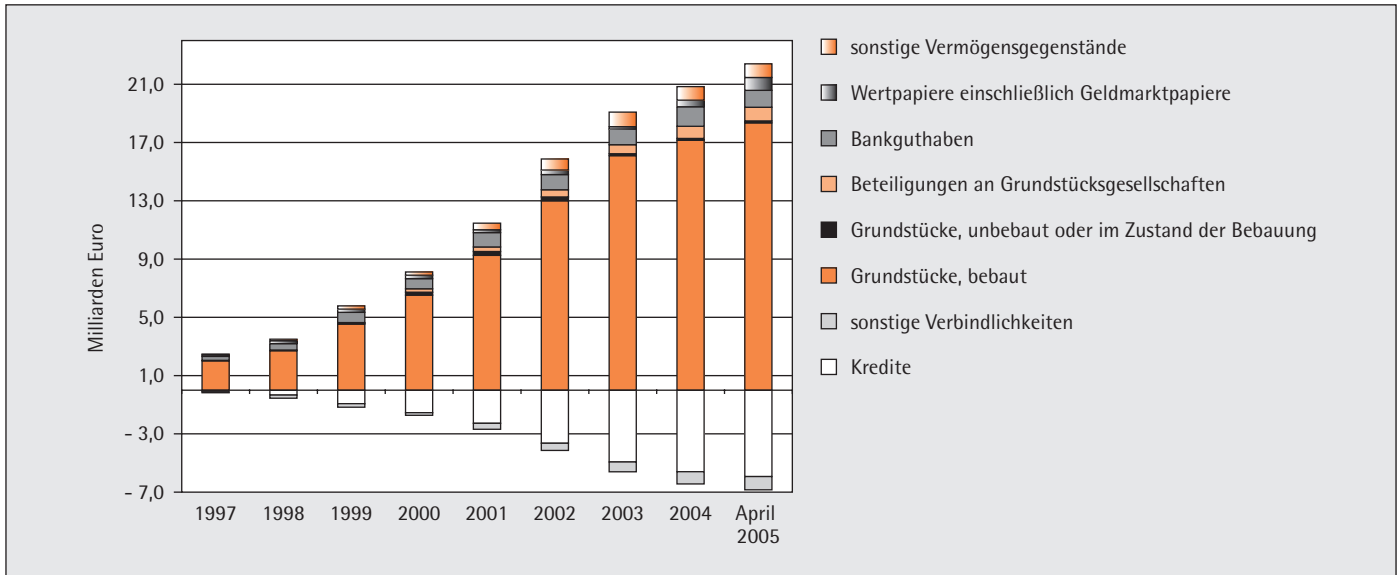
**Publikumsfonds bevorzugt**

Der Defo-Fonds war vor der KAGG-Novelle von 1990 (1. FMG) gegründet worden und konnte wegen zu hoher Anlegerzahl (über zehn) seinerzeit nicht in einen Spezialfonds umgewandelt werden.

Auf diese Weise ist der Fonds auch für den statistischen Rückgang der institutionellen Immobilienfonds von 1989 auf 1990 verantwortlich, denn seit Einführung der gesetzlichen Definition des Spezialfonds wurden nur diese in der Statistik berücksichtigt. Erst nach der KAGG-Novelle von 1990 wurden dagegen die beiden Siemens/UBS-Fonds Euroinvest und 3-Kontinente aufgelegt (1999 und 2003). Dabei wurde also auf die organisatorischen und aufsichtsrechtlichen Erleichterungen eines Spezialfonds verzichtet.

Eine ebenso bewusste Entscheidung gegen den Spezialfonds und für den Publikumsfonds treffen jene Kapitalan-

**Abbildung 5: Fondsvolumen nach Anlagearten**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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

	April 2005		2004		2003		2002		2001		2000	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
<b>Inländer gesamt</b>	14 553	93,2	13 349	92,7	11 850	87,9	10 148	86,5	7 338	83,6	5 295	82,9
Kreditinstitute	248	1,6	196	1,4	145	1,1	78	0,7	27	0,3	-	-
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	11 971	76,6	10 822	75,1	10 699	79,3	9 166	78,2	6 528	74,4	4 602	72,1
Altersvorsorgeeinrichtungen (bis 2003 in Versicherungsunternehmen enthalten)	1 119	7,2	1 097	7,6	-	-	-	-	-	-	-	-
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	393	2,5	364	2,5	196	1,5	119	1,0	63	0,7	44	0,7
Sozialversicherungen und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten	209	1,3	191	1,3	144	1,1	136	1,1	118	1,3	98	1,5
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	666	4,3	681	4,7	666	4,9	649	5,5	603	6,9	550	8,6
<b>Ausländer gesamt</b>	1 014	6,5	1 051	7,3	1 635	12,1	1 578	13,5	1 439	16,4	1 093	17,1
<b>Spezialfonds insgesamt (alles Ausschüttungsfonds)</b>	15 620	100,0	14 402	100,0	13 485	100,0	11 726	100,0	8 778	100,0	6 387	100,0

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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

	April 2005		Ende 2004		Ende 2003		Ende 2002	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Grundstücke,	18 481,0	118,7	17 283,0	120,0	16 230,0	120,4	13 262,0	113,1
davon bebaute Grundstücke	18 348,0	117,9	17 157,0	119,2	16 095,0	119,4	13 002,0	110,9
unbebaute und im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke, das heißt übrige Grundstücke	133,0	0,9	126,0	0,9	134,0	1,0	260,0	2,2
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	943,0	6,1	829,0	5,8	618,0	4,6	495,0	4,2
Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere)	888,0	5,7	455,0	3,2	163,0	1,2	310,0	2,6
Bankguthaben	1 154,0	7,4	1 343,0	9,3	1 075,0	8,0	1 045,0	8,9
Sonstiges Vermögen	938,0	6,0	926,0	6,4	1 001,0	7,4	755,0	6,4
Verbindlichkeiten	6 838,0	43,9	6 437,0	44,7	5 602,0	41,5	4 140,0	35,3
darunter aufgenommene Kredite	5 931,0	38,1	5 595,0	38,9	4 931,0	36,6	3 646,0	31,1
<b>Fondsvermögen insgesamt minus Verbindlichkeiten</b>	<b>15 566,0</b>	<b>100,0</b>	<b>14 399,0</b>	<b>100,0</b>	<b>13 484,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11 726,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

gegesellschaften und Spezialfondsanleger, die einen bestehenden Spezialfonds in einen Publikumsfonds umwandeln. Dass eine solche Umwandlung überhaupt möglich ist, ist einem Umdenken bei der BaFin zu verdanken. Gesetzlich ist nur die Umwandlung eines Wertpapier-Publikumsfonds beziehungsweise richtlinienkonformen Sondervermögens in einen Spezialfonds oder einen anderen Fondstyp ausdrücklich ausgeschlossen (§ 43 Abs. 6 InvG und § 15 Abs. 4 KAGG). An der Genehmigung eines bestehenden Spezialfonds als Publikumsfonds sah sich die BaFin in der Vergangenheit durch die Vorschrift des § 15 Abs. 1 KAGG gehindert, wonach die Vertragsbedingungen „vor Ausgabe der Anteilscheine“ festzu-

