

## Schwerpunkt: Immobilien-Spezialfonds

# Neue Rekorde ohne die alte Rasan

Till Entzian

**Es geht mit dem Immobilien-Spezialfonds weiter aufwärts, schreibt der Autor und belegt dies nicht nur der reinen Anzahl an Fonds, sondern auch mit dem von den institutionellen Anlegern insgesamt investierten Volumen. Trotzdem entwickeln sich Publikumsfonds, wie bereits im Vorjahr an dieser Stelle konstatiert, immer stärker zur Alternative. Die Erwerbbarkeit durch (vermögende) Privatanleger oder der Wegfall der begrenzten Anlegerzahl kommen bei der Branche und im Markt offensichtlich gut an: Seitdem etwa die SEB Immoinvest im Jahr 2004 ihren Spezialfonds in einen Publikumsfonds umwandelte, konnte das Volumen von 17 auf über 200 Millionen Euro gesteigert werden. Eine weitere Wahlmöglichkeit könnten zukünftig auch Real Estate Investment Trusts (REITs) bieten. Das Warten auf einen Gesetzesvorschlag hat die institutionellen Immobilienanleger aus Sicht des Autors in eine gewisse Erwartungshaltung versetzt, die – zusammen mit den Turbulenzen bei einigen Immobilien-Publikumsfonds – eine leichte „Delle“ bei den Mittelzuflüssen in den ersten Monaten des laufenden Jahres hinterlassen hat. (Red.)**

Im Jahr 2005 konnten die Immobilien-Spezialfonds einer Reihe von Rekorde erzielen. So stieg die Anzahl der Fonds erstmals auf über 100 und das Nettovolumen erreichte mit 16,8 Milliarden Euro einen neuen Höchststand. Der Mittelzufluss von 2,4 Milliarden Euro wurde nur im Jahr 2002 mit 2,9 Milliarden Euro übertroffen. Die Wachstumsrate ist wie im Vorjahr angestiegen und beträgt erfreuliche 16,4 Prozent. Wenn in den vier ersten Monaten des laufenden Jahres nur 1,1 Prozent Mittelzuflüsse zu verzeichnen sind, deutet dies nicht unbedingt auf ein kurz bevorstehendes Ende des erst zwei Jahre alten positiven Trends hin.

### Saisonale Schwankungen

Aus der Abbildung 2 ist ersichtlich, dass es auch beim Immobilien-Spezialfonds so etwas wie ein „Weihnachtsgeschäft“ gibt. Dieses dürfte dadurch verstärkt werden, dass manche institutionelle Anleger in den letzten Jahren zunächst die Entwicklung des immer wieder versprochenen Gesetzesentwurfs zu REITs abwarten, um eventuelle Vor- und Nachteile gegenüber einem Offenen Investmentfonds abwägen zu können. Beim Ausbleiben des Gesetzesentwurfs wenden sich diese Anleger zum Jahresende dann doch dem Spezialfonds zu.

Ein nicht unerheblicher Teil von Anlegern wählt an Stelle des Immobilien-Spezial-

fonds den Immobilien-Publikumsfonds, der von manchen als „Offener Fonds“ bezeichnet wird, so als wäre der Spezialfonds kein Offener Fonds. Daher sei an dieser Stelle noch einmal ausdrücklich klargestellt, dass auch der Immobilien-Spezialfonds ein „Offener Fonds“ und eben kein Geschlossener Fonds ist. Der Offene Fonds zeichnet sich dadurch aus, dass Anleger das Recht zur Rückgabe der Anteilscheine zum Nettoinventarwert haben. Dieses Recht steht auch dem Inhaber von Spezialfonds gesetzlich zu.

In der Praxis muss der Spezialfondsanleger natürlich berücksichtigen, ob die Liquidität des Fonds ausreicht, um das Rückgabeverlangen zu bedienen. Genügt die Liquidität hierfür nicht, braucht und wird die KAG die Anteile bis zur Veräußerung der notwendigen Anzahl von Immobilien nicht zurücknehmen. Diese Regelung ist gesetzlich für Spezial- und Publikumsfonds in gleicher Weise vorgesehen. Nach 40 Jahren täglicher Rückgabemöglichkeit mussten die Anleger von Publikumsfonds im vergangenen Januar zum ersten Mal erfahren, dass diese Regelung nicht nur im Gesetz steht, sondern auch tatsächlich zur Anwendung kommen kann.

### Der Autor

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

Interessanterweise geschah dies nur deshalb, weil eine Ratingagentur die Möglichkeit zur Anwendung dieser Regelung zum Anlass nahm, eine dramatische Verkaufsempfehlung medienwirksam zu verbreiten. Inwiefern die Weigerung der betroffenen KAG eine Rolle gespielt hat, eine so genannte „Lizenzvereinbarung“ mit der Ratingagentur für einen Preis im eher oberen fünfstelligen Bereich abzuschließen, wird sich vermutlich niemals klären lassen. Allerdings ist auffällig, dass die KAGen mit einer derartigen Vereinbarung im Durchschnitt eine Verbesserung des Ratings und eine Verbesserung bei den Kauf- und Verkaufsempfehlungen erfahren haben, während die KAGen ohne Lizenzvereinbarung im Durchschnitt jeweils eine Verschlechterung hinnehmen mussten. Honi soit qui mal y pense.

### Publikumsfonds speziell für institutionelle Anleger

Als Alternative zu Spezialfonds werden in zunehmendem Maße Publikumsfonds eingesetzt, die speziell für institutionelle Anleger aufgelegt werden. Ein Vorteil des Publikumsfonds ist die Erwerbbarkeit durch Privatanleger. Seit die SEB Immoinvest im Jahr 2004 ihren zuvor recht kleinen Spezialfonds in einen Publikumsfonds umwandelte und dadurch für vermögende Privatanleger öffnete, konnte sie das Volumen von 17 auf über 200 Millionen Euro steigern. Ein weiterer Vorteil ist, dass die zahlenmäßige Begrenzung der Anleger entfällt.

Diese ist zwar durch das Investmentgesetz von zehn auf 30 Anleger angehoben worden, und die Begrenzung konnte schon immer durch die Bildung von Personengesellschaften umgangen werden. Dennoch scheint zuweilen der Wunsch zu bestehen, den Zugang zu einem Fonds mehr als 30 institutionellen Anlegern zu öffnen. Dass nach den angelsächsisch geprägten neuen Bilanzierungsmethoden der IFRS bei einem Spezialfonds die Gefahr einer zwingenden Konsolidierung eher als bei einem Publikumsfonds droht, mag ebenfalls eine Rolle spielen.

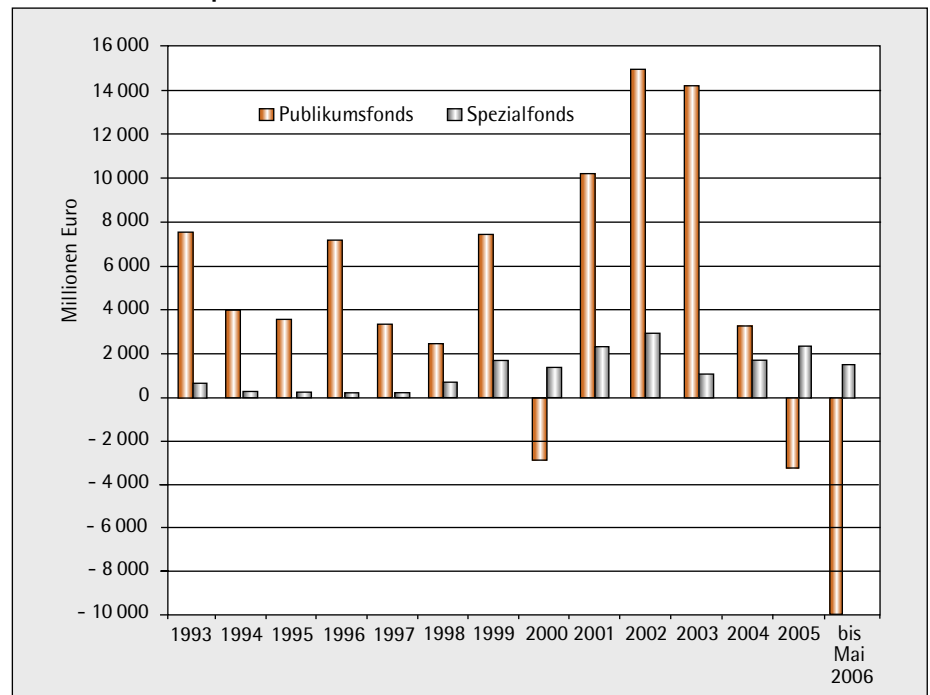
Das zusammengezählte Vermögen von institutionellen Anlegern in Spezial- und Publikumsfonds beträgt nach den Ergebnissen der Umfrage immerhin 25,2 Milliarden Euro, davon 8,5 Milliarden Euro in Publikumsfonds. Rechnet man die 0,9 Milliarden Euro hinzu, die von zwei Fondsgesellschaften im Rahmen der so genannten „freien Portfolioverwaltung“

gemanagt werden, summieren sich die von den Immobilien-KAGen verwalteten institutionellen Anlagegelder auf 26,1 Milliarden Euro. Bei der Anlage in den Publikumsfonds wurden bewusst solche Beträge nicht mitgerechnet, die bei vermehrten Rückgaben zur Stützung des Fonds zum Beispiel in den Eigenbestand der Mutterbanken genommen wurden.

Davon unabhängig dürfte das tatsächliche Volumen der institutionellen Gelder in Publikumsfonds noch höher liegen, denn nur neun Gesellschaften haben entsprechende Angaben gemacht. Mehrere Gesellschaften haben dagegen erklärt, über keine derartigen Informationen zu verfügen beziehungsweise positiv zu wissen, dass in Publikumsfonds keine institutionellen Anleger investiert sind. Tatsächlich dürfte es für eine KAG schwierig sein, zu erfahren, ob ein Kreditinstitut die Anteile am Publikumsfonds für den Eigenbestand oder im Kundenauftrag abrufen.

Auch kommt es vor, dass ein Kreditinstitut die Anteile zunächst für den Eigenbestand abrufen, jedoch mit dem Ziel der Weiterveräußerung an Privatanleger. Werden die Anlagekonten dagegen von der KAG (oder etwa von der Depotbank) geführt, kann die Herkunft der Gelder genau bestimmt werden.

