

## REITs als sanfte Konkurrenz zum Immobilien-Spezialfonds spürbar

Till Entzian

**Der Immobilien-Spezialfonds behält sein Wachstum bei. Was die Statistiken von Bundesbank und BVI schon erkennen ließen, bestätigen jetzt die Ergebnisse der Kandlbinder-Studie. In seiner detaillierten Untersuchung zeigt der Autor jedoch, dass die Versicherungen als wichtigste Anlegergruppe derzeit stärker direkt als indirekt in Immobilien investieren. Hier werfen offensichtlich die REITs ihren Schatten voraus, weil darin eigene Liegenschaften steuergünstig eingebracht werden können. Zum Durchbruch wird das neue Anlagevehikel aber vermutlich erst nach der Unternehmenssteuerreform 2008 kommen. (Red.)**

Das kräftige Wachstum der Immobilien-Spezialfonds hat im Jahr 2006 angehalten und fiel mit 16,9 Prozent sogar etwas höher als im Vorjahr (16,4 Prozent) aus. Die Kapitalanlagegesellschaften konnten mit gut 2,8 Milliarden Euro die höchsten Mittelzuflüsse seit dem Jahr 2002 verbuchen und verwalten 19,7 Milliarden Euro in 109 Immobilien-Spezialfonds (Ultimo 2006).

### Zurückhaltung, aber keine Abkehr vom Immobilien-Spezialfonds

Dies ist um so erfreulicher, als die Immobilien-Publikumsfonds mit 8,8 Milliarden Euro die höchsten Mittelabflüsse ihrer Geschichte verzeichnen mussten und im September 2006 mit 76,6 Milliarden Euro auf das vor vier Jahren verwaltete Volumen zurückgefallen sind. Immerhin scheinen die Publikumsfonds ihren tiefsten Punkt durchschritten zu haben, denn von Oktober 2006 bis Mai 2007 konnten sie bereits wieder über 5,5 Milliarden Euro Nettomittelzuflüsse verbuchen. Somit können die Publikumsfonds hoffen, ihren historischen Höchststand von über 90 Milliarden Euro (November 2005) in absehbarer Zeit wieder zu erreichen.

Während also die Publikumsfonds-Anleger offenbar ihr Vertrauen in das Instrument des Offenen Immobilienfonds wiedererlangt haben, scheinen die Spezialfonds-Anleger sich seit Anfang des Jahres mit neuen Anlagen stark zurückzuhalten. Im Gegensatz zu den ersten fünf Monaten des Vorjahres, in denen über 1,5 Milliarden Euro neue Mittel in Spezialfonds investiert wurden, verzeichnen die Immobilien-Spezialfonds in diesem Jahr im gleichen Zeitraum sogar einen geringfü-

gigen Nettomittelrückfluss (65 Millionen Euro bis Mai 2007). Diese Zurückhaltung ist allerdings noch kein Grund, das baldige Ende des Immobilien-Spezialfonds vorherzusagen.

Zunächst ist darauf hinzuweisen, dass die Mittelzuflüsse bei Immobilien-Spezialfonds extrem volatil sind. Es kommt durchaus häufiger vor, dass mehrere Monate lang nur sehr geringe Nettomittelzu- oder -abflüsse im ein- oder niedrigeren zweistelligen Millionenbereich stattfinden, bevor plötzlich ein Nettomittelzufluss von 200 oder 500 Millionen Euro in einem Monat zu beobachten ist. Im Jahr 2006 entfiel sogar die Hälfte der gesamten Nettomittelzuflüsse allein auf den Mai, als Eingänge über 1,3 Milliarden Euro verzeichnet wurden. Wenn im laufenden Jahr solche außergewöhnlichen Zuflüsse bislang ausblieben, heißt das noch nicht, dass die Investoren ihr Interesse am Immobilien-Spezialfonds nachhaltig verloren haben.

Eine gewisse Zurückhaltung der Anleger bei der Wahl des optimalen Vehikels für ihre indirekten Immobilieninvestitionen ist andererseits sogar verständlich, besteht doch seit Beginn des Jahres die Möglichkeit, REITs als Anlagevehikel zu nutzen. Zudem könnte die Unternehmenssteuerreform abgewartet werden.

Ob REITs für institutionelle Anleger irgendwelche Vorteile bieten, die mit Of-

fenen Immobilienfonds nicht zu erreichen wären, ist an dieser Stelle im letzten Jahr mit lauten Zweifeln bedacht wurden. Mit der sogenannten Exit-Tax hat sich der Gesetzgeber allerdings entschieden, dem REIT eine Anschubsubvention in Form eines steuerlichen Vorteils zu gewähren. Dieser Vorteil wird sämtlichen konkurrierenden Immobilienvehikeln verwehrt, ebenso wie allen anderen Immobilienkäufern. Die Exit-Tax bedeutet, dass der Verkäufer einer inländischen Immobilie nur die Hälfte seines Veräußerungsgewinnes zu versteuern braucht, wenn er an einen REIT verkauft. Veräußert er an einen anderen Käufer, muss er wie bisher den gesamten Gewinn versteuern.

### Wettbewerbsvorteile für REITs

Dass sich dieser Unterschied bei der Besteuerung des Verkäufers natürlich auf den jeweils geforderten Kaufpreis auswirken wird, liegt auf der Hand. Abhängig von den Buchwertreserven und der Steuerlast beim Verkäufer lässt sich der Preisunterschied errechnen, um den ein REIT billiger einkaufen kann als andere Vehikel. Diese, vom Gesetzgeber nach freiem Ermessen gesetzten Wettbewerbsvorteile des REIT kann der Spezialfonds nicht ausgleichen. Natürlich kommt die Exit-Tax in wichtigen Teilen des Immobilienmarktes nicht zur Geltung.