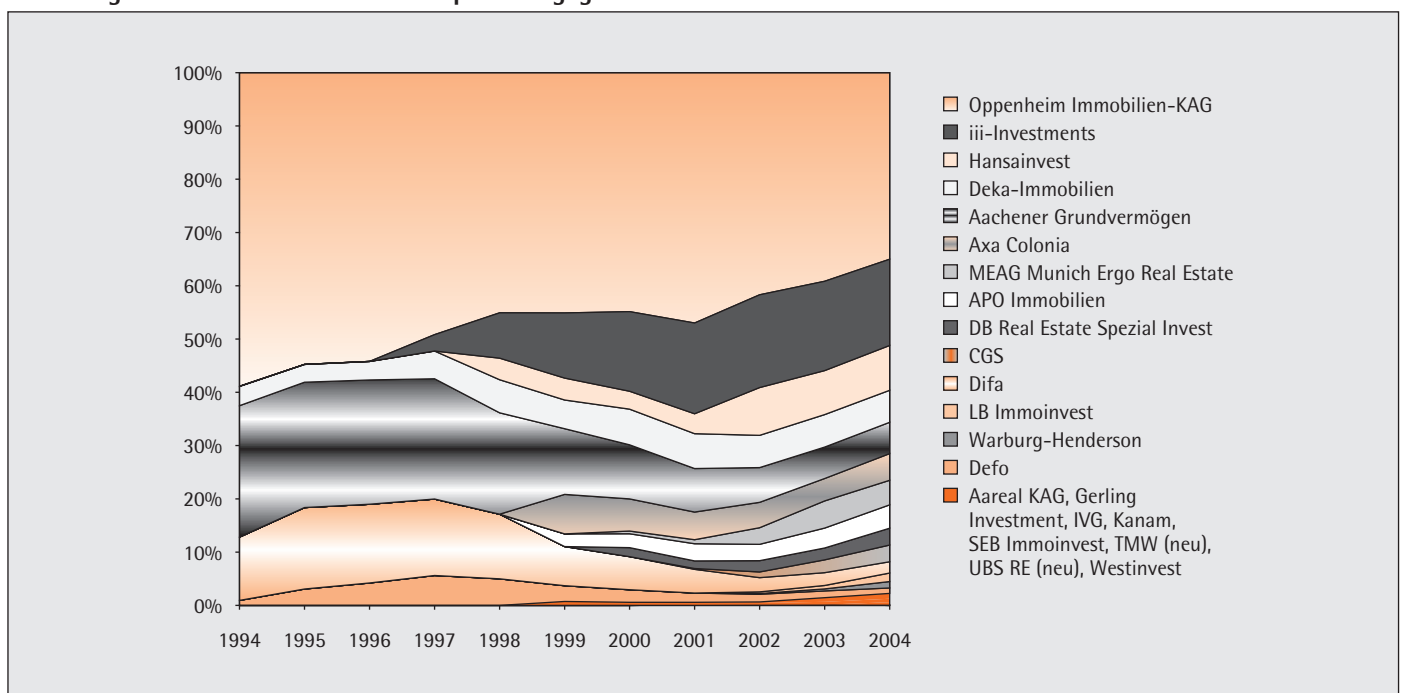
legen und nur dann zu genehmigen sind, wenn sie gesetzeskonform sind. Bei bestehenden Spezialfonds seien jedoch schon Anteilscheine ausgegeben worden, die nicht den Anforderungen an Publikumsfonds entsprächen, was eine Genehmigung unmöglich mache.

Nachdem diese Auslegung für den neuen (wortgleichen) § 43 Abs. 1 InvG offenbar aufgegeben wurde, sind neben Wertpapier-Spezialfonds auch mindestens drei Immobilien-Spezialfonds mit einem Fondsvolumen von über 500 Millionen Euro in Publikumsfonds umgewandelt worden. Da nicht anzunehmen ist, dass die bisherigen Anleger sich unmittelbar nach der Umwandlung von ihren Anteil-

len getrennt und diese an Kleinanleger verkauft haben, wurde dieser Betrag in die institutionelle Anlage in Immobilien-Publikumsfonds eingerechnet.