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



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Das Gleiche gilt bei Publikumsfonds, die speziell für institutionelle Gelder aufgelegt werden, sowie im Fall von Dachfonds und anderen Anlegern, die zur Erlangung bevorzugter Konditionen mit

der KAG Kontakt aufnehmen. Die trotz der etwas ungewissen Datenbasis ermittelten 8,5 Milliarden Euro stellen 33,6 Prozent des gesamten institutionellen Kapitals dar, das in Offenen Investment-

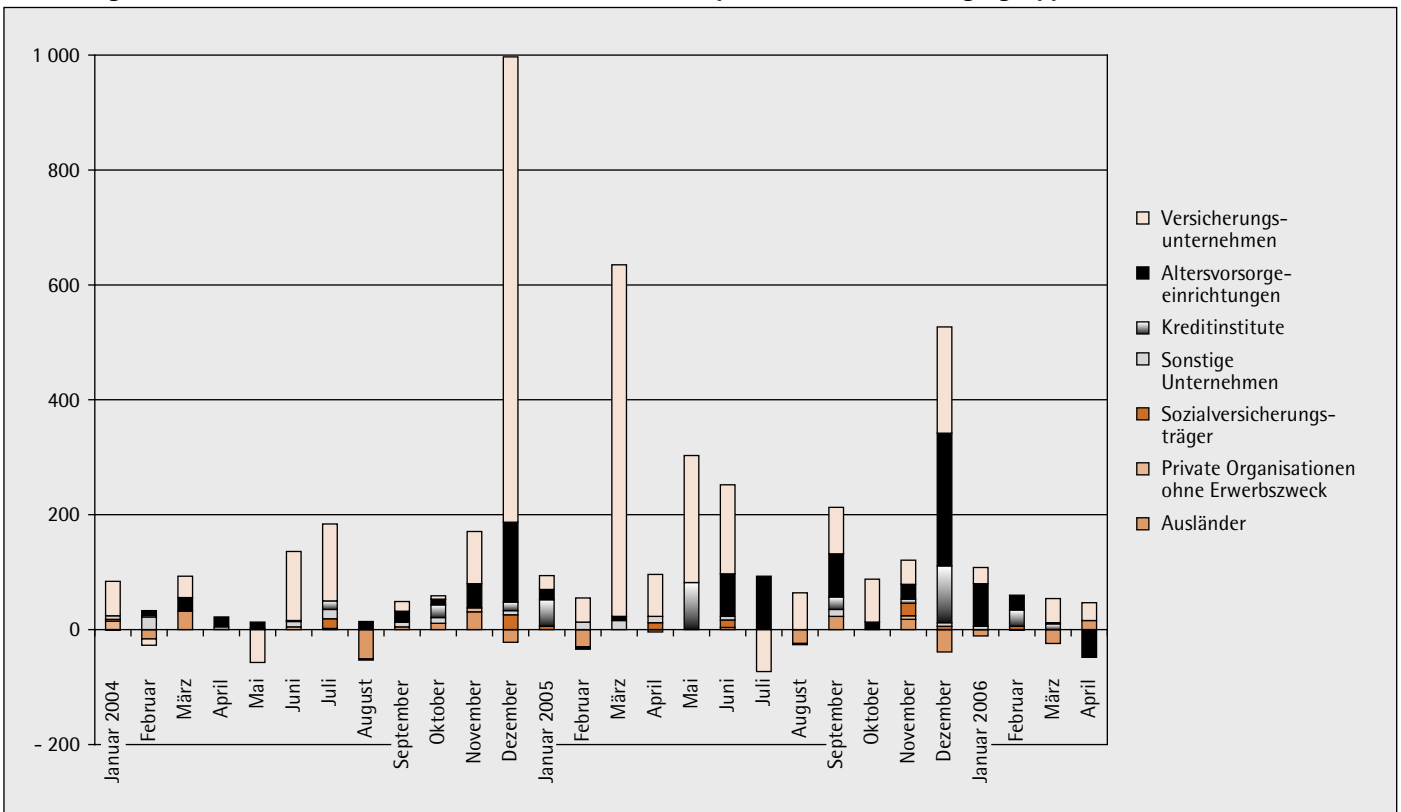
**Tabelle 1: Anzahl und Volumen der Immobilien-Spezialfonds**

	2005			2004			2003		
	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %	Anzahl	Fondsvolumen in Mill. Euro	Marktanteile in %
Aachener Grundvermögen	4	870,6	5,2	3	845,6	5,9	3	787,0	5,9
Aareal KAG	2	641,3	3,8	1	0,0	0,0	-	-	-
AIK	8	718,0	4,3	7	632,0	4,4	6	450,0	3,4
Axa	5	726,1	4,4	5	722,0	5,0	4	560,0	4,2
CGS	6	610,2	3,7	5	451,0	3,1	4	323,0	2,4
DB Real Estate Spezial Invest	4	528,2	3,2	4	455,0	3,2	2	295,0	2,2
Defo	1	110,4	0,7	1	150,0	1,0	1	169,9	1,3
Deka-Immobilien	7	847,0	5,1	7	868,0	6,0	6	814,6	6,1
Difa	1	282,8	1,7	1	305,0	2,1	1	319,0	2,4
Gerling Investment	1	198,4	1,2	1	144,0	1,0	1	103,3	0,8
Hansainvest	2	1 251,5	7,5	2	1 212,0	8,4	2	1 103,0	8,3
iii-Investments	7	2 262,1	13,6	7	2 332,0	16,2	6	2 237,0	16,8
KanAm	0	0,0	0,0	1	0,0	0,0	-	-	-
LB Immoinvest	10	507,3	3,0	6	233,0	1,6	2	85,3	0,6
Morgan Stanley	1	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
Meag Munich Ergo Real Estate	5	785,2	4,7	5	665,0	4,6	4	681,0	5,1
Oppenheim Immobilien-KAG	28	5 622,9	33,7	26	5 046,0	35,0	27	5 224,3	39,3
Quantum	0	0,0	0,0	-	-	-	-	-	-
SEB Immoinvest	-	-	-	-	-	-	1	17,0	0,1
TMW	3	165,0	1,0	2	71,0	0,5	-	-	-
Warburg-Henderson	4	414,6	2,5	3	171,0	1,2	3	50,8	0,4
UBS (vorher: Siemens)	1	36,2	0,2	1	17,0	0,1	-	-	-
Westinvest	1	90,6	0,5	1	91,0	0,6	1	73,0	0,5
<b>Insgesamt</b>	<b>101</b>	<b>16 668,4</b>	<b>100,0</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>

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

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 2: Monatliches Mittelaufkommen von Immobilien-Spezialfonds nach Anlegergruppen



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

fonds investiert ist. Im Vorjahr waren es 6,1 Milliarden Euro beziehungsweise 29,8 Prozent.

Mit Spannung wird der Gesetzesvorschlag erwartet, den das BMF zuletzt für Anfang September angekündigt hat. Der Diskussionsverlauf der letzten Monate hat gezeigt, dass die Einführung von REITs vor allem ein steuergetriebenes Thema ist, wobei es um zwei Punkte geht, die laufende Besteuerung und der gewünschte „Anschub-Vorteil“. Bei Gestaltung der laufenden Besteuerung wird befürchtet, dass die Erträge der REITs als Dividendenerträge unsteuerter ins Ausland abfließen, obwohl es sich wirtschaftlich um Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung (VuV) handelt, die wegen der Belegenheit der Grundstücke in Deutschland versteuert werden müssten.

Es werden unterschiedliche Lösungsmöglichkeiten diskutiert, um dieser Gefahr entgegenzuwirken. Das so genannte „Einheitsmodell“ (die vom REIT gezahlten Dividenden werden als in Deutschland steuerpflichtig definiert) könnte eine Änderung sämtlicher zwischen der Bundesrepublik und anderen Staaten abgeschlossenen Abkommen zur Vermeidung der Doppelbesteuerung (DBA) erforderlich machen.

Das „Trennungsmodell“ (der REIT als Aktiengesellschaft besitzt nicht die Immobilien, sondern verwaltet diese lediglich in Form von Sondervermögen; der Anleger erwirbt eine REIT-Aktie gemeinsam mit einem Anteil am Sondervermögen; die Ausschüttungen des Sondervermögens sind keine Dividenden gemäß DBA) wirft eine Vielzahl von aktien- und gesellschaftsrechtlichen Fragen auf. So wäre zum Beispiel unklar, was geschieht, wenn der Anleger – gegebenenfalls unter Verstoß gegen die Satzung oder Emissionsbedingungen – seine REIT-Aktie an eine andere Person veräußert als seinen Anteil am Sondervermögen.

Eine weitere Lösung wäre die Integration des REIT in das Investmentgesetz, das bereits die meisten notwendigen Regelungen bereithält. Diese Lösung wäre wohl die eleganteste, sie wird aber nicht mehr diskutiert. Offenbar scheuen die Verfechter der REITs, dass diese in die Nähe solcher hochregulierten Produkte wie den Offenen Immobilienfonds gerückt werden könnten.

#### Anschub zum Erfolg

Nachdem die Hedgefonds mit ihrem Volumen weit hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückgeblieben sind, sol-

len REITs nur eingeführt werden, wenn ihr Erfolg so gut wie sicher ist. Daher wird – mit großem Wohlwollen der künftigen Akteure – eine Art steuerlicher Anschub-Vorteil diskutiert. Insbesondere wird daran gedacht, dass die bisherigen Besitzer von Immobilien beziehungsweise Immobilien-Portfolios diese an einen REIT verkaufen dürfen, ohne ihre stillen Reserven versteuern zu müssen. Als 2001 das Körperschaftssteuersystem umgestellt wurde, konnten plötzlich alle Körperschaften ihre Aktien veräußern, ohne die zum Teil über Jahrzehnte angesammelten stillen Reserven versteuern zu müssen.

Anders als bei Aktien entstehen die stillen Reserven bei Immobilien nicht nur durch Wertsteigerungen, sondern auch durch steuerlich wirksame Abschreibungen auf die Gebäude. Dennoch wäre die Situation für die Immobilienbesitzer vergleichbar mit der der Aktienbesitzer vor fünf Jahren. Dabei gibt es auch die Überlegung, diesen Vorteil an Bedingungen zu knüpfen, wie etwa, dass die Immobilien nur gegen Anteile am REIT getauscht werden dürfen und die spätere Veräußerung dieser Anteile versteuert werden muss.

Ob ein solcher Vorteil überhaupt eingeführt wird, wie er genau ausgestaltet

wird, ob er nur für die Veräußerung an REITs oder auch für die Veräußerung an andere Vehikel wie die Offenen Immobilienfonds vorgesehen wird und nicht zuletzt wie eine mögliche Ungleichbehandlung der verschiedenen Vehikel gerechtfertigt werden könnte, bleibt mit Spannung abzuwarten. Die grundsätzliche Notwendigkeit der REITs ist eine Frage, die ebenfalls nicht mehr diskutiert wird. Dennoch sei sie an dieser Stelle noch einmal angesprochen. Bei den Vermögensgegenständen, die von den REITs erworben werden sollen, handelt es sich um die gleichen Immobilien, die auch von Offenen Immobilien Fonds erworben werden dürfen. Die Wertentwicklung dieser Vermögensgegenstände hängt sicherlich nicht davon ab, ob sie sich in

einem REIT oder in einem Fonds befinden. Für den Anleger bedeutet dies, dass er die gleiche Wertentwicklung entweder in einem Fonds mit einer sehr gleichmäßigen Anteilpreisentwicklung oder in einem REIT mit einem volatilen Börsenkurs erhalten kann.