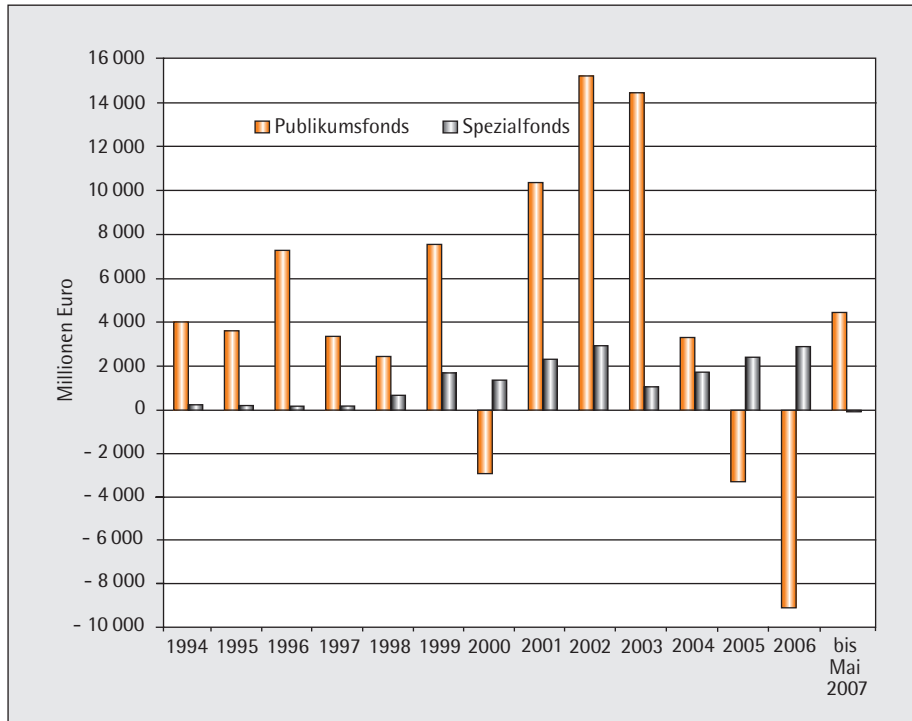
So gibt es bei Wohnimmobilien keine Wettbewerbsverzerrung, weil REITs diese nicht erwerben dürfen, wenn sie vor dem 1. Januar 2007 errichtet wurden. Ebenfalls irrelevant bleibt die Regelung bei Immobilien, die von steuerbefreiten Eigentümern wie zum Beispiel Kommunen, anderen öffentlich-rechtlich Einrichtungen oder Kirchen veräußert werden. Auch für im Ausland belegene Immobilien spielt die Exit-Tax keine Rolle.

Sollen jedoch Immobilien gekauft werden, die sich im Inland befinden, und deren Verkäufer den Veräußerungsgewinn zu versteuern hat, kommt für einen Investor bis zum Jahr 2009 als Anlagevehikel nur ein REIT in Frage. Dabei stellen auch die Beteiligungsgrenzen kein Hindernis dar, die der Gesetzgeber vorgesehen hat. Ohne diese Grenzen könnten ausländische Anleger die Mieterträge und Veräußerungsgewinne aus inländischen Grundstücken, die nach allen Doppelbesteuerungsabkommen in Deutschland steuerpflichtig sind, nach dem üblichen Schachtelprivileg für Dividenden steuerlich unbelastet ins Ausland transferieren.

### Der Autor

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

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



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Da das Schachtelprivileg frühestens bei zehn Prozent Beteiligungsquote greift, erlaubt das REIT-Gesetz keinem Anleger, zehn Prozent oder mehr an einem REIT zu halten. Darüber hinaus müssen sich spätestens bei der zwingenden Börsenein-

führung nach höchstens vier Jahren mindestens 25 Prozent der Aktien des REIT im Streubesitz befinden, wozu alle Aktionäre mit maximal drei Prozent der Aktien gerechnet werden. Jedoch hindern diese Regeln einen institutionellen Anleger

keineswegs, 100 Prozent der Aktien eines REIT zu besitzen; sie machen dies nur etwas umständlicher. Der Anleger darf nicht alle Aktien selbst und unmittelbar besitzen, sondern er muss diese auf die erforderliche Anzahl von notfalls neu zu gründenden Tochtergesellschaften verteilen, denn auf indirektem Weg ist der Besitz von zehn Prozent und mehr zulässig. Der Investor wird den damit verbundenen Aufwand, auch den der zwingenden Börsennotierung eines REIT, mit dem steuerbedingten Kaufpreisvorteil zu vergleichen haben.

**Bevorstehende Steuerreform und Investmentnovellierung**

In Anbetracht des dargestellten Steuervorteils erscheint die Zahl der bisher erfolgten REIT-Gründungen recht klein zu sein, die Rede ist von nur zehn Anträgen, die auf Gewährung des steuerlichen Vor-REIT-Status gestellt worden seien. Als Grund für den etwas schleppenden Start dieses neuen Instruments erscheint der Verweis auf die bevorstehende Unternehmenssteuerreform durchaus einleuchtend. Vom Beginn des kommenden Jahres an sollen die Unternehmenssteuern deutlich auf unter 30 Prozent herabgesetzt werden. Die Senkung des Steuersatzes kann sich für einen Verkäufer auch dann auswirken, wenn er nur den halben Veräußerungsgewinn ver-

**Entwicklung Fondsvolumen und Mittelaufkommen der Immobilienfonds – Publikums- und Spezialfonds**

Immobilien-Publikumsfonds						Immobilien-Spezialfonds						
Mittelaufkommen		Fondsvolumen		Ø-Volumen pro Fonds	Anzahl	Jahr	Anzahl	Fondsvolumen		Ø-Volumen pro Fonds	Mittelaufkommen	
in Prozent vom Vorjahr	in Millionen Euro	in Millionen Euro	in Prozent					in Millionen Euro	in Millionen Euro		in Prozent	in Millionen Euro
	252	8 216	88,0	685	12	1989	9	1 108	12,0	123	152	
	- 65	9 180	95,0	655	14	1990	7	476	5,0	68	69	
	7 524	22 627	94,0	1 508	15	1993	9	1 443	6,0	161	620	
	7 133	37 950	95,0	2 530	15	1996	13	2 144	5,0	165	175	
8,7	3 291	41 428	95,0	2 589	16	1997	16	2 303	5,0	144	185	8,6
5,8	2 398	44 084	94,0	2 593	17	1998	21	2 951	6,0	141	661	28,7
16,8	7 395	51 363	92,0	2 854	18	1999	31	4 618	8,0	149	1 659	56,2
- 5,5	- 2 824	48 931	88,0	2 447	20	2000	41	6 387	12,0	156	1 338	29,0
20,8	10 159	59 249	87,0	2 693	22	2001	49	8 778	13,0	179	2 274	35,6
25,2	14 916	74 513	86,4	3 105	24	2002	60	11 726	13,6	195	2 876	32,8
19,0	14 166	87 703	86,7	3 024	29	2003	75	13 485	13,3	180	1 039	8,9
3,7	3 245	90 757	86,3	2 669	34	2004	86	14 400	13,7	167	1 695	12,6
- 3,5	- 3 186	86.686	83,7	2 281	38	2005	101	16 838	16,3	167	2 361	16,4
- 10,2	- 8 813	77 888	79,8	1 854	42	2006	109	19 659	20,2	180	2 838	16,9
5,6	4 360	82 426	80,6	1 917	43	2007 (Mai)	116	19 897	19,4	172	- 65	- 0,3

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

steuern muss. Die Zurückhaltung potenzieller Verkäufer scheint daher nachvollziehbar, zumal für die nächsten sechs bis zwölf Monate niemand mit fallenden Immobilienpreisen rechnet. Solange die großen Immobilienbestandhalter noch nicht verkaufsbereit sind, lohnt sich auch nicht die Gründung von REITs. Auf das Geschäft der Spezialfonds sollte die kommende Steuerreform momentan keinen großen Einfluss haben, konzentrieren sich die Spezialfonds doch verstärkt auf ausländische Immobilien. Zudem sind weiterhin zahlreiche Verkäufer steuerbefreit.