#### Vorteile der Publikumsfonds gegenüber Spezialfonds

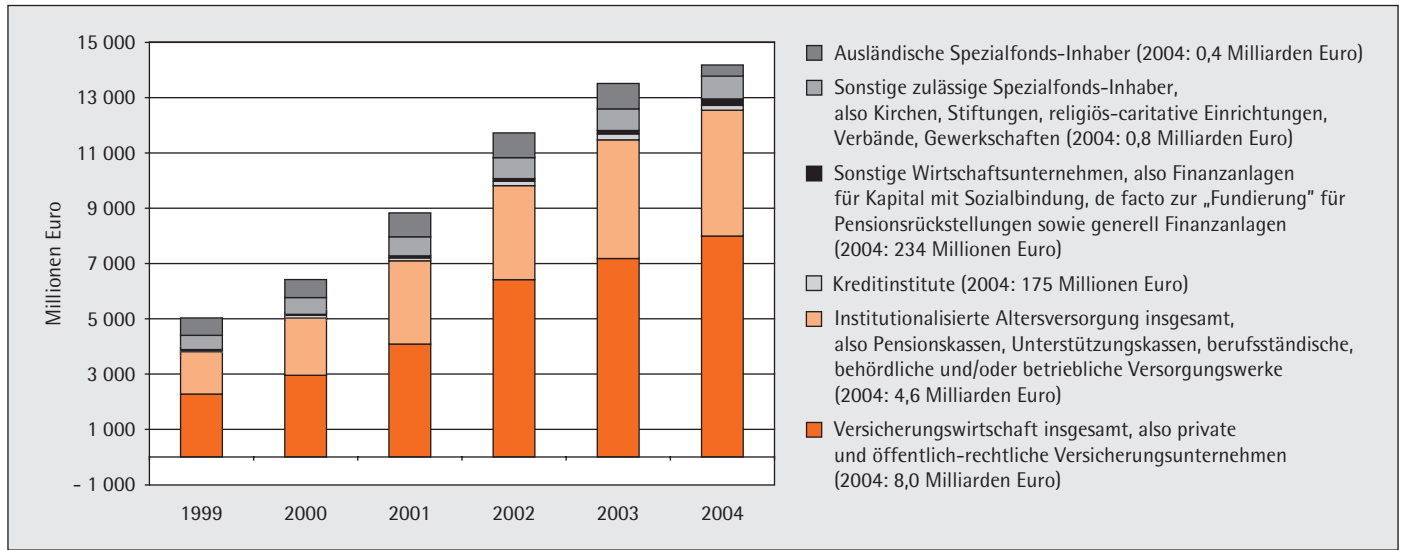
Eine solche Entscheidung wirft natürlich die Frage nach den Vorteilen eines Publikumsfonds gegenüber einem Spezialfonds auf, die den Verzicht auf die genannten Erleichterungen rechtfertigen. Die beschränkte Zahl der Anleger in einem Spezialfonds kann seit dem Investmentmodernisierungsgesetz nicht mehr der ausschlaggebende Grund sein,

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

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder



Abbildung 7: Anleger von Immobilien-Spezialfonds laut Umfrage



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

alle Volumenangaben zum Jahresende

denn seither können bis zu 30 Anleger unmittelbar in einen Spezialfonds investieren. Entscheidender kann dagegen die Beschränkung der Spezialfonds auf nicht-natürliche Personen sein. Denn hierdurch wird der Erwerb von Anteilen durch die immer stärker umworbene Gruppe der vermögenden Privatanleger ausgeschlossen. In einem Fall hat die KAG anlässlich der Umwandlung eines Spezialfonds in einen Publikumsfonds ausdrücklich erklärt, dass dieser nunmehr auch Privatanlegern bei einer Mindestanlagesumme von 500 000 Euro offen stehen soll.

Eine andere Überlegung könnte bei einzelnen Anlegern die Umstellung der Bilanzierung auf IFRS spielen. Bei dieser Bilanzierungsmethode müssen die Gewinne und Verluste von Spezialfonds nach

einer detaillierten Aufschlüsselung im Rahmen einer Konzernbilanz konsolidiert werden. Durch diese Konsolidierungspflicht gehen nicht nur die bisher bestehenden Möglichkeiten zur Bilanzsteuerung weitgehend verloren, sie ist auch mit einem gewissen Aufwand verbunden. Dieser Aufwand kann zwar auch bei Spezialfonds vermieden werden, wenn der Anleger keine Mehrheitsbeteiligung am Fonds hält, bei Publikumsfonds ist das aber noch etwas einfacher möglich.

Die Zusammensetzung der Anleger ist nicht für alle Anteile an Publikumsfonds bekannt, da die diesbezüglichen Meldungen leider unvollständig geblieben sind. Aus den vorliegenden Meldungen ergibt sich immerhin, dass Unternehmen der Institutionalisierten Altersversorgung und Kreditinstitute in Milliardenhöhe und

ausländische Anleger mit einem dreistelligen Millionenbetrag in Immobilien-Publikumsfonds investiert sind. Für sonstige Wirtschaftsunternehmen wurden lediglich 3,3 Millionen Euro und für die anderen Anlegergruppen überhaupt keine Beträge gemeldet.

**Zusammensetzung des Vermögens der Spezialfonds**

Wenige Überraschungen hält die weitere Entwicklung der Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds bereit (Abbildung 5). Der Wert der Liegenschaften ist um 1,26 Milliarden Euro auf 17,16 Milliarden Euro angewachsen, jeweils zuzüglich der fremdfinanzierten Bestände der Grundstücks-Gesellschaften. Dies entspricht einer Steigerungsr-

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

	Ende 2004		Ende 2003		Ende 2002	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
<b>I-V Inländische Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>	<b>13 956</b>	<b>97,2</b>	<b>12 593</b>	<b>93,2</b>	<b>10 829</b>	<b>92,3</b>
I VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	7 993	56,4	7 182	53,1	6 415	54,7
II SVT Gesetzlich-staatliche Sozialversicherungsträger	0	0,0	0	0,0	0	0,0
III Institutionalisierte Altersversorgung insgesamt, also Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördlich und/oder betriebliche Versorgungswerke	4 554	32,1	4 291	31,8	3 403	29,0
IV Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute)	409 (175)	2,9 (1,2)	340 (216)	2,5 (1,6)	256 (163)	2,2 (1,4)
V Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	825	5,8	780	5,8	755	6,4
<b>VI Ausländische Spezialfonds-Inhaber</b>	<b>404</b>	<b>2,8</b>	<b>921</b>	<b>6,8</b>	<b>899</b>	<b>7,7</b>
<b>Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>	<b>14 185</b>	<b>100,0</b>	<b>13 514</b>	<b>100,0</b>	<b>11 727</b>	<b>100,0</b>

Quelle: eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

te von 7,5 Prozent und liegt um 350 Millionen Euro über dem absoluten Zuwachs des Nettofondsvermögens. Damit war der Wertzuwachs seit 1997 nicht mehr so gering und ist von der Steigerungsrate des Jahres 1999 (68 Prozent) weit entfernt. In den ersten vier Monaten 2005 wuchs das Liegenschaftsvermögen allerdings schon um weitere 1,31 Milliarden Euro (7,2 Prozent) an, also mehr als im ganzen Jahr 2004.

Interessanter als die Steigerungsraten, die ungefähr die des Nettofondsvermögens widerspiegeln, ist die Entwicklung der Fremdfinanzierung der Liegenschaften. Mit 30,9 Prozent erreichte die Fremdfinanzierungsquote (Kredite zu Liegenschaftsvermögen) Ende 2004 einen vorläufigen Höhepunkt, denn zum April 2005 ist ein – wenn auch nur ganz leichtes – Absinken auf 30,5 Prozent zu beobachten.