Teilweise wird die Annahme vertreten, allein der Börsenkurs spiegelt den wahren Wert wider. Aber über den Verkauf einer Immobilie oder eines Immobilienportfolios wird normalerweise über einen längeren Zeitraum verhandelt, und der Kaufpreis wird sicher nicht in den letzten zwei Minuten vor der notariellen Unterschrift an das aktuelle Börsengeschehen angepasst. Insofern entwickelt sich der Börsenkurs sehr unabhängig von tat-

sächlichen Transaktionen der zugrunde liegenden Vermögensgegenstände und ist daher systematisch falsch. Offenbar wünschen sich jedoch einige institutionelle Anleger genau einen solchen Börsenkurs und ein weitestgehend unreguliertes Produkt.

REITs eignen sich – besser als Offene Immobilienfonds – auch für ein Geschäftsmodell, das wir momentan erstmals in Deutschland beobachten können: Große Immobilienbestände werden mit einem sehr hohen Fremdfinanzierungshebel erworben, um dann über die Veräußerung an der Börse einen Gewinn zu erzielen. Wenn es gelingt, Analysten und Anleger davon zu überzeugen, dass der Wert der Immobilien nicht beim ur-

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

Immobilien-Publikumsfonds						Immobilien-Spezialfonds						
Mittelaufkommen		Ø-Volumen pro Fonds in Mill. Euro	Fondsvolumen		Anzahl	Jahr	Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen pro Fonds in Mill. Euro	Mittelaufkommen	
in %*	in Mill. Euro		in %*	in Mill. Euro				in Mill. Euro	in %*		in Mill. Euro	in %*
75,0	383	485	89,0	4 360	9	1985	7	555	11,0	79	130	25,0
62,0	252	685	88,0	8 216	12	1989	9	1 108	12,0	123	152	38,0
-	- 65	655	95,0	9 180	14	1990	7	476	5,0	68	69	-
92,0	7 524	1 508	94,0	22 627	15	1993	9	1 443	6,0	161	620	8,0
98,0	7 133	2 530	95,0	37 950	15	1996	13	2 144	5,0	165	175	2,0
95,0	3 291	2 589	95,0	41 428	16	1997	16	2 303	5,0	144	185	5,0
78,0	2 398	2 593	94,0	44 084	17	1998	21	2 951	6,0	141	661	22,0
82,0	7 395	2 854	92,0	51 363	18	1999	31	4 618	8,0	149	1 659	18,0
-	- 2 824	2 447	88,0	48 931	20	2000	41	6 387	12,0	156	1 338	-
82,0	10 159	2 693	87,0	59 249	22	2001	49	8 778	13,0	179	2 274	18,0
83,8	14 916	3 105	86,4	74 513	24	2002	60	11 726	13,6	195	2 876	16,2
93,0	14 166	3 024	87,0	87 703	29	2003	75	13 485	13,0	180	1 039	7,0
66,0	3 245	2 669	86,0	90 757	34	2004	86	14 400	14,0	167	1 695	34,0
-	- 3 186	2 281	84,0	86 686	38	2005	101	16 838	16,0	167	2 361	-

Quelle: Deutsche Bundesbank

\* bezogen auf alle Offenen Fonds

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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

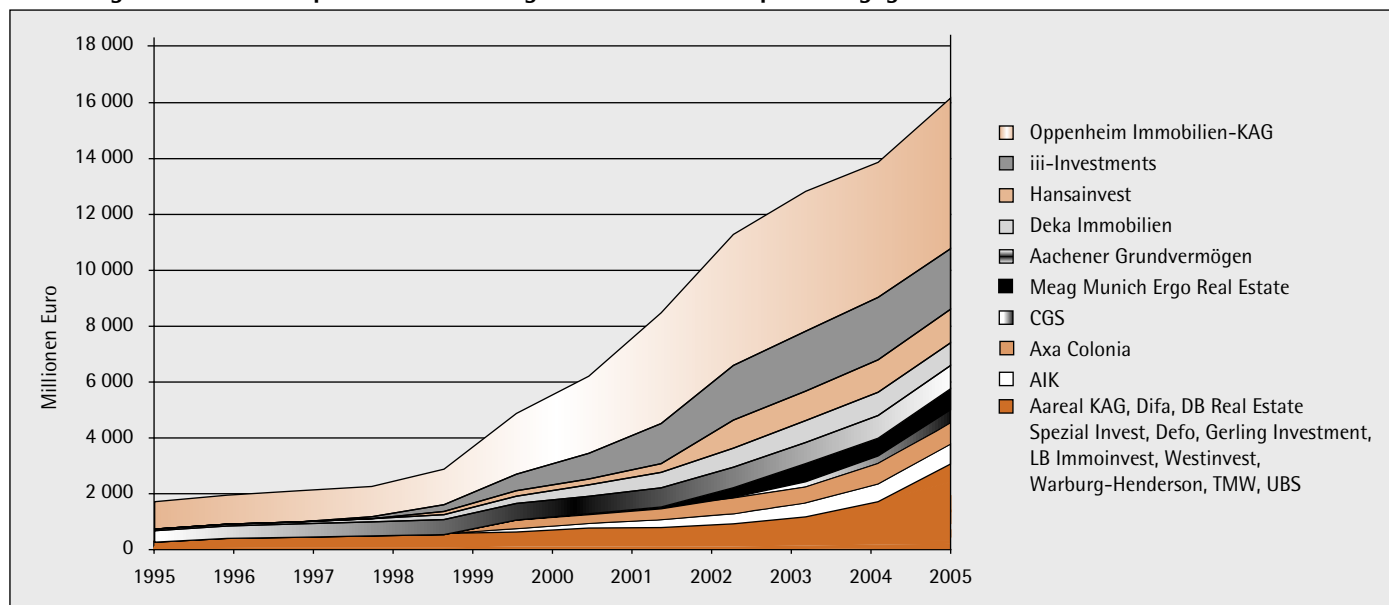
	bis Mai 2006	2005	2004	2003	2002	2001
	in Millionen Euro					
Inländer insgesamt*	1 584	2 416	1 707	972	2 749	1 969
Kreditinstitute	1 338	256	62	66	49	26
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	148	1 501	1 205	805	2 575	1 854
Altersvorsorgeeinrichtungen	86	530	285	0	0	0
Sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	6	64	78	71	54	18
Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten	6	59	46	7	18	19
Private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	0	6	31	23	53	52
Ausländer gesamt	- 66	- 51	- 10	68	128	310
<b>Gesamtes Mittelaufkommen*</b>	<b>1 518</b>	<b>2 365</b>	<b>1 697</b>	<b>1 040</b>	<b>2 877</b>	<b>2 279</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank

\*Abweichungen in der Summe durch Rundungen möglich

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 3: Immobilien-Spezialfonds-Vermögen der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

sprünglichen Kaufpreis, sondern gerade einmal fünf Prozent höher liegt, bedeutet dies für den Initiator bei einem Hebel von zehn, einen Gewinn von 50 Prozent.

Weitere Nutznießer der Einführung von REITs wären voraussichtlich die Besitzer von Immobilien beziehungsweise Immobilienportfolios, die einen eventuell vorgesehenen steuerlichen Vorteil bei der Veräußerung an einen REIT ausnutzen könnten. Ferner könnten durch Veräußerung über die Börse möglicherweise höhere Preise erzielt werden. Schließlich hätte die Beratungsbranche von Maklern, Investmentbanken und Anwälten ein neues voraussichtlich gut bezahltes Betätigungsfeld. Börsen könnten auf mehr Liquidität im REIT-Segment hoffen.

#### Neue Regeln für Publikumsfonds noch einmal überdenken

Unter dem öffentlichen Druck der Ereignisse haben die Immobilien-KAGen Anfang des Jahres eine Reihe von zusätzlichen Regelungen vorgestellt, die helfen sollen, in Zukunft die tägliche Rückgabemöglichkeit sicherzustellen. Ein Teil dieser Regeln soll über Selbstverpflichtungen der Gesellschaften und ein anderer Teil durch den Gesetzgeber eingeführt werden. Es bleibt zu hoffen, dass einige dieser Regelungen noch einmal in Ruhe überdacht werden.

So soll die Liquidität der Fonds nicht mehr zwischen mindestens fünf Prozent und höchstens 49 Prozent des Fondsvermögens schwanken dürfen (vergleiche

InvG), sondern nur noch zwischen zehn Prozent und 40 Prozent. Während es nachvollziehbar ist, den Anteilvertrieb bereits vor Erreichen der 49 Prozent-Höchstgrenze zurückzufahren (die Anleger wollen schließlich einen Immobilienfonds und keinen halben Rentenfonds), führt die zehn Prozent-Mindestgrenze zu einer schlechteren Wertentwicklung. Denn die Zinsen für kurzfristig angelegte Gelder liegen aktuell – wie meistens – unter der Rendite eines Immobilienportfolios.

Weiter sollen die Anschaffungsnebenkosten „aktiviert“ und über einen Zeitraum von zehn Jahren abgeschrieben werden. Hierdurch soll vermutlich der Kritik an den so genannten „Einwertungsgewinnen“ entgegengewirkt werden. Letzterer ergibt sich, wenn nach der ersten Bewertung durch den Sachverständigenausschuss der Verkehrswert über dem Kaufpreis liegt. Die Kritiker dieses Effekts fordern, dass der Wertzuwachs nicht jenen Anlegern zu Gute kommt, die im Moment des Immobilienerwerbs Anteile des Immobilienfonds halten, sondern jenen Anlegern, die irgendwann später investiert sind. Dabei wird argumentiert, dass der tatsächliche Wert der Immobilie dem tatsächlich gezahlten Kaufpreis entspricht, genauso wie sich der Börsenkurs einer Aktie aus tatsächlich getätigten Transaktionen ergibt.

Nicht berücksichtigt wird dabei, dass auch an der Börse der Käufer grundsätzlich mehr bezahlt als der Verkäufer erhält (Transaktionskosten). Außerdem wird ein Vermögensgegenstand nur dann

erworben, wenn der Käufer diesem Gegenstand einen höheren Wert als dem Kaufpreis beimisst. Die Kritik an der Entstehung von Einwertungsgewinnen ist daher nicht haltbar. Die vom BVI vorgeschlagene Gegenmaßnahme sollte nochmals darauf überprüft werden, ob nicht möglicherweise die Anschaffungsnebenkosten von den falschen Anlegern getragen werden.

#### Selbstverpflichtung der Investmentgesellschaften

Ebenso sollte die Selbstverpflichtung der Investmentgesellschaften zur Veröffentlichung der Einzelwerte für alle in den Fonds enthaltenen Immobilien überprüft werden. Sun Zi erklärt in seiner „Kunst der Kriegsführung“ sehr anschaulich, wie vorteilhaft möglichst viele Informationen über den Gegner sind und wie vorteilhaft es ist, wenn dieser möglichst wenig Informationen hat. Diese Regel gilt nicht nur im Krieg, sondern auch im Geschäfts- und sogar im Privatleben, nur im Verhältnis zwischen den Offenen Immobilienfonds einerseits und den Maklern und Käufern der in den Fonds befindlichen Objekte andererseits soll diese Regel nicht gelten?