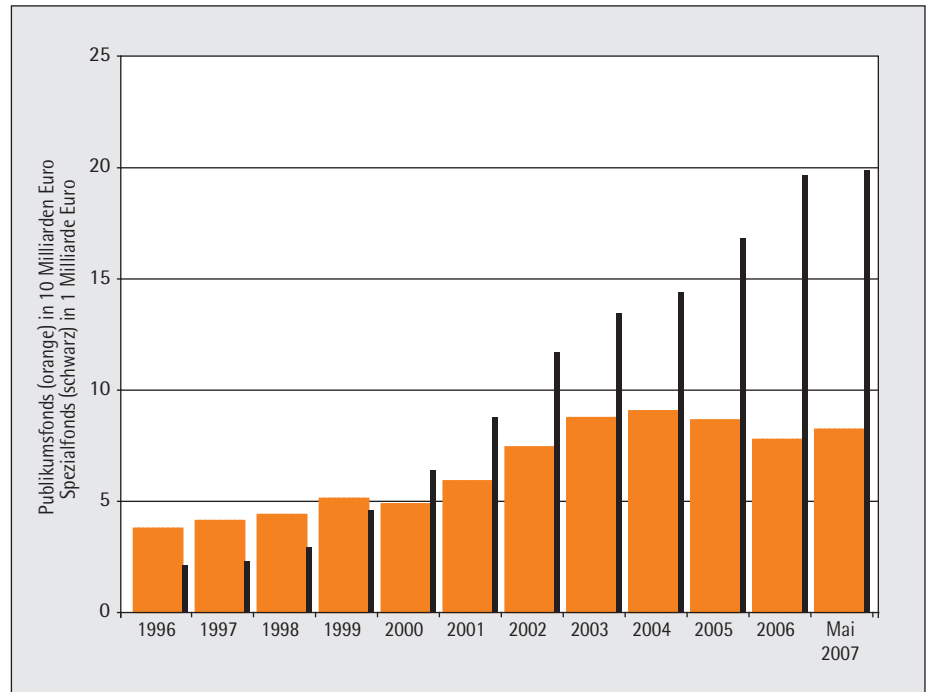
Die Novellierung des Investmentgesetzes soll für Offene Immobilienfonds eine Reihe von Neuerungen bringen. Die „Modernisierung der Offenen Immobilienfonds“ ist für den Gesetzgeber das zweitwichtigste Ziel des ganzen Gesetzesentwurfs, gleich nach der erklärten Absicht zur Deregulierung des Investmentplatzes Deutschland und Stärkung desselben im Wettbewerb mit anderen Finanzplätzen.

Der vorliegende Gesetzesentwurf, der voraussichtlich ohne wesentliche Änderungen in Kraft treten wird, möchte die Grundlagen für noch größeres Vertrauen der Kleinanleger in das Instrument der Offenen Immobilienfonds legen und auf diese Weise Vorgänge und Probleme verhindern, wie sie in der jüngsten Vergangenheit für Unruhe gesorgt haben. Mit diesem Ziel sieht der Entwurf eine ganze Reihe von Änderungen bei der Bewertung von Immobilien und damit bei der wichtigsten Kernfrage für das Vertrauen der Anleger vor. Nur wenn der Anleger sicher ist, dass der ausgewiesene Anteil auch dem tatsächlichen Wert des Fonds entspricht, wird er seine Anteile halten und neue hinzuerwerben.

Das Prinzip der Bewertung durch unabhängige Sachverständige wird erhalten bleiben, aber die Unabhängigkeit der Sachverständigen soll durch eine Reihe von Maßnahmen (noch) weiter gestärkt werden. Insbesondere will der Gesetzgeber den Einfluss der Kapitalanlagegesellschaft weiter zurückdrängen, indem die Gutachter eine branchenweit einheitliche Geschäftsordnung erhalten sollen und Vertreter der KAG nicht mehr an ihren Sitzungen teilnehmen dürfen.

Außerdem sollen die Erstbewertungen, die vor Ankauf eines Objekts stattfinden, nicht mehr durch die Sachverständigenausschüsse sondern durch andere Sachverständige erfolgen. Offenbar nimmt man im BMF an, ein Sachverständiger,

**Abbildung 2: Fondsvolumen der Offenen Immobilienfonds – Publikumsfonds und Spezialfonds**



Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

der vor Erwerb einen bestimmten Wert genannt habe, werde sich ein Jahr später nicht trauen, von seiner eigenen Erstbewertung gravierend abzuweichen. Weiter werden die Sachverständigenausschüsse auf genau drei Personen festgelegt, was in der praktischen Umsetzung auf einige Schwierigkeiten stoßen dürfte. Schließlich soll ein Rotationsverfahren eingeführt werden, wonach der Hauptgutachter nur zwei Jahre lang für ein bestimmtes Objekt tätig sein darf.

Nicht bei jeder dieser Änderungen ist unmittelbar erkennbar, auf welche Weise sie die Unabhängigkeit der Sachverständigen stärken wird. Die generelle Stoßrichtung ist jedoch richtig. Denn unverändert gilt, dass die langfristig orientierte Bewertung durch Sachverständige dem langfristigen Anlagecharakter von Immobilien bei weitem besser entspricht, als dies etwa bei der sehr kurzfristig orientierten Bewertung an Börsen der Fall wäre.

### Einwertungsgewinne

Einwertungsgewinne entstehen, wenn die Immobilie für den Käufer mehr wert ist als für den Verkäufer. Im umgekehrten Fall kommt es allerdings gar nicht erst zu einem Kauf. Lautstarke Kritik am Auftreten von Einwertungsgewinnen wurde und wird vor allem von einer überschaubaren Anzahl selbsternannter

Experten geübt, wobei auf fundierte Argumente gern verzichtet und stattdessen plakative Überzeugungen in den Vordergrund gestellt werden. Dabei wird gern behauptet, der gezahlte Kaufpreis entspreche doch dem aktuellen Marktwert, und es könne nicht sein, dass am nächsten Tag ein höherer Wert ausgewiesen werde. Dies ist Scheinlogik.

Denn der gezahlte Kaufpreis entspricht zwar dem Marktwert, jedoch nur dem Wert auf dem zwischen Verkäufer und Käufer stattfindenden Markt. Sobald der Kauf abgeschlossen ist, gibt es diesen Markt nicht mehr (es sei denn, der Verkäufer will die Immobilie zurückkaufen), und damit ist der auf diesem Markt gezahlte Marktpreis für alle anderen Überlegungen völlig irrelevant geworden.

Wenn der Käufer nicht von einem höheren Wert ausgehen würde (und die Differenz muss den ganzen mit einem Immobilienerwerb verbundenen Aufwand rechtfertigen), würde er das Objekt nicht kaufen. Für Sondervermögen mit täglich wechselnden Anlegern gilt des Weiteren, dass jederzeit der tatsächlich einem Objekt beigemessene Wert in der Anteilwertermittlung anzusetzen ist. Ein historischer Kaufpreis erfüllt nicht die Anforderungen, die an eine faire Bewertung gestellt werden müssen.