Momentan erscheint eine hohe Fremdfinanzierung als wirtschaftlich ausgesprochen interessant, da selbst langlaufende Finanzierungen sehr günstig sind und unter den erzielbaren Mieten liegen. So können die laufenden Erträge eines Immobilienfonds auch ohne Mittelaufstockung durch Erwerb kreditfinanzierter Immobilien verbessert werden. Das zusätzliche Risiko besteht hier natürlich in der Möglichkeit, dass die Kreditzinsen bei Ablauf der Bindungsfrist über den Mietzinsen liegen können.

### Fremdfinanzierung

Im Jahr 2004 ist die Finanzierungsquote nochmals angestiegen, und zwar von 29,3 auf 30,9 Prozent. Der Hebel (Brutto zu Nettofondsvermögen) betrug damit im Durchschnitt 144,7 Prozent. Interessanterweise ist die Fremdfinanzierungsquote anschließend in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres – erstmals seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1997 – zurückgegangen, wenn auch nur leicht auf 30,5 Prozent (Abbildung 8). Dadurch ist der Hebel ebenfalls gefallen, und zwar auf 143,9 Prozent.

Die stärkste Zunahme der Fremdfinanzierung war in den Jahren 1997 bis 1999 zu beobachten, als die Quote jedes Jahr um fünf Prozentpunkte auf 20 Prozent anstieg. Seither ist die jährliche Zunahme moderater ausgefallen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die in den Grundstücks-Gesellschaften stattfindende Fremdfinanzierung hinzuzurechnen ist. Insgesamt kann festgestellt werden, dass sich institutionelle Anleger mit

einem Hebel von etwa 150 Prozent wohl fühlen.

Ansonsten lässt sich die Zurückhaltung der Spezialfonds bei der Aufnahme von Fremdmitteln nur mit der Erwartung noch niedrigerer Kreditzinsen in nächster Zukunft erklären. Immerhin mehren sich die Stimmen am Rentenmarkt, die von dauerhaft niedrigen Zinsen sprechen und sogar einen weiteren Rückgang der Zinssätze erwarten. Oft wird vergessen, dass sich nicht nur die Fondsmanager von Rentenfonds mit Zinsstrukturkurven beschäftigen und über optimale Restlaufzeiten entscheiden müssen, sondern dass bei der Aufnahme von Krediten die gleichen Überlegungen – nur umgekehrt – anzustellen sind.

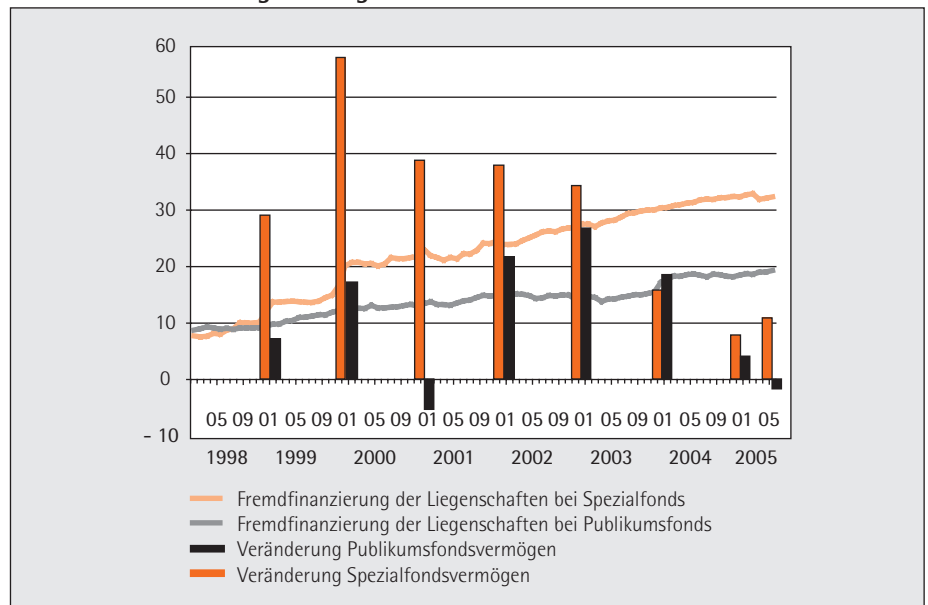
Übrigens zeigt ein Vergleich, dass Publikumsfonds die Fremdfinanzierung nicht im gleichen Umfang nutzen wie die Spezialfonds. Hier betrug die Belastung der Liegenschaften mit Finanzierungscredi-

Erträge zur angestrebten Politik erklärt. Kein Grund für die leicht steigende Fremdfinanzierungsquote dürften dagegen die hohen Mittelrückflüsse sein, von denen viele Publikumsfonds betroffen waren. Aus den Rechenschaftsberichten ist ersichtlich, dass auch die besonders betroffenen Fonds der naheliegenden Versuchung widerstanden haben, die Rückgaben einfach aus der Aufnahme zusätzlicher Kredite (§ 53 InvG) zu bedienen. Rechtlich zulässig wäre es gewesen.

### Auslandsanteile

Auch in 2004 haben die Immobilien-Spezialfonds ihre ausländischen Liegenschaften kräftig aufgestockt und per saldo 550 000 Quadratmeter hinzuerworben. Hiervon entfallen 365 000 Quadratmeter auf den direkten Grundstückserwerb (51 Objekte) und 42 000 auf Immobilien-Gesellschaften (elf Objekte). Der Wert sämtlicher Auslandsinvestiti-

Abbildung 8: Wachstum der Offenen Immobilienfonds und Fremdfinanzierung der Liegenschaften