Gefordert wird das nur von offensichtlich interessierter Seite sowie von solchen Fondsgesellschaften, die sich bereits zur Veröffentlichung der Einzelwerte entschieden haben. Als Argument wird herangeführt, dass zum Beispiel alle Geschlossenen Immobilienfonds die Kaufpreise und Verkehrswerte im Einzel-

nen publizieren würden. Diesem Argument ist allerdings entgegenzuhalten, dass es den meisten Initiatoren Geschlossener Fonds vor allem auf die gebührende Platzierung ankommt und das Anlegerinteresse ohnehin eine untergeordnete Rolle spielt. Und da die Geschlossenen Fonds in keiner Weise reguliert sind, ist eine detaillierte Veröffentlichung der Bewertungen auch die einzige Möglichkeit, potenzielle Anleger von der Werthaltigkeit der ihnen angebotenen Anteile zu überzeugen. Bei den Offenen Immobilienfonds ist dies nicht erforderlich, weil die Sachverständigen nach den gesetzlichen Bestimmungen einen vernünftigen Verkehrswert festlegen, in den die Anleger vertrauen können.

Ein weiteres Argument gegen die Veröffentlichung der Einzelwerte ist das Vertrauen der Anleger in die Fortführung der bisherigen Praxis. Geht eine KAG nunmehr dazu über, die Einzelwerte zu „verraten“, könnte sie sich gegenüber Anlegern schadensersatzpflichtig machen, was jedoch an der praktischen Hürde der Ermittlung eines tatsächlichen Schadens scheitern wird.

**Das Problem der Bewertung**

Vermutlich wären die Probleme der Publikumsfonds nicht oder nicht in dem gleichen Umfang aufgetreten, wenn nicht vermehrt Zweifel an der Richtigkeit der angesetzten Verkehrswerte der Immobilien aufgetreten wären. Ein Aspekt dieser Diskussion ist die Kritik an der von

**Tabelle 4: Wachstum der Fondsvermögen nach KAG**  
– aktualisiert per 31. Dezember 2005 –

	2005	2004	2003
	in Prozent		
Aachener Grundvermögen	3,0	7,4	2,9
Aareal KAG	6,4	von Null kommend	-
AIK	13,6	40,4	25,3
Axa Colonia	0,6	28,9	0,0
CGS	65,7	39,6	158,4
DB Real Estate Spezial Invest	15,0	54,2	19,0
Defo	- 26,7	- 11,7	- 0,6
Deka Immobilien	- 2,4	6,6	14,9
Difa	- 7,7	- 4,4	1,6
Gerling Investment	37,7	39,4	443,7
Hansainvest	3,3	9,9	4,8
iii-Investments	- 3,0	4,2	9,6
IVG	-	- 100,0	von Null kommend
KanAm	- 100,0	von Null kommend	-
LB Immoinvest	117,7	173,2	124,5
Morgan Stanley	0,0	-	-
Meag Munich Ergo Real Estate	18,1	- 2,3	86,6
Oppenheim Immobilien-KAG	11,4	- 3,4	6,8
Quantum	0,0	-	-
SEB Immoinvest	-	- 100,0	41,7
TMW	133,5	von Null kommend	-
UBS Real Estate	112,9	von Null kommend	-
Warburg-Henderson	142,5	236,6	262,9
Westinvest	5,8	24,7	65,9

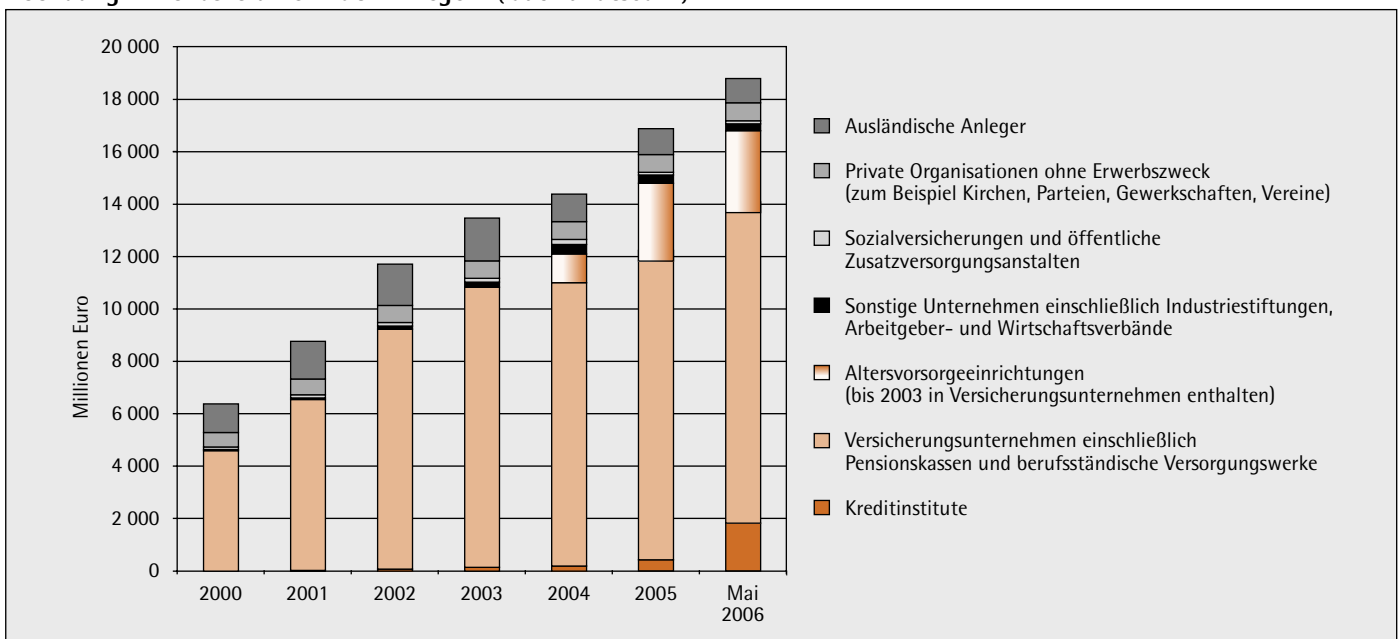
Quelle: Eigene Recherchen und BVI-Statistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

den Sachverständigen verwendeten Verkehrswertmethode. Dieser Methode, die auf einer geschätzten „nachhaltig erzielbaren Miete“ aufbaut, wurde sogar in dieser Zeitschrift vorgeworfen, es handle sich um den „Blick in eine Glaskugel“.

Als viel bessere und präzisere Methode wurde das „Discounted Cash-Flow-Verfahren“ (DCF) hervorgehoben. Vom Ansatz her erscheint das DCF-Verfahren tatsächlich einfacher verständlich und nachvollziehbarer zu sein, denn es wer-

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



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

den sämtliche künftigen Erträge und Ausgaben aufgelistet und abgezinst. Die Summe der abgezinsten künftigen Zahlungsströme stellt den Wert der Immobilie dar (Unternehmen können nach dem gleichen Prinzip bewertet werden). Hierzu müssen die künftigen Mieten, die künftigen Instandhaltungsaufwendungen, sonstige künftige Aufwendungen und selbst der künftige Verkaufspreis (!) geschätzt werden. Fast scheint es, als benötige der Verwender des DCF-Verfahrens einen ganzen Schrank voller Glaskugeln,

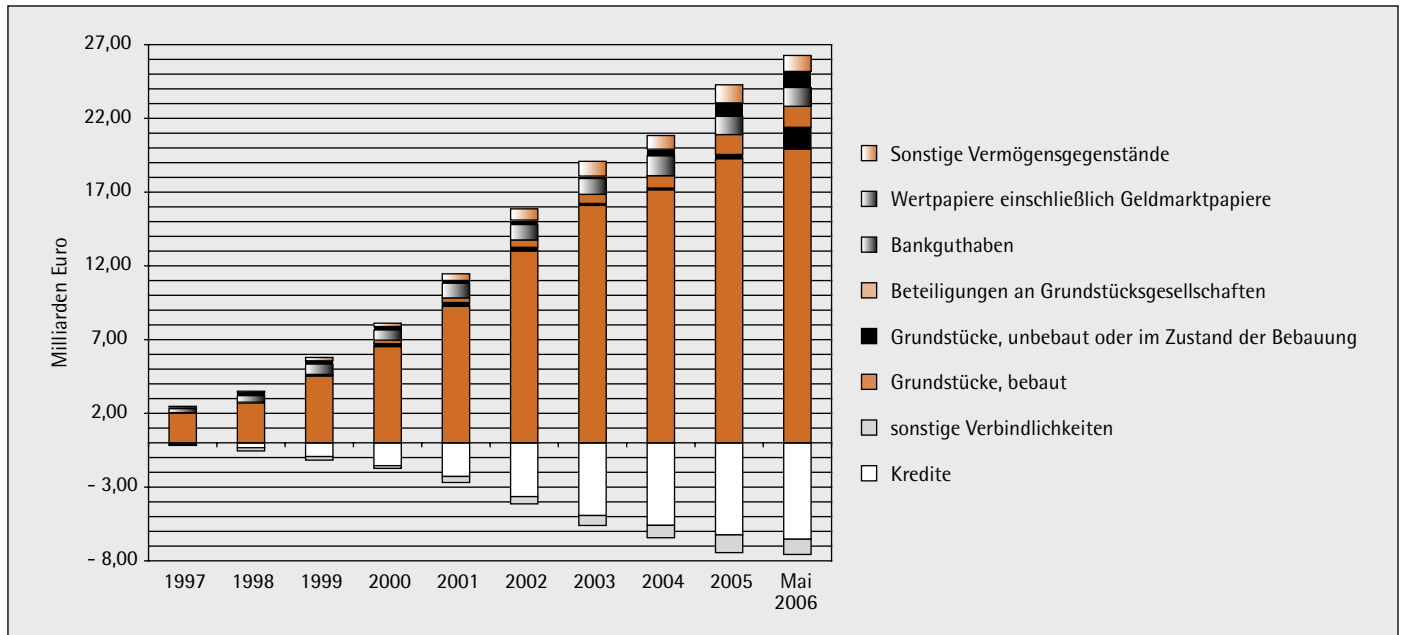
wo der Verkehrswertermittler mit einer einzigen auskommt.

Dies ist jedoch nicht richtig, denn auch bei der Verkehrswertermittlung fließen eine Vielzahl von Annahmen in die Bewertung der Immobilie ein. Manche Gesellschaften berichten, sie würden das DCF-Verfahren zur Erprobung der Verkehrswertermittlung nach dem Bewertungsgesetz verwenden. Von erheblichen Abweichungen des Bewertungsergebnisses wurde nicht berichtet. Dies ist auch

nicht weiter überraschend, denn mit jeder Schätzmethode muss man, die richtigen Einnahmen unterstellt, zwangsläufig zum richtigen Ergebnis kommen. Selbst mit der genannten „Maklermethode“ (Jahresmiete x Vervielfältiger) kommt man zum richtigen Bewertungsergebnis, wenn man den korrekten Vervielfältiger benutzt.