Der Gesetzgeber hat sich nun mit diesem Thema auseinandergesetzt und vorgese-

hen, dass die von Sondervermögen erworbenen Immobilien während der ersten zwölf Monate höchstens mit dem Kaufpreis bewertet werden dürfen. Dies bedeutet, dass Einwertungsgewinne nicht mehr beim Kauf, sondern exakt zwölf Monate später zu einem Kursprung im Anteilswert führen. Zwar hat der Gesetzgeber eine Ausnahmeregelung vorgesehen, nach der eine Kapitalanlagegesellschaft vor Ablauf der Zwölfmonatsfrist eine neue Bewertung veranlassen darf. Diese Möglichkeit besteht aber nur, wenn sich nach Erwerb wesentliche Bewertungsfaktoren geändert haben.

Wenn es der KAG einfach nur gelungen ist, eine Immobilie unter ihrem eigentlichen Wert zu erwerben, bleibt es dabei, dass der entsprechende Gewinn erst nach zwölf Monaten gezeigt werden darf. Dadurch kommt er nicht den Anlegern zugute, die zum Zeitpunkt des Immobilienerwerbs investiert waren, sondern den Anlegern ein Jahr später. Es liegt auf der Hand, dass diese Regelung zu vorhersehbaren Sprüngen im Anteilswert führt und Arbitragemöglichkeiten zulasten der langfristig orientierten Anleger bietet.

### Lockerung der Anlagegrenzen

Die Anlagegrenzen für Offene Immobilienfonds werden im Bereich der Beteiligung an Immobiliengesellschaften etwas gelockert. Wenn sich eine Immobiliengesellschaft zu 100 Prozent im Besitz eines Sondervermögens befindet, wird diese

Beteiligung nicht mehr auf die 49-Prozent-Grenze angerechnet. Wenn die KAG zwar 100 Prozent der Beteiligung hält, diese aber für unterschiedliche Sondervermögen verwaltet, gibt es keine Erleichterung und die Beteiligungen müssen auf die 49-Prozent-Grenze angerechnet werden.

Für Minderheitsbeteiligungen an Immobiliengesellschaften wird die Anlagegrenze von 20 auf 30 Prozent des Sondervermögens heraufgesetzt. Schließlich dürfen künftig Beteiligungen an Immobiliengesellschaften erworben werden, die mehr als drei Objekte besitzen. Letzteres bedeutet, dass künftig auch Anteile an REITs und an Immobilien-Aktiengesellschaften für Sondervermögen erworben werden dürfen, solange die übrigen Voraussetzungen für den Kauf einer Immobiliengesellschaft eingehalten werden.

Für Spezialfonds sollen weitere Erleichterungen eingeführt werden, von denen dann auch Immobilien-Spezialfonds Gebrauch machen können. Die wichtigste Veränderung ist, dass die KAG mit den Spezialfondsanlegern im Rahmen der Vertragsbedingungen vereinbaren kann, von bisher zwingenden gesetzlichen Vorschriften abzuweichen. So können zum Beispiel die Risikostreuungsvorschriften gelockert und andere Anlagegrenzen verändert werden. Denkbar wäre zum Beispiel ein Immobilien-Spezialfonds, der mehr als 49 Prozent in Grundstücksgesellschaften investiert. Auch die Anlage in mehrstufigen Grund-

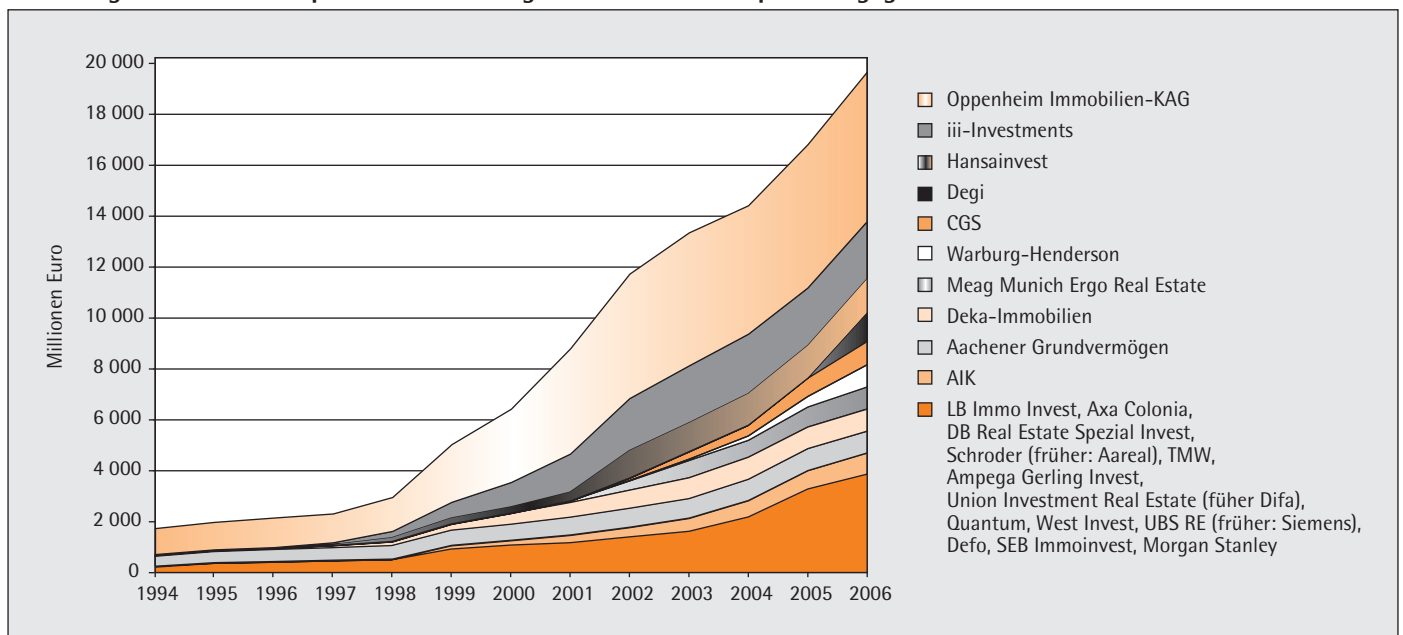
stücksgesellschaften, wie sie leider vom Gesetzgeber nicht generell zugelassen wurde, könnte auf diesem Weg für einen Spezialfonds ermöglicht werden.

### Erleichterungen für Spezialfonds

So sehr die Lockerungen für Spezialfonds zu begrüßen sind, muss darauf hingewiesen werden, dass die Regelungen in ihrer Flexibilität und Offenheit noch nicht an den Luxemburger Spezialinvestmentfonds (SIF) heranreichen. Der SIF ist die neue Messlatte des deutschen Gesetzgebers. Er ermöglicht zum Beispiel die gleichzeitige Anlage in direkte Immobilienanlagen, Wertpapierportfolios und weitere Vermögensgegenstände in ein und demselben Investmentfonds. Auch ist der SIF praktisch jedem Anleger geöffnet, genügt doch entweder ein Anlagevolumen von 125 000 Euro oder die Bescheinigung eines anerkannten Kreditinstituts über eine gewisse Anlageerfahrung.