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

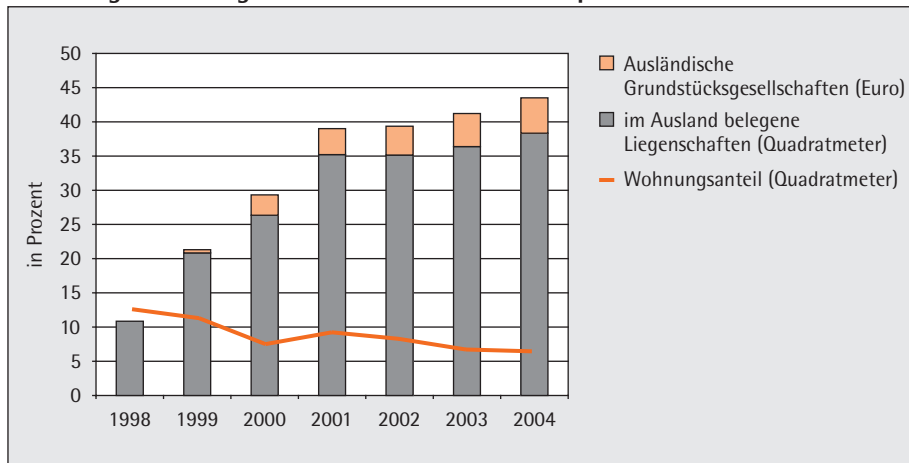
ten Ende 2004 lediglich 16,8 Prozent und damit auch nur unwesentlich mehr als ein Jahr zuvor (16,0 Prozent). Diese Steigerung, die sich anders als bei den Spezialfonds auch im laufenden Jahr fortzusetzen scheint, ist in erster Linie auf den offensichtlichen Nachholbedarf der Publikumsfonds zurückzuführen.

Einzelne Kapitalanlagegesellschaften haben auch bei Publikumsfonds eine geringe Liquidität und hohe Fremdfinanzierung als Mittel zur Erzielung hoher

onen ist um 1,2 Milliarden Euro angestiegen – die Direktanlagen um 1,04 Milliarden Euro und die Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften um lediglich 140 Millionen Euro.

Rechnet man diese Zahlen in Quadratmeterpreise um, ergeben sich beim Direkterwerb auf 2 850 Euro pro Quadratmeter und bei den Immobilien-Gesellschaften auf 3 300 Euro pro Quadratmeter. Tatsächlich liegen die Kaufpreise deutlich niedriger, da der Wert der Liegenschaften

Abbildung 9: Die Liegenschaften der Immobilien-Spezialfonds



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

nicht nur durch Zukäufe, sondern auch durch Wertzuschreibungen erhöht worden ist. Ein wenig irritierend erscheint allerdings, dass der errechnete Wert bei den Immobilien-Gesellschaften sogar über dem direkt erworbenen Grundstück liegt. Hier hätte man wegen der in der Gesellschaft stattfindenden Fremdfinanzierung eher einen deutlich niedrigeren Kaufpreis pro Quadratmeter erwartet.

Der Grund für das überraschende Ergebnis besteht darin, dass sich Wertsteigerungen von Immobilien-Gesellschaften gerade wegen der Hebelwirkung durch die Fremdfinanzierung viel stärker in den Vermögensaufstellungen auswirken. Mehr als ein ganz grober Anhaltspunkt über die Kaufpreise lässt sich mit dieser Methode also nicht erzielen.

Der Anteil der ausländischen Liegenschaften am Gesamtbestand der Spezialfonds ist, betrachtet man nur die Direktanlagen, in 2004 erstmals seit Beginn der Untersuchungen nicht weiter gestiegen und verharrte bei genau 36,4 Prozent. Dabei handelt es sich allerdings um einen rein statistischen Effekt, denn neun Objekte mit zwei Prozent der Gesamtfläche aller Spezialfonds sind aus dem Direktbestand in Immobilien-Gesellschaften umgewidmet worden. Rechnet man die Bestände der Grundstücks-Gesellschaften hinzu, befanden sich Ende 2004 allerdings 44,8 Prozent der Gesamtfläche im Ausland, im Vorjahr waren dies noch 44,1 Prozent. Insgesamt setzt sich der Trend zu höheren Auslandsquoten also fort, wenn auch nicht mehr so stark wie in den Jahren 1998 bis 2001, als sich der Auslandsanteil jedes Jahr um rund zehn volle Prozentpunkte erhöhte (Abbildung 9).

Die Neigung zum Erwerb ausländischer Liegenschaften ist in den 86 untersuch-

ten Spezialfonds sehr unterschiedlich ausgeprägt. 35 Spezialfonds haben im Ausland überhaupt nicht investiert, 30 teilweise und 21 ausschließlich. Die Gründe für die jeweilige Ausrichtung eines Portfolios müssen individuell betrachtet werden. In mehreren Fällen ergibt sich zum Beispiel eine rein inländische Ausrichtung durch Einbringung

eines vorhandenen Bestandes durch den Anleger.

Weiterhin existieren noch aus DM-Zeiten Fonds von Versicherungsunternehmen, die im Hinblick auf das Kongruenzprinzip nur in DM-Immobilien investieren durften und die einmal festgelegte Ausrichtung des Spezialfonds bis heute nicht geändert haben. Rein ausländisch anlegende Fonds dienen der internationalen Diversifizierung von Anlegern, die nach eigenem Empfinden im Inland überproportional viele Liegenschaften besitzen. Zunehmend werden auch Themenfonds aufgelegt, die mehreren Anlegern offen stehen und sich oft auf ein einziges oder einige wenige Länder konzentrieren.

### Wachsende Beliebtheit von Auslandsgesellschaften

Insgesamt sind in 2004 in den Rechenschaftsberichten 20 neue Immobilien-Gesellschaften mit ausschließlich ausländischen Objekten hinzugekommen. Von den insgesamt 70 Beteiligungen betrifft nur eine einzige ein in Deutschland bele-

Tabelle 8: Immobilien-Spezialfonds im Bundesanzeiger

	2004	2003	2002
Anzahl der bestehenden Fonds zum Jahresultimo	86	75	60
Anzahl der erfassten Immobilien-Spezialfonds	85	67	57
Die Veröffentlichungen von RB/HB beziehen sich auf folgende Stichtage	6/2004 bis 3/2005	9/2003 bis 3/2004	8/2002 bis 2/2003
Gesamtvolumen per Jahresultimo in Millionen Euro	14 400	13 485	11 727
Aggregiertes erfasstes Fondsvolumen in Millionen Euro	14 185	12 637	11 352
Genauigkeit dieser Auswertung in Prozent	99	94	97
Anzahl der Liegenschaften	1 151	1 017	956
im EU-Ausland belegen	389	338	313
in Prozent	34	33	33
außerhalb EU belegen (USA beziehungsweise Schweiz)	5	4	2
Summe der verwalteten Nutzfläche in Quadratmetern	7 796 031	6 687 215	5 698 030
davon gewerbliche Nutzung	7 205 315	6 183 620	5 216 996
in Prozent	92	92	92
Wohnungen	537 662	468 797	480 676
in Prozent	6,9	7,0	8,4
im EU-Ausland belegen	2 871 813	2 392 705	1 992 955
in Prozent von Quadratmetern gesamt	36,8	35,8	35,0
außerhalb EU belegen	117 280	57 296	10 045
in Prozent von Quadratmetern gesamt	1,50	0,86	0,18
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, gemäß Bundesbank per Ultimo in Millionen Euro	829	618	495
gemäß Auswertung in Millionen Euro	733	610	477
im Inland belegen	24	24	24
im Ausland belegen	709	586	453
in Prozent von Liegenschaftswert	5,2	4,8	4,2