Es bleibt festzuhalten, dass die Kritik am vorgeschriebenen Bewertungsverfahren nicht haltbar ist, soweit sie die mit die-

Abbildung 5: Fondsvolumen nach Anlagearten



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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

	Mai 2006		2005		2004		2003		2002		2001	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Inländer gesamt	17 798	95,2	15 876	94,3	13 351	92,7	11 850	87,9	10 148	86,5	7 339	83,6
Kreditinstitute	1 778	9,5	415	2,5	196	1,4	145	1,1	78	0,7	27	0,3
Versicherungsunternehmen (einschließlich Pensionskassen und berufsständische Versorgungswerke)	11 938	63,8	11 500	68,3	10 822	75,1	10 699	79,3	9 166	78,2	6 528	74,4
Altersvorsorgeeinrichtungen (bis 2003 in Versicherungsunternehmen enthalten)	3 047	16,3	2 893	17,2	1 097	7,6	-	-	-	-	-	-
sonstige Unternehmen (einschließlich Industriestiftungen, Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände)	255	1,4	306	1,8	364	2,5	196	1,5	119	1,0	63	0,7
Sozialversicherungen und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten	112	0,6	103	0,6	191	1,3	144	1,1	136	1,2	118	1,3
private Organisationen ohne Erwerbszweck (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, Vereine)	668	3,6	659	3,9	681	4,7	666	4,9	649	5,5	603	6,9
Ausländer gesamt	904	4,8	961	5,7	1 051	7,3	1 635	12,1	1 578	13,5	1 439	16,4
<b>Spezialfonds insgesamt (alles Ausschüttungsfonds)</b>	<b>18 702</b>	<b>100,0</b>	<b>16 837</b>	<b>100,0</b>	<b>14 402</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: Deutsche Bundesbank

arl Kandlbinder

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

	Mai 2006		Ende 2005		Ende 2004		Ende 2003	
	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
Grundstücke,	21 393,0	114,4	19 555,0	116,1	17 283,0	120,0	16 230,0	120,4
davon: bebaute Grundstücke	19 906,0	106,4	19 265,0	114,4	17 157,0	119,2	16 095,0	119,4
unbebaute und im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke, das heißt übrige Grundstücke	1 486,0	7,9	290,0	1,7	126,0	0,9	134,0	1,0
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften	1 429,0	7,6	1 347,0	8,0	829,0	5,8	618,0	4,6
Wertpapiere (inklusive Geldmarktpapiere)	1 089,0	5,8	919,0	5,5	455,0	3,2	163,0	1,2
Bankguthaben	1 276,0	6,8	1 233,0	7,3	1 343,0	9,3	1 075,0	8,0
Sonstiges Vermögen	1 080,0	5,8	1 224,0	7,3	926,0	6,4	1 001,0	7,4
Verbindlichkeiten	7 564,0	40,4	7 439,0	44,2	6 437,0	44,7	5 602,0	41,5
darunter aufgenommene Kredite	6 537,0	35,0	6 421,0	38,1	5 595,0	38,9	4 931,0	36,6
<b>Fondsvermögen insgesamt minus Verbindlichkeiten</b>	<b>18 702,0</b>	<b>100,0</b>	<b>16 839,0</b>	<b>100,0</b>	<b>14 399,0</b>	<b>100,0</b>	<b>13 484,0</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Deutsche Bundesbank, Statistische Beihefte, Kapitalmarktstatistik

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

sen Verfahren ermittelten Verkehrswerte in Zweifel zieht. Ein Wechsel zur DCF-Methode hätte allerdings den Vorteil, dass die Berechnungen leichter nachvollzogen werden können und die zugrunde liegenden Annahmen möglicherweise transparenter dargestellt werden.

**Mehr Interesse – weniger Objekte**

Viele Gesellschaften geben an, sie könnten deutlich stärker wachsen, wenn es leichter wäre, geeignete Objekte zu finden. Tatsächlich gelten die für Immobilien bezahlten Preise zurzeit als relativ hoch und Objekte, die sowohl eine bestimmte Anfangsrendite als auch einen langfristig positiven Ausblick bieten, sind relativ selten. Gleichzeitig ist das Inte-

resse institutioneller Anleger an der Immobilie als Assetklasse stark gewachsen, so dass der Wettbewerb um die interessantesten Objekte stärker geworden ist.

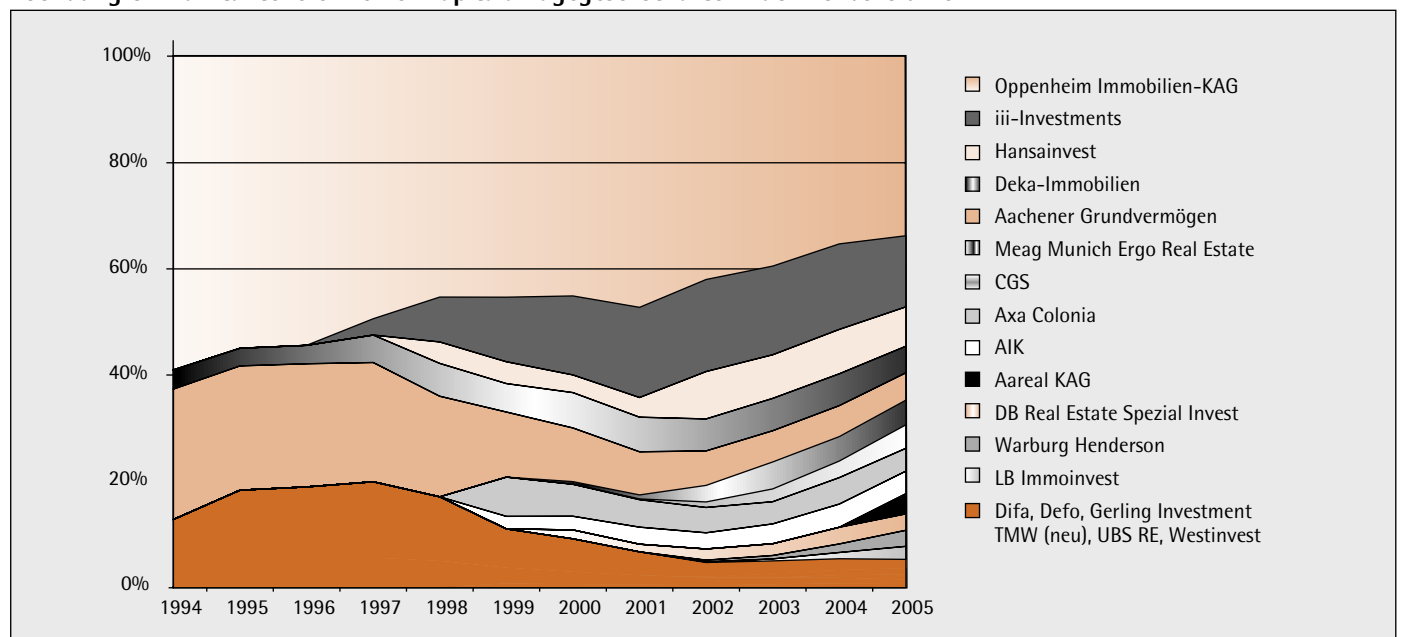
Einige Gesellschaften begegnen dieser Entwicklung durch zunehmende Konzentration auf ausländische Märkte. Zu den Vorteilen dieser Strategie gehören teilweise höhere Renditen und die größeren Diversifikationsmöglichkeiten, dem Nachteil geringerer Vertrautheit mit den örtlichen Marktgegebenheiten muss durch Einschalten eines kompetenten und verlässlichen Partners vor Ort begegnet werden.

Wie in den Vorjahren wurden 2005 zwei neue Immobilien-KAGen gegründet. Die Morgan Stanley Real Estate Investment

GmbH wurde an dieser Stelle bereits im letzten Jahr genannt. Sie startete im Oktober den ersten Spezialfonds, der zum überwiegenden Teil in Asien und zum unterwiegenden Teil in Europa investieren soll. Bis zum Jahreswechsel wies dieser Spezialfonds kein Volumen auf, während der einen Monat später aufgelegte Publikumsfonds bereits zum Jahresende 2005 die ersten 75 Millionen Euro eingesammelt hatte und inzwischen auf deutlich über 200 Millionen Euro angewachsen ist.

Auch über die Gründung der Quantum KAG wurde bereits berichtet, wenn auch ohne Namensnennung. Diese Gesellschaft bietet einen auf Wohnungen ausgerichteten Spezialfonds an, der im laufenden Jahr bereits zwei Objekte mit

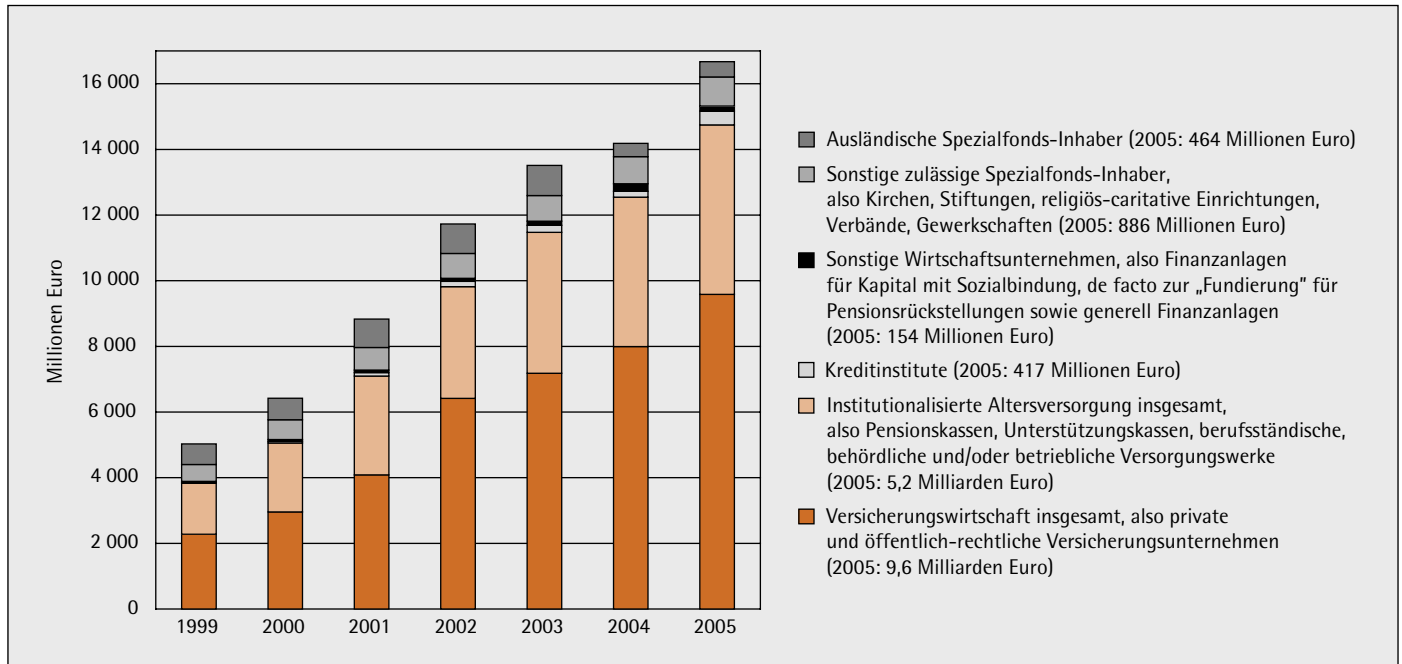
**Abbildung 6: Marktanteile einzelner Kapitalanlagegesellschaften nach Fondsvolumen**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder



Abbildung 7: Anleger von Immobilien-Spezialfonds laut Umfrage



Quelle: Deutsche Bundesbank

Alle Volumenangaben zum Jahresende

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

über 70 000 Quadratmeter erworben hat. Diese beiden Gesellschaften bestätigen damit die Entwicklung, dass neue Anbieter mit ganz konkreten Produkten an den Markt gehen. Das Konzept, einen Spezialfonds ganz nach den Wünschen des jeweiligen Kunden auszurichten, genügt offensichtlich nicht mehr als alleiniges Angebot.