Auch beim inländischen Immobilien-Spezialfonds werden die anlegerspezifischen Restriktionen des Investmentgesetzes gelockert. So ist der Kreis der Anleger nicht mehr auf 30 begrenzt. Dagegen bleibt es dabei, dass natürliche Personen auch künftig Spezialfondsanteile nicht unmittelbar erwerben dürfen. Diese Einschränkung gründet sich auf einer argumentativ nur mäßig fundierten Abneigung gegen sogenannte Millionärsfonds. Nun kann diese Regelung in der Praxis zwar relativ einfach durch die

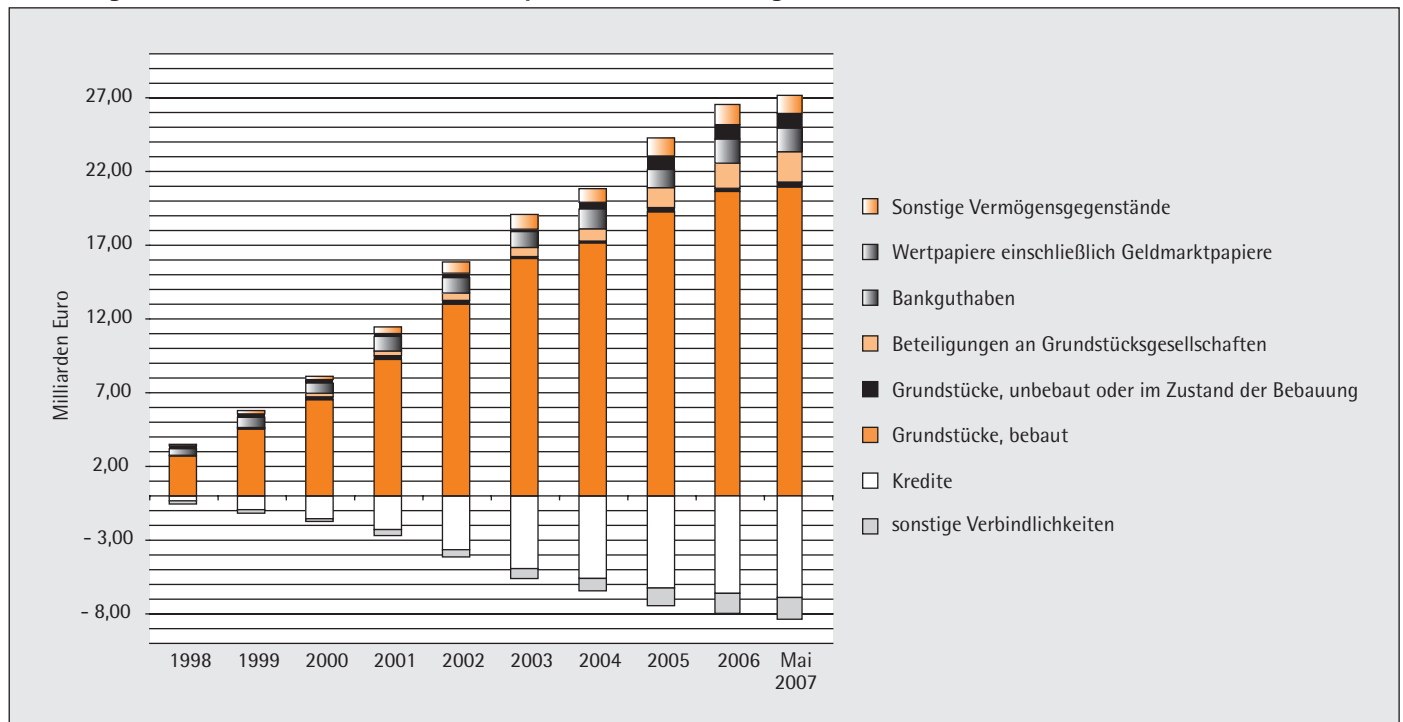
Abbildung 3: Immobilien-Spezialfonds-Vermögen der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften



Quellen: BVI, eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 4: Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds nach Anlagearten



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Gründung einer BGB-Gesellschaft umgangen werden. Eine solche Gesellschaft stellt nach aktueller Lesart der BaFin nämlich keine natürliche Person dar, selbst wenn es sich bei den Mitgliedern der Gesellschaft ausschließlich um natürliche Personen handeln sollte. Ein Anleger kann also durch Einbindung eines weiteren Gesellschafters (mit einem noch so kleinen Anteil) de facto einen eigenen Spezialfonds bekommen. Allerdings stellt die erforderliche Gründung einer solchen Zwischengesellschaft einen zusätzlichen Aufwand dar, der bei Nutzung des Luxemburger SIF nicht erforderlich wäre.

#### Zahl der Fonds und Kapitalanlagegesellschaften

Im Laufe des Jahres 2006 erhöhte sich die Zahl der Spezialfondsanbieter um eine auf 19 Kapitalanlagegesellschaften. Denn mit der **Degi Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH** hat eine der ältesten Publikumsfondsgesellschaften im vergangenen Jahr ihren ersten Immobilien-Spezialfonds aufgelegt. Mit dem Volumen von fast 1,1 Milliarden Euro erreicht sie auf Anhieb einen Marktanteil von 5,8 Prozent.

Auch im laufenden Jahr kann wieder von der Neugründung einer Immobilien-KAG berichtet werden. Die **Patrizia Immobilien KAG mbH** will in Augsburg

Spezialfonds auflegen, die auf die Investition in deutsche beziehungsweise europäische Wohnimmobilien ausgerichtet sind.

Während die **Defo – Deutsche Fonds für Immobilienvermögen GmbH** aus ihrem Fonds Nr. 2 alle Immobilien verkauft hat, um diesen aufzulösen, wurde ihr Fonds Nr. 1 per 1. April 2007 in einen Spezialfonds umgewandelt. Es handelt sich um einen bereits vor 1990 gegründeten Fonds, an welchem jedoch mehr als zehn Anleger beteiligt waren, sodass er zunächst nicht in einen Spezialfonds umgewandelt werden konnte. Nach Anhebung der Grenze auf bis zu 30 Anleger durch das Investmentmodernisierungsgesetz im Jahr 2004 hat man sich jetzt für die Umwandlung entschieden. Unter Berücksichtigung des neuen Spezialfonds hätte die Defo einen Marktanteil von annähernd fünf Prozent.

Darüber hinaus folgten mehrere Gesellschaften dem Beispiel der Siemens KAG (heute UBS Real Estate) und ließen sich durch neue Gesellschafter übernehmen. So gehört die erst vor wenigen Jahren gegründete Aareal Immobilien KAG jetzt zu Schroder und hat entsprechend ihren Namen in **Schroder Property Kapitalanlagegesellschaft mbH** geändert. Möglicherweise infolge dieser Veränderung reduzierte sich allerdings das verwaltete Fondsvolumen von 630 Millionen

Euro (Ende 2006) auf 430 Millionen Euro (Ende Mai).