Fußnote: Diese Auswertung beruht auf den veröffentlichten Rechenschafts- und Halbjahresberichten der einzelnen Immobilien-Spezialfonds, wobei der (volumengewichtete) durchschnittliche Stichtag der ausgewerteten Berichte dieses Jahr am 21. November 2004 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

genes Objekt. Lediglich elf der Immobilien-Gesellschaften betreffen allerdings neue Objekte, die übrigen neun Gesellschaften besitzen Objekte, die in den vergangenen Jahren als Direktbesitz des betreffenden Sondervermögens ausgewiesen wurden. Einschließlich der umgewidmeten Objekte befinden sich inzwischen 8,2 Prozent der Gesamtfläche in Grundstücks-Gesellschaften, Ende 2003 waren es 6,9 Prozent.

Die Gründe für die wachsende Beliebtheit von Gesellschaftsbeteiligungen im Ausland sind: Für die teilweise recht kleinen Spezialfonds bietet sich die Möglichkeit, ein interessantes Objekt auch nur teilweise erwerben zu können. Außerdem kann einem starken Partner vor Ort nicht nur Verantwortung, sondern auch ein erhebliches Eigeninteresse am wirtschaftlichen Erfolg der Immobilie übertragen werden. Und schließlich können auch in steuerlicher Hinsicht geeignete Strukturen geschaffen werden. Hinzu kommt die wachsende Erfahrung mit dieser Anlagemöglichkeit. Für die Zukunft ist hier noch ein weiterer Zuwachs zu erwarten.

Durch die Auswertung der Rechenschaftsberichte konnten die durchschnittlichen Quadratmeterpreise der Liegenschaften ermittelt werden. Im Direktbestand ergibt sich ein Wert von 2 120 Euro pro Quadratmeter im Inland und 2 667 Euro pro Quadratmeter im Ausland. Die Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften stehen dagegen nur mit 1 074 Euro pro Quadratmeter zu Buche. Ein Grund hierfür ist, dass auch bei Beteiligungen von weniger als 100 Prozent die Flächen der Liegenschaften in vollem Umfang in die Berechnung eingegangen sind, jedoch dürfte dieser Fehler wegen der relativ seltenen Fälle keine all zu große Rolle spielen.

Der Hauptgrund für diesen statistischen Preisunterschied besteht in der Fremdfinanzierung, die oftmals innerhalb der Immobilien-Gesellschaft stattfindet und den Wert der Beteiligung in der Vermögensaufstellung des Sondervermögens entsprechend reduziert. Die Zahlen lassen die Schlussfolgerung zu, dass in den Immobilien-Gesellschaften etwa drei Fünftel der Kaufpreise fremdfinanziert werden.

### Kaum noch Wohnungen

Der Wohnungsanteil sank im Berichtszeitraum von 7,0 auf 6,8 Prozent leicht ab (Abbildung 9). Der absolute Wohnungsbestand ist zwar um fast 15 Prozent auf 538 000 Quadratmeter gewach-

sen, aber das größere Interesse der Fonds liegt immer noch bei den Gewerbeflächen, die um gut 20 Prozent auf 7,4 Millionen Quadratmeter vergrößert wurden. Diese Entwicklung ist schon seit 1998 zu beobachten, als der Wohnungsanteil noch 12,4 Prozent betragen hatte.

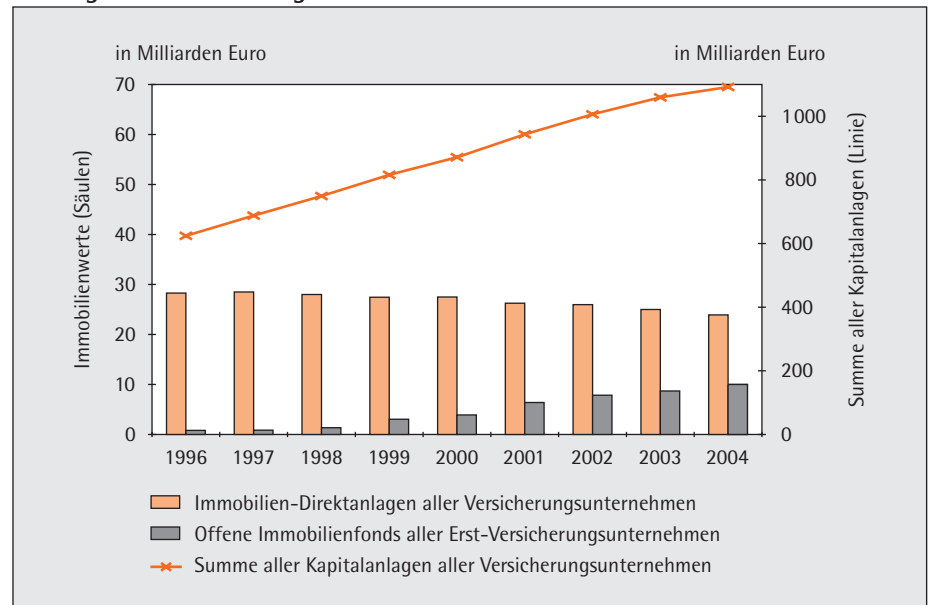
Nun werden zum Erwerb von Wohnungsbeständen eine Reihe von Argumenten vorgetragen und insbesondere auf den Nutzen einer vernünftigen Diversifizierung und die zurzeit günstigen Preise (Nettomietträge von zehn Prozent werden genannt) hingewiesen. Dass Wohnun-

nur aus einer anderen Systematik bei der Zuordnung von Gemeinschaftsfonds, sondern auch aus der teilweise abweichenden Gliederung der Anlegergruppen.