Die Zahl der Immobilien-Spezialfonds erhöhte sich im Laufe des Jahres 2005 um 15 auf 101 Spezialfonds, wovon im Januar 2006 jedoch zwei Fonds geschlossen beziehungsweise in Publikumsfonds umgewandelt wurden. Im

Mai 2006 wurden drei weitere Fonds aufgelegt, so dass es momentan 102 Immobilien-Spezialfonds gibt. Innerhalb von zehn Jahren (im Dezember 1996 waren es noch zehn Immobilien-Spezialfonds) hat sich ihre Anzahl genau verzehnfacht.

So erfreulich diese Entwicklung für die KAGen ist, so verursacht sie natürlich bei der Erstellung dieser Studie von Jahr zu Jahr einen immer größeren Aufwand. Die Marktanteile wurden in den vergangenen Jahren nach dem Volumen der verwalteten Anlegergelder gemessen, das heißt nach dem Netto-

fondsvolumen, das neuerdings (und völlig deplatziert) auch als „Eigenkapital“ bezeichnet wird. Denkbar wären auch andere Bezugsgrößen wie zum Beispiel das Bruttofondsvolumen, das die Summe des gesamten investierten Kapitals beschreibt, oder zum Beispiel der Verkehrswert der in den Spezialfonds verwalteten Liegenschaften.

Für jede der genannten Bezugsgrößen gibt es gute Gründe. So spiegelt das Nettofondsvolumen die Vertriebsstärke der Fondsgesellschaft wider, das Bruttofondsvolumen das insgesamt investierte Kapital und der Wert der Liegenschaften

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

		Ende 2005		Ende 2004		Ende 2003	
		in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %	in Mill. Euro	in %
<b>I-V</b>	<b>Inländische Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>	<b>16 206</b>	<b>99,7</b>	<b>13 781</b>	<b>98,4</b>	<b>12 809</b>	<b>94,8</b>
I	VU Versicherungswirtschaft insgesamt, also private (und öffentlich-rechtliche) Versicherungsunternehmen	9 584	57,5	7 993	56,3	7 182	53,1
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	5 165	31,0	4 554	32,1	4 291	31,8
IV	Wirtschaftsunternehmen, also Finanzanlagen für Kapital mit Sozialbindung, de facto zur „Fundierung“ für Pensionsrückstellungen sowie generell Finanzanlagen (davon Kreditinstitute)	571 (417)	3,4 (2,5)	409 (175)	2,9 (1,2)	340 (216)	2,5 (1,6)
V	Sonstige zulässige Spezialfonds-Inhaber, also Kirchen, Stiftungen, religiös-caritative Einrichtungen, Verbände, Gewerkschaften	886	5,3	825	5,8	780	5,8
<b>VI</b>	<b>Ausländische Spezialfonds-Inhaber</b>	<b>465</b>	<b>2,8</b>	<b>404</b>	<b>2,8</b>	<b>921</b>	<b>6,8</b>
<b>Spezialfonds-Inhaber insgesamt</b>		<b>16 670</b>	<b>100,0</b>	<b>14 185</b>	<b>100,0</b>	<b>13 514</b>	<b>100,0</b>

Quelle: Eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

die Bedeutung der Fondsgesellschaft im Immobilienmarkt. Der Umstieg auf eine andere als die bisher benutzte Bezugsgröße hätte jedoch den Nachteil der fehlenden Historie, so dass im Rahmen dieser Studie auch künftig das Nettovolumen verwendet werden soll.

Die unterschiedlichen Wachstumsraten der einzelnen KAGen und die daraus folgenden Verschiebungen der Marktanteile sind vor dem Hintergrund einer 16,6-prozentigen Steigerung des gesamten Nettovolumens zu betrachten. Die OIK als Marktführer hatte im Laufe des Jahres 2004 noch drei Prozent ihres Nettovolumens verloren, vor allem durch Umwandlung eines Spezialfonds in einen Publikumsfonds. 2005 konnte sie das verwaltete Nettovermögen um elf Prozent steigern, so dass die OIK jetzt 5,6 Milliarden Euro verwaltet. Der Marktanteil geht dadurch um 1,6 Prozentpunkte auf 33,6 Prozent zurück.

Übrigens ergibt sich für die OIK ein Wert von knapp 40 Prozent, wenn der Wert der Liegenschaften zugrunde gelegt wird. Das abweichende Ergebnis erklärt sich dadurch, dass die OIK mehr als der Durchschnitt der übrigen Gesellschaften von der Möglichkeit der Fremdfinanzierung der Liegenschaften Gebrauch macht.

**Verschiebung der Marktanteile**

Den stärksten Gewinne verzeichnete die Aareal Immobilien KG, die bei einer Wachstumsrate von 6,4 Millionen Prozent (auch ein neuer Rekord) einen Marktanteil von 3,8 Prozent erreichte. Das Nettovolumen dieser Gesellschaft wuchs 2005 von 0,01 auf 641 Millionen Euro. Verwaltet werden zwei Spezialfonds, wobei der eine – wie bereits berichtet – in Skandinavien investiert und der andere – größere – vor allem inländische Immobilien besitzt. Jeweils 1,3 bis 1,4 Prozentpunkte gewannen die CGS (jetzt 4,4 Prozent), LB Immo Invest (jetzt 3,0 Prozent) und Warburg Henderson (jetzt 2,5 Prozent). Diese Gesellschaften konnten ihre jeweils verwaltete Nettovolumen um 66 Prozent (CGS), 118 Prozent (LB Immo) beziehungsweise 140 Prozent (Warburg) steigern.

Einen Rückgang des verwalteten Nettovolumens mussten immerhin vier Gesellschaften hinnehmen, wobei dies teilweise ohne Nettomittelrückflüsse, sondern lediglich durch zurückgehende Verkehrswerte bei gleichzeitig ausbleibendem

Neugeschäft geschehen ist. Den prozentual größten Rückgang des verwalteten Volumens hatte die Defo mit 27 Prozent zu vermelden. Der verbleibende Spezialfonds hat ein Volumen von lediglich noch 110 Millionen Euro, was einem Marktanteil von 0,7 Prozent (minus 0,4 Prozentpunkte) entspricht.

Darüber hinaus verwaltet die Gesellschaft mit dem Defo-Immobilienfonds 1 einen weiteren „Immobilien-Spezialfonds“ (fortgeführt aus der Zeit vor der KAGG-Novelle 1990) mit einem Nettovolumen von 954 Millionen Euro per Ende 2005; allerdings gehört dieser Fonds mehr als zehn Inhabern aus einem Bereich der institutionalisierten Altersversorgung und muss deshalb gesetzlich unter der Rubrik Immobilien-Publikumsfonds ausgewiesen werden, auch wenn dieser Fonds de facto nach wie vor wie ein Immobilien-Spezialfonds gemanagt

wird und also rechtlich korrekt einen Publikumsfonds mit „nicht-öffentlichem Vertrieb“ darstellt. Bei Berücksichtigung institutioneller Publikumsfonds wäre der Marktanteil der Defo entsprechend höher anzusetzen.

**Weitere Rückgänge des Fondsvolumens**

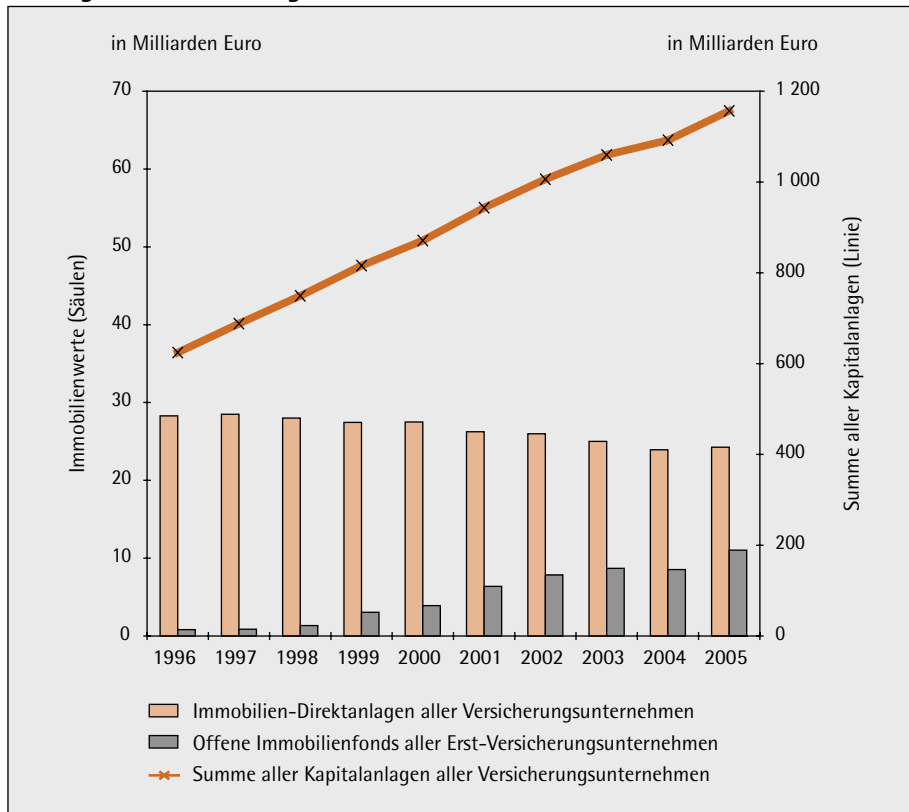
Auch die Difa hat nur noch einen Spezialfonds, dessen Volumen um 7,7 Prozent auf 282 Millionen Euro zurückgegangen ist und verwaltet gleichzeitig einen Publikumsfonds für institutionelle Anleger. Dieser ist bei der Zielgruppe auf großes Interesse gestoßen, zumal die an das breite Publikum vertriebenen Immobilienfonds der Difa für institutionelle Anleger grundsätzlich gesperrt sind. Prozentuale kleinere Rückgänge verbuchten die Deka (minus 2,4 Prozent auf 847 Millio-