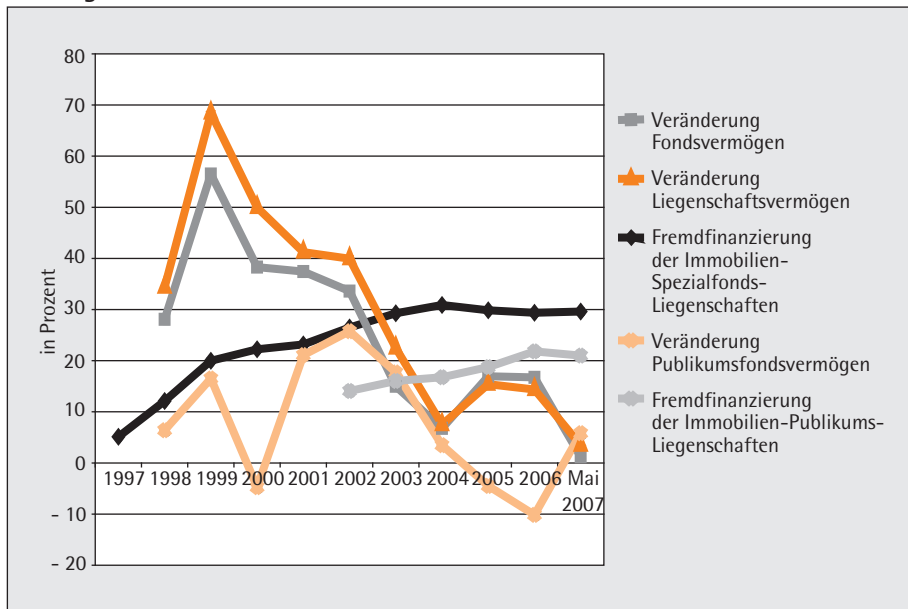
Die Kölner Gerling Investment GmbH wurde von Talanx übernommen und tritt nun unter der Bezeichnung **Ampega Gerling Investment GmbH** auf. Das in Immobilien-Spezialfonds verwaltete Fondsvolumen beträgt rund 220 Millionen Euro, daneben werden auch Wertpapierfonds verwaltet.

Bereits früher hatte die IVG die Hälfte der Anteile an der **Oppenheim Immobilien-KAG mbH** (OIK) übernommen und als Konsequenz die kurz zuvor neu gegründete eigene IVG-KAG aufgelöst. Die IVG stockte im Januar 2007 ihren Anteil an der OIK von 50,1 auf 94 Prozent auf. Mit einem Marktanteil von 30 Prozent des verwalteten Fondsvolumens ist die OIK weiterhin unangefochtener Marktführer, auch wenn sie im fünften Jahr in Folge Marktanteile abgeben musste. Das verwaltete Fondsvolumen der OIK wuchs um gut 240 Millionen Euro. Höhere Steigerungen konnten lediglich die Degi, Warburg-Henderson (plus 460 Millionen Euro beziehungsweise plus zwei Prozentpunkte auf 4,4 Prozent) und LB Immo Invest (265 Millionen Euro) verbuchen.

Die Difa gehört schon mehr als fünf Jahre zur Union Investment-Gruppe. Erst im Januar dieses Jahres wurde der bisherige Name in **Union Investment Real Estate Aktiengesellschaft** geändert,



**Abbildung 5: Wachstum der Immobilien-Spezialfonds und Fremdfinanzierung der Liegenschaften**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

was nicht nur zeitgemäßer klingt, sondern allen Gesellschaften der Union-Gruppe einen Auftritt unter einer einheitlichen Marke sichert. Als Spezialfondsanbieter tritt die Union Investment Real Estate nur mit einem Volumen von 216 Millionen Euro in Erscheinung.

Die vor drei Jahren gegründete **Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH** hat 2007 die ersten 40 Millionen Euro für einen Spezialfonds eingesammelt.

Die **Meag Munich Ergo Asset Management GmbH** hat zwei Spezialfonds zusammengestellt, sodass die Zahl der verwalteten Spezialfonds auf vier gesunken ist. Das verwaltete Fondsvolumen konnte jedoch um fast 100 Millionen Euro auf 870 Millionen Euro gesteigert werden.

Schließlich wurden die beiden Kapitalanlagegesellschaften der DB Real Estate der Dachmarke der Deutschen Bank für alle Formen sogenannter Alternativer Kapitalanlagen zugeführt und nennen sich jetzt **RREEF Investment GmbH** (die frühere DGI) und **RREEF Spezial Invest GmbH**. Der neue Firmenname stand früher als Abkürzung für Rosenberg Real Estate Equity Fund.

Für die Studie wurden 104 Jahres- und Halbjahresberichte von Immobilien-Spezialfonds mit Stichtagen zwischen September 2006 und April 2007 ausgewertet. Das Gesamtvolumen der auf diese Weise erfassten Spezialfonds entsprach mit 19,5 Milliarden Euro fast genau dem zum Jahresultimo von der

Bundesbank festgestellten Volumen. Der volumengewichtete durchschnittliche Stichtag der Auswertung ist der 19. Februar 2007, deutlich später als in den früheren Jahren. Der Grund für diese Veränderung ist, dass die jeweils jüngsten verfügbaren Berichte herangezogen werden konnten. Die Auswertung gewinnt dadurch an Aktualität.

#### Ausländische Märkte bleiben im Anlagefokus

Die Anzahl der Liegenschaften, die von Spezialfonds gehalten werden, erreichte mit 1 666 einen neuen Höchststand. Bezogen auf die Anzahl der Objekte beträgt der Anteil der Auslandsinvestitionen kaum veränderte 34 Prozent. Nach Quadratmetern errechnet sich ein etwas höherer Auslandsanteil von gut 38 Prozent. Dies bedeutet, dass die Objekte im Ausland im Durchschnitt eine größere Nutzfläche als die im Inland aufweisen. Interessant wäre der Auslandsanteil nach dem Wert der Liegenschaften. Leider lässt sich diese Zahl inzwischen nicht mehr zuverlässig bestimmen.

Anders als früher werden in den Rechenschaftsberichten nicht mehr die Werte der ausländischen Immobilien ausgewiesen, sondern nur noch die Werte der Immobilien, die in Fremdwährungsländern, also außerhalb der Eurozone, belegen sind. Dadurch könnte jetzt nur der Gesamtwert der Immobilien in der Schweiz, den USA, Großbritannien und Schweden angegeben werden. Diese

Aggregation verspricht jedoch keinen brauchbaren Erkenntnisgewinn.

Die Auslandsimmobilien sind im Übrigen in sehr unterschiedlicher Weise auf die Sondervermögen verteilt. 37 Fonds besitzen überhaupt keine und 22 Fonds ausschließlich ausländische Grundstücke. Mit 45 Fonds verfolgt allerdings der überwiegende Teil eine gemischte Anlagestrategie.