### Anteilshaber

Die Zuordnung von Gemeinschaftsfonds richtet sich in der Statistik der Bundesbank ausschließlich nach dem Anleger beziehungsweise der Anlegergruppe mit der größten Beteiligung, denn die meldenden Kapitalanlagegesellschaften

**Abbildung 10: Die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Vergleich zu den Anlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Fonds**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

gen attraktiv sein können, beweist das Interesse ausländischer Investoren an den großen Paketen, die momentan angeboten und auch gehandelt werden. Aber es werden auch Argumente gegen Wohnungen genannt, insbesondere der größere Verwaltungsaufwand, der den Ertrag stark schmälern kann, und das Problem, bei Einzelveräußerung am Schluss auf den letzten und am wenigsten attraktiven Wohnungen sitzen zu bleiben.

Die Bundesbank veröffentlicht in ihrer Kapitalmarktstatistik sowohl beim Mitelaufkommen (Abbildung 2) als auch beim Fondsvermögen (Abbildung 4) die Zusammensetzung der Inhaber der Immobilien-Spezialfonds. Die selbst durchgeführte Umfrage bezieht sich dagegen nur auf das Volumen und kommt zu abweichenden Ergebnissen (Abbildung 7). In der Vergangenheit erklärten sich die unterschiedlichen Ergebnisse nicht

können im Vordruck 10380 in der Rubrik 08 „Art der Anteilshaber“ auch bei Gemeinschaftsfonds nur eine einheitliche Antwort abgeben. Hierdurch wird gegebenenfalls das Volumen dieser Anlegergruppe überzeichnet und das Volumen der übrigen an dem vom beteiligten Anlegergruppen unterzeichnet.

Nach der Systematik der Kandlbinder-Studien wird dagegen versucht, die genaue Höhe der Beteiligung der unterschiedlichen Anlegergruppen bei einer KAG abzufragen, unabhängig davon, ob die entsprechenden Anleger in einem Individualfonds oder als Minderheitsanleger in einen Gemeinschaftsfonds investieren. 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 Ebene der



Instrumente, also der Sondervermögen, interessiert.

Bei der Gliederung der Anlegergruppen unterscheidet die Kandlbinder-Umfrage seit jeher zwischen der Versicherungswirtschaft (private und öffentlich-rechtliche Versicherungsunternehmen) und der institutionalisierten Altersversorgung (Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke) während die Bundesbank diese beiden Anlegergruppen bis einschließlich 2003 unter dem Begriff „Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)“ zusammengefasst hat.

### Unterschiede zur Statistik der Bundesbank

Seit 2004 unterscheidet auch die Bundesbank Versicherungen und die bisher in der Kategorie „Versicherungsunterneh-

men“ erfassten Altersvorsorgeeinrichtungen, wie berufsständische Versorgungswerke, Pensionskassen, Pensionsfonds, Unterstützungskassen sowie die bislang in der Kategorie „Sonstige Unternehmen“ erfassten ausgelagerten Pensionsverpflichtungen (betriebsinterne Pensionsfonds, Contractual Trust Arrangements) institutioneller Anleger und zukünftige andere Einrichtungen zur Altersvorsorge.

Nach den Antworten auf die eigene Umfrage halten die Versicherungsunternehmen 56 Prozent und die Unternehmen der institutionalisierten Altersvorsorge 32 Prozent der Immobilien-Spezialfonds. Die Bundesbank ermittelt dagegen 75 Prozent für die Versicherungen und 7,6 Prozent für den Altersvorsorgebereich. Solche gravierenden Unterschiede lassen sich mit der unterschiedlichen Erfassung von Gemeinschaftsfonds nicht erklären. Hier wird eher die Macht der Gewohnheit eine Rolle spielen und einige Kapitalanlagegesellschaften die Altersvorsorgeeinrichtungen weiterhin

unter der Rubrik der Versicherungen melden lassen.

Auf jeden Fall haben beide Anlegergruppen ihre Anteile gegenüber dem Vorjahr kräftig aufgestockt, die Versicherungen um elf Prozent auf 8,0 Milliarden Euro und die Altersvorsorgeeinrichtungen immerhin um sechs Prozent auf 4,6 Milliarden Euro. Der absolute Wertzuwachs betrug für beide Gruppen 1,07 Milliarden Euro, und die Bundesbank meldet mit 1,22 Milliarden einen ähnlichen Wert.

### Weniger direkte Immobilienanlagen

Die Beteiligung der Versicherungsunternehmen an Immobilien-Spezialfonds und die Bedeutung dieses Anlageinstruments für diese Unternehmen lässt sich darüber hinaus durch Vergleich mit den gesamten Kapitalanlagen beleuchten (Abbildung 10). Hier fällt zunächst das nahezu lineare Wachstum der Gesamtanlagen der Versicherungsunternehmen auf knapp 1,1 Billionen Euro auf, wobei die Steigerung in 2004 mit 3,1 Prozent deutlich unter der von 2003 mit 5,3 Prozent lag.

Ferner zeigt sich, dass die Tendenz zur Verringerung des direkt gehaltenen Immobilienbestandes unvermindert anhält. Ein Teil der jährlichen Reduzierung von rund vier Prozent kann auch auf die steuerlich zulässigen Gebäudeabschreibungen der direkt gehaltenen Immobilien zurückgeführt werden. Im Übrigen werden offenbar weiterhin Bestandsimmobilien veräußert oder in Immobilien-Spezialfonds und andere Anlageformen überführt.

Die von der BaFin aus den Bilanzen der Versicherungen ermittelten Werte zeigen erstmals seit vielen Jahren für Anteile an Offenen Immobilienfonds einen Rückgang, wenn auch nur leicht um 1,8 Prozent auf 8,54 Milliarden Euro. In Zahlen ist dies ein Rückgang von 160 Millionen Euro. Dem stehen die Angaben der Bundesbank gegenüber, wonach die Versicherungen 814 Millionen Euro neues Geld (nach Abzug der Ausschüttungen) zugeführt haben, eine Zahl, die von den befragten Kapitalanlagegesellschaften durch Angabe einer Steigerung des für Versicherungen verwalteten Fondsvermögens um 811 Millionen Euro bestätigt wurde.