**Tabelle 8: Immobilien-Spezialfonds im Bundesanzeiger**

	2005	2004	2003
Anzahl der bestehenden Fonds zum Jahresultimo	101	86	75
Anzahl der erfassten Immobilien-Spezialfonds	98	85	67
Die Veröffentlichungen von RB/HB beziehen sich auf folgende Stichtage	6/2005 bis 3/2006	6/2004 bis 3/2005	9/2003 bis 3/2004
Gesamtvolumen per Jahresultimo in Millionen Euro	16 838	14 400	13 485
Aggregiertes erfasstes Fondsvolumen in Millionen Euro	16 670	14 185	12 637
Genauigkeit dieser Auswertung in Prozent	99	99	94
Anzahl der Liegenschaften	1 493	1 152	1 017
im EU-Ausland belegen	526	389	338
in Prozent	35	34	33
außerhalb EU belegen (USA beziehungsweise Schweiz)	13	5	4
Verkehrswerte der Liegenschaften in Millionen Euro	22 162		
davon im Direktbestand	20 259		
davon über Grundstücksgesellschaften	1 903		
Summe der verwalteten Nutzfläche in Quadratmetern	9 948 699	7 966 381	6 687 215
davon gewerbliche Nutzung	9 194 231	7 427 065	6 183 620
in Prozent	92,4	93,2	92,5
Wohnungen	754 570	539 311	468 797
in Prozent	7,6	6,8	7,0
im EU-Ausland belegen	4 019 470	2 825 996	2 392 705
in Prozent von Quadratmetern gesamt	40,4	35,5	35,8
außerhalb EU belegen	281 745	75 435	57 296
in Prozent von Quadratmetern gesamt	2,83	0,95	0,86
Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, gemäß Bundesbank per Ultimo in Millionen Euro	1 347	829	618
gemäß Auswertung in Millionen Euro	1 179	750	610
im Inland belegen	47	24	24
im Ausland belegen	1 132	725	586
in Prozent der Gesamtfläche	8,9	8,1	6,9

Diese Auswertung beruht auf den veröffentlichten Rechenschafts- und Halbjahresberichten der einzelnen Immobilien-Spezialfonds, wobei der (volumengewichtete) durchschnittliche Stichtag der ausgewerteten Berichte dieses Jahr am 7. November 2005 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 8: Die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Vergleich zu den Anlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Fonds**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

nen Euro) und iii (minus 3,0 Prozent auf 2,26 Milliarden Euro). Bei den genannten Gesellschaften sind natürlich auch die Marktanteile zurückgegangen und betragen Ende 2005 bei iii noch 13,5 Prozent und bei der Deka 5,0 Prozent.

Wie in den Vorjahren sind auch im Laufe des Jahres 2005 die Marktanteile von jeder der ersten fünf KAGen zurückgegangen, wovon neben den bereits erwähnten Gesellschaften OIK, iii und Deka auch die Hansa Invest (minus 1,0 Prozentpunkte auf jetzt 7,4 Prozent) und die Aachener Grund (minus 0,7 Prozentpunkte auf jetzt 5,2 Prozent) betroffen waren. Die Marktkonzentration auf die ersten fünf Gesellschaften hat sich dadurch auf knapp 65 Prozent verringert. Vor fünf Jahren betrug dieser Wert noch 83 Prozent, und vor zehn Jahren gab es überhaupt erst fünf Immobilienspezialfonds-KAGen.

#### Unterschiedliche Rendite von Spezial- und Publikumsfonds

An sich wäre zu erwarten, dass die durchschnittliche Wertentwicklung der Investmentfonds anhand der Daten über Fondsvolumina, Nettomittelzuflüsse und Ausschüttungen zumindest annähe-

rungsweise berechnet werden kann. Denn theoretisch ist jede Veränderung des Fondsvolumens, die nicht auf Mittelzuflüssen oder Ausschüttungen beruht, auf Veränderungen der Verkehrswerte, Mieteinnahmen und cetera zurückzuführen, stellt also die Wertentwicklung der Fonds dar.

Eine genaue Untersuchung hat jedoch ergeben, dass es weitere Ereignisse gibt, die zu einer Veränderung des Fondsvolumens führen und daher das Ergebnis verfälschen würden. Solche Ereignisse sind insbesondere die Umwidmungen von Spezialfonds in Publikumsfonds, wie sie beispielsweise im Dezember 2004 im Wert von schätzungsweise 700 Millionen Euro stattgefunden haben. Umgekehrt sind auch Publikumsfonds in Spezialfonds umgewandelt worden, was bei Immobilienfonds anders als bei Wertpapierfonds zulässig ist.

Das Volumen solcher Umwandlungen ist aus der Statistik nicht unmittelbar erkennbar und muss anhand von nicht anders erklärbaren Auffälligkeiten geschätzt werden. Nach solcher Bereinigung der Datenbasis erhält man im Ergebnis eine durchschnittliche Rendite der Immobilien-Spezialfonds von 4,0 Prozent für das Jahr 2005, die über der

von Publikumsfonds von 2,4 Prozent liegt.

Die Gründe für diesen Unterschied sind in der höheren Fremdfinanzierungsquote der Spezialfonds und ihrem höheren Auslandsanteil zu sehen, während die Publikumsfonds noch mit der ungünstigen Wertentwicklung inländischer Immobilien und natürlich der höheren Liquiditätsquote zu kämpfen hatten. Im Vorjahr hatten die Publikumsfonds noch mit 3,0 Prozent vor den Spezialfonds (2,4 Prozent) gelegen. Die höchste Wertentwicklung errechnet sich übrigens für das Jahr 2001 mit 6,3 Prozent (bei Publikumsfonds im Jahr 1995 mit 6,8 Prozent). Wegen der dargestellten Unsicherheiten des Verfahrens sollten diese Werte jedoch nur mit angemessener Zurückhaltung betrachtet werden.

#### Trend zur Hebelung von Immobilien von Immobilieninvestitionen

Die Verkehrswerte der im Direktbesitz von Immobilien-Spezialfonds befindlichen Liegenschaften haben sich im Laufe des Jahres 2005 von 17,3 Milliarden Euro auf 19,6 Milliarden Euro erhöht. Ihr Anteil am gesamten Nettofondsvolumen hat sich – wie im Vorjahreszeitraum – verringert und liegt nach 120,0 Prozent jetzt bei 116,1 Prozent. Aus dieser Entwicklung ist jedoch nicht zu schließen, dass der Trend zur Fremdfinanzierung beziehungsweise Hebelung der Immobilieninvestitionen nachgelassen hätte. Vielmehr wird der Rückgang der Quote der in direktem Besitz befindlichen Liegenschaften durch die Steigerung bei den Grundstücksgesellschaften mehr als ausgeglichen.

Die reinen Beteiligungswerte der Grundstücksgesellschaften, die in den Rechenschaftsberichten der Immobilien-Spezialfonds ausgewiesen werden, sind um knapp zwei Drittel auf nunmehr 1,3 Milliarden Euro angestiegen. Damit sind jetzt 8,0 Prozent des Nettofondsvolumens in Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften investiert (2004: 5,8 Prozent).

Darüber hinaus haben viele Spezialfonds „ihren“ Grundstücksgesellschaften Kredite gegeben, die für Zwecke dieser Statistik eigentlich als Immobilieninvestitionen gewertet werden müssten. Wie hoch der genaue Anteil solcher Kredite am Gesamtvolumen der „sonstigen Vermögensgegenstände“ im Wert von insgesamt 1,2 Milliarden Euro ist, konnte

bislang nicht systematisch ausgewertet werden.

Erstmals wurde im Rahmen dieser Studie der Wert der in Grundstücksgesellschaften gehaltenen Liegenschaften abgefragt. Die Angaben der Gesellschaften summierten sich auf 1,9 Milliarden Euro, so dass die Verkehrswerte sämtlicher direkt und indirekt gehaltenen Liegenschaften mit über 127 Prozent des Nettofondsvermögens anzusetzen sind.

Bemerkenswert ist der Anteil der unbebauten beziehungsweise im Zustand der Bebauung befindlichen Grundstücke. Dieser schwankte in den letzten zehn Jahren etwa zwischen eins bis drei Prozent und sprang im Mai 2006 plötzlich von 1,2 auf 8,0 Prozent.

Nach den hier vorliegenden Informationen ist allerdings anzunehmen, dass es sich nicht um eine gigantische Projektentwicklung durch einen Spezialfonds, sondern lediglich um einen schlichten Meldefehler eines neu aufgelegten Spezialfonds handelt. Denn der angeblich hinzugekommene Wert der unbebauten Grundstücke entspricht ziemlich genau dem auffälligen Mittelzufluss von 1,3 Milliarden Euro. Dieser Mittelzufluss aus der Anlegergruppe der Kreditinstitute bezieht sich jedoch auf gestreutes Portfolio, das eigentlich keinen überdurchschnittlichen Anteil unbebauter Grundstücke enthält und beträgt auch nur die Hälfte.

**Höchstgrenze für Fremdfinanzierung von Liegenschaften in weiter Ferne**

Aus den Rechenschaftsberichten lässt sich die Fremdfinanzierungsquote lediglich für die direkt gehaltenen Immobilien ermitteln. Der Wert der gesamten Verbindlichkeiten in Höhe von 7,4 Milliarden Euro ist, bezogen auf das Nettofondsvolumen, von 44,7 auf 44,2 Prozent zurückgegangen. Die Fremdmittelaufnahme der Grundstücksgesellschaften wäre diesem Wert noch hinzuzurechnen. Die im Rahmen der Auswertung ermittelte Differenz zwischen dem Wert der Beteiligungen und dem Wert der Liegenschaften in Höhe von 700 Millionen Euro beziehungsweise 4,2 Prozent des Nettofondsvolumens ergibt dann eine Fremdfinanzierungsquote von 48,3 Prozent.

Anders als dieser Wert zu vermitteln scheint, sind die Spezialfonds jedoch von der gesetzlichen 50-Prozent-Höchstgrenze für die Fremdfinanzierung von Liegenschaften noch recht weit entfernt.