Bereits zum zweiten Mal wurde systematisch der Wert der Liegenschaften abgefragt, die indirekt über Immobiliengesellschaften gehalten werden. Dieser Wert ist nur in solchen Rechenschaftsberichten erkennbar, in denen die Immobilienwerte im Einzelnen ausgewiesen werden; die meisten Spezialfonds verzichten auf diese weitgehende Transparenz.

Durch die direkte Abfrage konnte festgestellt werden, dass sich der Wert der indirekt gehaltenen Immobilien von 1,9 Milliarden Euro Ende 2005 auf über 3,5 Milliarden Euro Ende 2006 fast verdoppelt hat. Gleichzeitig stieg aber der Wert der Beteiligungen an den Immobiliengesellschaften lediglich von 1,3 Milliarden Euro auf 1,8 Milliarden Euro.

Diese Zahlen deuten darauf hin, dass die Fremdfinanzierungsquote innerhalb der Immobiliengesellschaften von etwa 35 Prozent auf etwa 50 Prozent angestiegen ist. Das entspricht einem Hebel von etwa 200 Prozent, also dem für die Fremdfinanzierung von direkt im Sondervermögen gehaltenen Immobilien gesetzlich zulässigen Höchstwert. Dieser wird von den Immobilien-Spezialfonds übrigens nicht ausgeschöpft.

#### Liegenschaftsvermögen zu Nettoinventarwert

Vergleicht man den Gesamtwert aller direkt und indirekt gehaltenen Immobilien mit dem Nettoinventarwert der Fonds, so ergibt sich ein leichter Anstieg von 132 Prozent Ende 2005 auf 135 Prozent Ende 2006. Der Gesamthebel der Spezialfonds, also die Summe sämtlicher Vermögensgegenstände im Vergleich zum Nettofondsvolumen, hat sich bei etwa 143 Prozent eingependelt; seit 2003 sind hier keine signifikanten Veränderungen zu beobachten. Im Einzelfall sieht das allerdings anders aus.

Bei fast der Hälfte der Spezialfonds beläuft sich allein der Wert des Liegenschaftsvermögens (direkt und indirekt gehaltene Objekte) auf mehr als 150

Prozent des Nettoinventarwertes. Nach der Auswertung des Fondsvermögens durch die Bundesbank fällt auf, dass sich die Fremdfinanzierung der Spezialfonds seit dem Jahr 2003 im Durchschnitt auf ziemlich genau 30 Prozent des Wertes der Liegenschaften eingependelt hat. Zum Vergleich weisen die Publikumsfonds bis Ende 2006 einen stetig steigenden Hebel aus, der aber mit 128 Prozent deutlich unter dem der Spezialfonds liegt. Im Jahr 2007 begann er bereits wieder zu sinken und betrug Ende Mai 2007 nur noch 126 Prozent.

**Wohnungsquote sinkt, trotz spezialisierter Fondsanbieter**

Vor dem Hintergrund der großen Paketverkäufe auf dem Wohnungsmarkt ist ein Blick auf die Wohnungsquote innerhalb der Bestände der Immobilien-Spezialfonds von besonderem Interesse. Der Wohnungsanteil ist leicht von 7,6 Prozent auf 7,3 Prozent zurückgegangen (berechnet nach Flächen).

Ohne die Quantum AG, die für ihre zwei Spezialfonds knapp 200 000 Quadratmeter Wohnfläche erworben hat, wäre der Wohnungsanteil sogar auf 5,6 Prozent gesunken. Mit der Patrizia KAG ist jetzt ein weiterer Spezialfondsanbieter auf den Plan getreten, der sich auf Wohngebäude konzentrieren will.

Übrigens beträgt die Wohnungsquote im Direktbestand über acht Prozent und bei

den indirekt über Immobiliengesellschaften gehaltenen Objekten unter 1,5 Prozent.

**Anlegergruppen**

Die unverändert wichtigste Anlegergruppe für Immobilien-Spezialfonds sind die Versicherungsunternehmen. Ihr Anteil am Gesamtvolumen ist allerdings um sechs Prozentpunkte auf 51,6 Prozent gefallen. Den absoluten Betrag ihrer Immobilien-Spezialfonds stockten sie von 11,5 auf knapp 12,0 Milliarden Euro, also um nur etwa vier Prozent, auf, während sich das Gesamtvolumen der Immobilien-Spezialfonds um mehr als 16 Prozent erhöhte.

Auf Basis der BaFin-Auswertung der Bilanzen aller Versicherungen können die Veränderungen im Kapitalanlageverhalten der Versicherungen beobachtet werden. Da die Bilanzen nach Buchwerten erstellt werden, gibt die Statistik nicht alle Marktwertveränderungen wieder. Eine Erhöhung der Buchwerte bedeutet in der Regel, dass die Differenz als zusätzliches Anlagekapital in die entsprechende Anlageklasse investiert wurde.

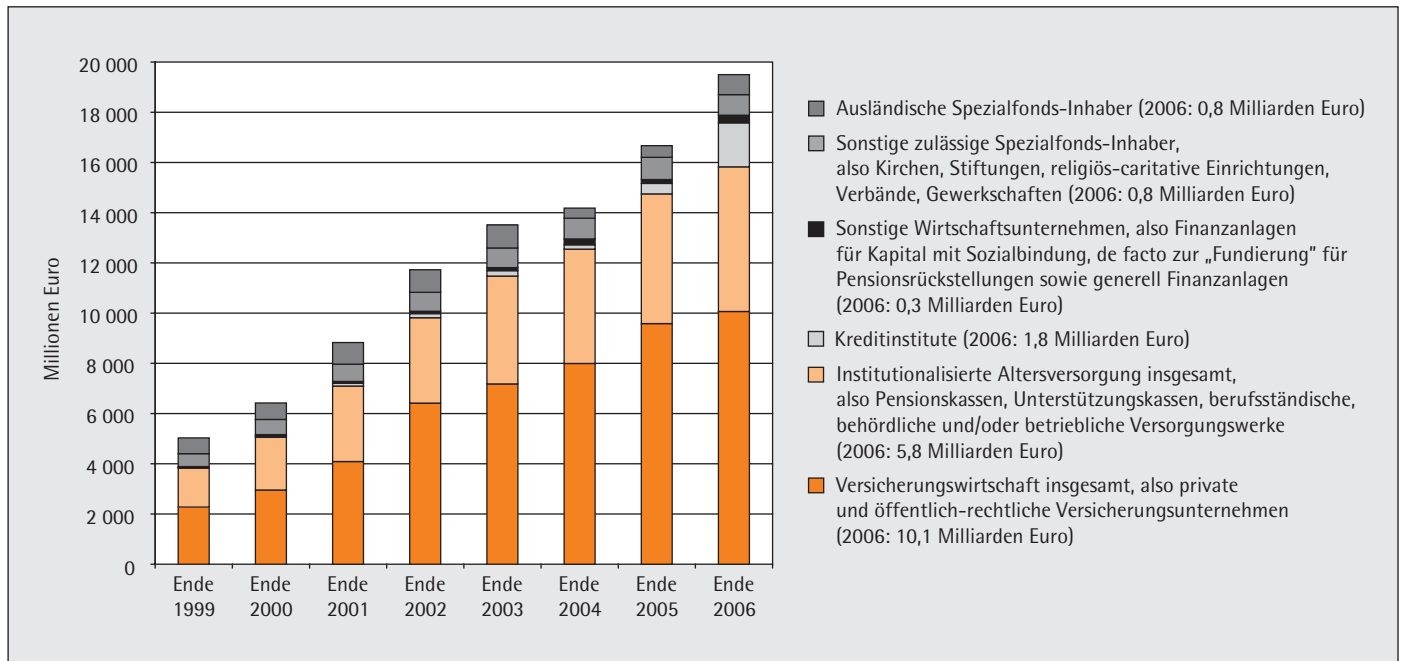
● Die **Erstversicherungen** haben ihre Offenen Immobilienfonds nur um 600 Millionen Euro aufgestockt und halten nach Buchwerten 11,6 Milliarden Euro per Ende 2006. Dies sind unverändert 1,13 Prozent der gesamten Kapitalanlagen. Das Interesse der Versicherungen an