Dies kann nur bedeuten, dass die Versicherungen andere Vermögensanlagen wie Investmentgesellschaften oder Anteile an Offenen Immobilien-Publikumsfonds, die sie der BaFin unter derselben

**Tabelle 9: Kapitalanlagen der Versicherungsunternehmen (VU), Pensions- und Sterbekassen, insgesamt, Direktanlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Immobilienfonds (in Millionen Euro)**

		2002	2003	2004
Lebens-VU	Anzahl der Unternehmen	-	109	109
	Kapitalanlagen insgesamt	593 082	609 338	626 408
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	15 127	14 214	13 413
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	5 319	6 026	-
Pensionskassen	Anzahl der Unternehmen	-	152	156
	Kapitalanlagen insgesamt	72 293	75 555	80 068
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	3 389	3 388	3 217
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	1 264	1 291	-
Sterbekassen	Anzahl der Unternehmen	-	41	40
	Kapitalanlagen insgesamt	1 409	1 473	1 525
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	44	41	42
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	55	52	-
Kranken-VU	Anzahl der Unternehmen	-	51	51
	Kapitalanlagen insgesamt	88 741	97 864	108 119
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 770	1 882	1 877
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	614	680	-
Schaden-/Unfall-VU	Anzahl der Unternehmen	-	237	230
	Kapitalanlagen insgesamt	104 299	108 621	116 784
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	4 068	3 971	3 538
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	598	647	-
Rück-VU	Anzahl der Unternehmen	-	47	47
	Kapitalanlagen insgesamt	146 441	166 661	159 217
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 576	1 509	1 835
Alle Erst-VU	Anzahl der Unternehmen	-	590	586
	Kapitalanlagen insgesamt	859 824	892 851	932 904
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	24 398	23 496	22 087
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	7 850	8 696	9 996
Alle VU	Anzahl der Unternehmen	-	637	633
	Kapitalanlagen insgesamt	1 006 265	1 059 512	1 092 121
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	25 974	25 005	23 922

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder



Position melden, um etwa 970 Millionen Euro reduziert haben. Möglicherweise sind auch die Meldungen an die BaFin nicht ganz vollständig. Außerdem fehlen die Angaben der Rückversicherungen. Im Ergebnis bleibt dennoch festzuhalten, dass sich der in den letzten Jahren beobachtete Trend der Versicherungen, den Abbau von Immobilien-Direktanlagen durch Aufstockung von Immobilien-Sondervermögen weitgehend auszugleichen, im Jahr 2004 nicht fortgesetzt hat.

Zwei Anlegergruppen haben ihre Beteiligung an Immobilien-Spezialfonds in 2004 reduziert: die Kreditinstitute um 19 Prozent auf 175 Millionen Euro und die ausländischen Anleger um 56 Prozent auf 404 Millionen Euro. Dies bedeutet jedoch nicht, dass sich diese Anlegergruppen vom Offenen Immobilienfonds abwenden. Vielmehr beruht der Rückgang in beiden Fällen darauf, dass Spezialfonds in Publikumsfonds umgewandelt wurden. Rechnet man die entsprechenden Beträge heraus, so haben sich die Kreditinstitute um 125 Prozent auf 272 Millionen Euro gesteigert. Die ausländischen Anleger verzeichnen nur einen geringen Rückgang um 3,9 Prozent auf 885 Millionen Euro. Die Bundesbank hat für die Kreditinstitute mit 196 Millionen Euro und für die Ausländer mit 1014 Millionen Euro jeweils einen etwas höheren Betrag errechnet.

### Zukunftsaussichten

Immobilien-Spezialfonds haben sich als Anlagevehikel für die Verwaltung von Immobilien-Portfolios institutioneller Anleger etabliert und werden auch in Zukunft in zunehmendem Umfang genutzt werden. Konkurrenz haben sie von Publikumsfonds, die institutionelle Anleger aufnehmen oder ausschließlich für diese Gruppen aufgelegt werden. In diesem Konkurrenzkampf wird es keinen Gewinner geben, denn meist sind es die gleichen Anbieter, die dem jeweiligen Anleger das im Einzelfall besser passende Instrument vorschlagen können.

REITs werden nur dann eine Gefahr werden, wenn sie gegenüber den Immobilien-Spezialfonds mit steuerlichen Vorteilen ausgestattet werden. Eine Regelung dieses Instruments im Investmentgesetz wäre einfach umzusetzen und böte gleichzeitig dem Gesetzgeber jede erdenkliche Gestaltungsmöglichkeit. Der Immobilien-Spezialfonds bietet sich interessierten Anlegern weiterhin als hervorragendes Anlageinstrument an und wird mal stärker und mal weniger stark wachsen. ■



PASSION FOR REAL ESTATE.

ISIN DE0006205701

**Immobilien faszinieren seit über 2000 Jahren, die Börse seit gut 300.** Mit Aktien der IVG Immobilien AG profitieren Sie von beidem: Wir betreuen Immobilien-Investments von 16 Milliarden Euro in den Geschäftsfeldern Portfoliomanagement, Projektentwicklung und Immobilienfonds. Die Investitionen von IVG konzentrieren sich auf Büroimmobilien und Businessparks in den bedeutenden Metropolen und Wachstumszentren in Europa. Mit gesicherten Mieteinnahmen und einer profitablen Buy-and-Sell-Strategie erarbeiten wir seit Jahren stabile Erträge. Von den Erfahrungen unserer europäischen Managementteams profitieren auch die offenen und geschlossenen Immobilienfonds der IVG-Gruppe. [www.ivg.de](http://www.ivg.de)

IVG IMMOBILIEN

Bitte senden Sie mir folgendes Informationsmaterial zu:

**Geschäftsbericht 2004**

**Plan – das Investmagazin der IVG Immobilien AG**

**Informationen zu Immobilienfonds**

**IVG Immobilien-Barometer Europa**

Firma

Vor- und Nachname

Straße, Haus-Nr. oder Postfach

PLZ, Ort

**Senden Sie uns diese Seite per Fax an: 0228-844-338**  
**oder per Post an: IVG Immobilien AG · Kommunikation · Zanderstraße 5-7 · 53177 Bonn**  
**Gerne können Sie Informationen auch per E-mail anfordern: [kommunikation@ivg.de](mailto:kommunikation@ivg.de)**