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

		2005	2004	2003
Lebens-VU	Anzahl der Unternehmen	106	109	109
	Kapitalanlagen insgesamt	648 696	626 408	609 338
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	14 142	13 413	14 214
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	-	5 617	6 026
Pensionskassen	Anzahl der Unternehmen	156	156	152
	Kapitalanlagen insgesamt	88 384	80 068	75 555
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	2 930	3 217	3 388
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	-	1 356	1 291
Sterbekassen	Anzahl der Unternehmen	40	40	41
	Kapitalanlagen insgesamt	1 603	1 525	1 473
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	56	42	41
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	-	59	52
Kranken-VU	Anzahl der Unternehmen	50	51	51
	Kapitalanlagen insgesamt	119 204	108 119	97 864
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 900	1 877	1 882
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	-	860	680
Schaden-/Unfall-VU	Anzahl der Unternehmen	223	230	237
	Kapitalanlagen insgesamt	123 514	116 784	108 621
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	3 481	3 538	3 971
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	-	647	647
Rück-VU	Anzahl der Unternehmen	46	47	47
	Kapitalanlagen insgesamt	176 253	159 217	166 661
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	1 742	1 835	1 509
Alle Erst-VU	Anzahl der Unternehmen	575	586	590
	Kapitalanlagen insgesamt	980 313	932 904	892 851
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	22 509	22 087	23 496
	Anteile an Offenen Immobilienfonds	11 039	8 539	8 696
Alle VU	Anzahl der Unternehmen	621	633	637
	Kapitalanlagen insgesamt	1 156 566	1 092 121	1 059 512
	Grundstücke und Grundstücksgleiche Rechte	24 251	23 922	25 005

Quelle: BaFin

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Denn die für diesen Zweck aufgenommenen Kredite betragen lediglich 6,4 Milliarden Euro beziehungsweise 32,8 Prozent (Ende 2004: 32,4 Prozent) des Wertes der direkt gehaltenen Liegenschaften. Hier ist seit 2003 – damals wurde die 30 Prozent-Marke überschritten – nur noch eine leichte Steigerung festzustellen. Bei den Publikumsfonds ist dieser Wert übrigens stärker angestiegen, liegt aber mit 21,2 Prozent (Ende 2004: 18,5 Prozent) immer noch deutlich unter dem Wert bei den Spezialfonds.

**Auslandsanteil nur nach Fläche zu bestimmen**

Seit der Einführung des Euro ist es leider nicht mehr möglich, den Anteil der ausländischen Liegenschaften nach ihrem Verkehrswert zu ermitteln. Denn bis auf einzelne KAGen, die auf eine Unterscheidung überhaupt verzichten, weisen

die meisten Gesellschaften in der Vermögensaufstellung der Spezialfonds lediglich den Wert der in Fremdwährung gehaltenen Liegenschaften gesondert aus.

Dies ist sehr schade, denn wenn in Einzelfällen der Kaufpreis beziehungsweise der Verkehrswert von ausländischen Liegenschaften aus einem Jahresbericht hervorgeht, zeigt sich häufig ein etwa doppelt so hoher Quadratmeterpreis im Vergleich zu den im Inland gelegenen Liegenschaften.

Eine statistisch tragfähige Auswertung dieser Einzelfälle ist jedoch nicht möglich. Daher bleibt lediglich die Möglichkeit, den Auslandsanteil nach der Anzahl der Quadratmeter zu bestimmen. Insgesamt besitzen die Immobilien-Spezialfonds 9,9 Millionen Quadratmeter. Hier von befinden sich 4,0 Millionen (40,4 Prozent) in anderen EU-Ländern und

weitere 282 000 Quadratmeter (2,8 Prozent) im Ausland außerhalb der EU. Der nach Fläche berechnete Auslandsanteil der Immobilien-Spezialfonds beträgt daher insgesamt 43,2 Prozent.

Die Anzahl der Grundstücks-Gesellschaften ist auf 96 angestiegen. Mit 90 Grundstücksgesellschaften betreffen die meisten davon Liegenschaften in anderen EU-Ländern, vier Grundstücksgesellschaften betreffen Liegenschaften außerhalb der EU (USA und Schweiz) und zwei Grundstücksgesellschaften betreffen inländische Liegenschaften. Der Bundesbank wurde zum Jahresbeginn 2005 ein Beteiligungswert von über 1,3 Milliarden Euro gemeldet, die Auswertung der Jahresberichte ergab einen Beteiligungswert von knapp 1,2 Milliarden Euro.

Unabhängig von dieser Differenz ist festzuhalten, dass die nach dem Investmentgesetz vorgesehene Nutzung einer Grundstücksgesellschaft weiterhin stark zugenommen hat. Im Vorjahr wurden lediglich 78 Grundstücks-Gesellschaften mit einem Beteiligungswert von 0,8 Milliarden Euro gezählt.

### Vergleich der durchschnittlichen Quadratmeterpreise

Erstmals ermöglicht die Auswertung die Berechnung der durchschnittlichen Quadratmeterpreise der unterschiedlichen Grundstücks-Gesellschaften im Vergleich zu den direkt gehaltenen Liegenschaften. Diese liegen mit 1 928 Euro je Quadratmeter bei den innerhalb der EU belegenen Liegenschaften und ebenfalls 1 928 Euro je Quadratmeter bei den außerhalb der EU belegenen Liegenschaften sogar etwas niedriger als die durchschnittlich 2 265 Euro je Quadratmeter, die bei den direkt gehaltenen Liegenschaften zu ermitteln sind.

Der Anteil der Wohnfläche an der Gesamtfläche der von Immobilien-Spezialfonds verwalteten Liegenschaften betrug im Direktbestand 8,2 Prozent und bei den Grundstücks-Gesellschaften lediglich 2,1 Prozent, insgesamt betrachtet jedoch 7,6 Prozent vom Gesamtbestand. Dies bedeutet, dass der langfristige Trend zur Verringerung des Wohnanteils zumindest im vergangenen Jahr aufgehalten wurde. Seit 1998 (12,4 Prozent) hat sich der Wohnungsanteil fast kontinuierlich verringert und erreichte 2004 die Tiefstmarke von 6,8 Prozent. Auch für das laufende Jahr ist mit einer weiteren Erhöhung des Wohnungsanteils zu rechnen, denn allein

der von der Quantum KAG aufgelegte, auf Wohnungen ausgerichtete Spezialfonds wird den Wert um beachtliche 0,7 Prozent bis 0,9 Prozentpunkte nach oben treiben.

Die Mittelherkunft nach unterschiedlichen Anlegergruppen wird nunmehr in drei verschiedenen Statistiken dargestellt. Die Bundesbankstatistik zeigt monatlich die Zusammensetzung der Anleger sowohl nach Fondsvolumen (Abbildung 4 und Tabelle 5) als auch nach Mittelaufkommen (Tabelle 3) auf.

Im Rahmen dieser Studie wird bei den Fondsgesellschaften die Anlegerzusammensetzung jeweils zum Jahresende abgefragt, wobei sich die Systematik teilweise von der Bundesbankstatistik unterscheidet. Insbesondere wird das Fondsvolumen bei so genannten „Gemeinschaftsfonds“ (Spezialfonds mit mehreren Anlegern) volumenmäßig auf die von den jeweiligen Anlegern vertretenen Gruppen verteilt und nicht – wie bei der Bundesbank – vollständig dem größten Anleger zugeordnet.

Ein anderer Grund für mögliche Differenzen zwischen beiden Statistiken ist, dass die Bundesbank bis einschließlich 2003 unter dem Begriff „Versicherungsunternehmen“ auch die institutionalisierte Altersversorgung wie Pensionskassen, Unterstützungskassen, berufsständische, behördliche und/oder betriebliche Versorgungswerke erfasst hat, während für die letztgenannten Unternehmen im Rahmen dieser Studie schon immer eine gesonderte Anlegergruppe gebildet wurde.

Seit 2004 hat die Bundesbank ebenfalls eine gesonderte Anlegergruppe für Altersvorsorgeeinrichtungen gebildet. Hier werden inzwischen drei Milliarden Euro investiertes Kapital gemeldet. Nach der für diese Studie durchgeführten Umfrage entfallen jedoch 5,2 Milliarden Euro auf diese Anlegergruppe. Die Differenz dürfte wohl weiterhin damit zu erklären sein, dass die Unterscheidung zwischen Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen von manchen KAGen bei der Meldung an die Bundesbank nicht sorgfältig genug beachtet wird.

### Versicherungen bleiben wichtigste Anlegergruppe

Von den 26,0 Milliarden Euro Gesamtvolumen entfallen 10,6 Milliarden Euro beziehungsweise 40,6 Prozent auf die Anlegergruppe der Versicherungsunternehmen. Diese sind also auch unter Be-

rücksichtigung der Anlagen in Publikumsfonds die größte Anlegergruppe. An zweiter Stelle steht mit 7,3 Milliarden Euro beziehungsweise 28,2 Prozent die Gruppe der institutionalisierten Altersvorsorge. Bemerkenswert ist die Gruppe der Kreditinstitute, die bei dieser Gesamtbetrachtung auf 4,4 Milliarden Euro beziehungsweise 17,0 Prozent kommt. Betrachtet man nur die Spezialfonds, spielten die Kreditinstitute Ende 2005 mit 2,5 Prozent (2004: 1,2 Prozent) noch eine nebensächliche Rolle. Durch den Mittelzufluss von 1,3 Milliarden Euro im Mai 2006 ist ihr Anteil inzwischen auf 8,0 Prozent der Spezialfonds gestiegen.

Trotz allem sind und bleiben die Versicherungen die wichtigste Anlagegruppe für die Immobilienspezialfonds. Umgekehrt musste für einen sehr langen Zeitraum festgestellt werden, dass die Immobilien im Portfolio der Versicherungsunternehmen eine immer geringere Rolle spielte. Der Anteil der im Direktbestand gehaltenen Immobilien hat sich seit 1996 von 4,6 Prozent der Gesamteinlagen der Versicherungen bis Ende 2005 auf 2,3 Prozent genau halbiert.

Dieser Rückgang konnte durch Anlagen der Versicherungen in Anteilen an Offenen Immobilienfonds nur teilweise aufgefangen werden. Der Anteil dieser Fonds hat im gleichen Zeitraum um 1,0 Prozentpunkte auf 1,13 Prozent zugelegt. Die Statistik der BaFin weist nunmehr ein Anlagevolumen von 11,0 Milliarden Euro aus, welches die Versicherungen insgesamt in Immobilien-Spezial- sowie -Publikumsfonds investiert haben. Das sind lediglich 500 Millionen mehr, als im Rahmen dieser Umfrage ermittelt wurden.

### Diskussionen bremsen Mittelzuflüsse

Der Immobilien-Spezialfonds hat im abgelaufenen Jahr ein ordentliches Wachstum gezeigt. Seit Anfang des laufenden Jahres schwächelt zwar der Mittelzufluss etwas, was auf die aktuellen Diskussionen um die Einführung von REITs und möglicherweise auch auf die Vorgänge um einzelne Publikumsfonds zurückzuführen sein dürfte. Die Publikumsfonds werden das Vertrauen der Anleger bald zurückgewonnen haben, und sobald das REIT-Gesetz auf dem Tisch liegt, kann dieses neue Vehikel mit den Fonds nüchtern verglichen werden. Spätestens dann werden die Mittelzuflüsse der Immobilien-Spezialfonds wieder anziehen. ■