Offenen Immobilienfonds besteht also weiterhin, was einerseits für die Kapitalanlagegesellschaften beruhigend sein dürfte, andererseits der Höhe nach eher enttäuscht. Schließlich ist die Zahl der Anbieter in den letzten Jahren regelmäßig gewachsen, sodass auch die Vertriebsanstrengungen zugenommen haben dürften. Dennoch ist es der Branche nicht gelungen, die Versicherungen zu einer Erhöhung der Fondsquote zu bewegen.

Wenn manche Kapitalanlagegesellschaften auf den Mangel geeigneter Anlageobjekte in der Immobilienhausse verweisen, kann das in diesem Punkt nicht als Entschuldigung gelten. Denn die Quote der direkt gehaltenen Grundstücke und grundstücksgleichen Rechte wurde von den Versicherungen durchaus kräftig erhöht, nämlich von 2,3 auf 2,7 Prozent der gesamten Kapitalanlagen. Der absolute Zufluss betrug hier 5,3 Milliarden Euro oder 24 Prozent des Vorjahreswertes, während die Offenen Immobilienfonds nur die genannten 0,6 Milliarden Euro beziehungsweise fünf Prozent Zuwachs erzielt haben.

Selbst wenn es momentan keine günstigen Anlageobjekte gibt, wäre es doch Aufgabe der Spezialfondsanbieter gewesen, den offenbar vorhandenen Immobilienhunger ihrer wichtigsten Kundengruppe mithilfe von Spezialfonds zu stillen, auch wenn sich der Appetit auf möglicherweise weniger günstige Anlageobjekte bezieht. Der direkte Vergleich der Zahlen ist natürlich nicht ganz fair,

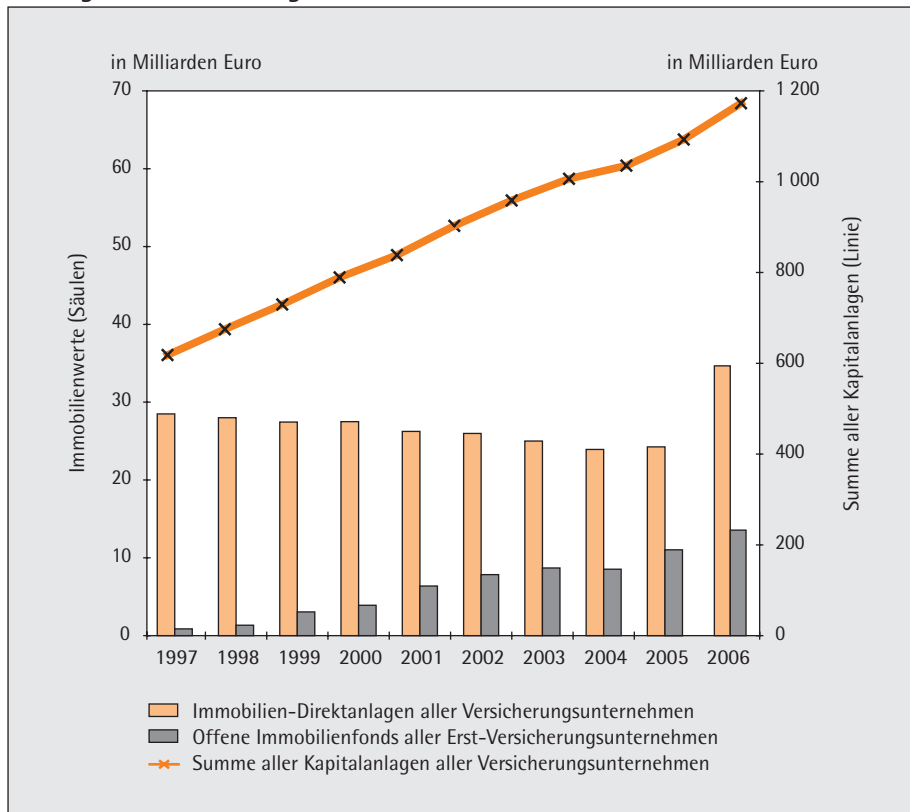
**Abbildung 6: Anleger von Immobilien-Spezialfonds laut Umfrage**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

**Abbildung 7: Die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Vergleich zu den Anlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Fonds**



Quelle: BaFin

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

denn die Spezialfonds sind in der Regel gehebelt, sodass mit 600 Millionen Euro neuem Anlagegeld Immobilien für ungefähr eine Milliarde Euro angeschafft werden dürften. In der Direktanlage wirkt sich eine teilweise Fremdfinanzierung dagegen nicht auf den Bilanzansatz aus. Übrigens haben die Versicherungen in der Direktanlage die Rückgänge der vergangenen zehn Jahre wieder aufgeholt. In diesem Zeitraum waren die Direktanlagen von 28 auf 24 Milliarden Euro reduziert worden. Jetzt betragen sie fast 30 Milliarden Euro.

#### Mehr direkte als indirekte Immobilienanlagen

Auch die REITs können bei näherer Betrachtung keine Erklärung dafür sein, dass die Versicherungen ihre direkten Immobilienanlagen um ein Viertel und die Spezialfonds nur um ein Zwanzigstel aufgestockt haben. Denn das REIT-Gesetz ist erst nach dem Stichtag der Statistik in Kraft getreten. Außerdem werden Anteile an REITs zwar der Immobilienquote zugerechnet, aber sicher nicht als direkte Immobilienanlage bilanziert.

● Lediglich bei den Rückversicherungen ist eine Steigerung der Anlagen in Of-

fenen Immobilienfonds um fast 40 Prozent zu beobachten. Allerdings betrug der Vorjahreswert lediglich 50 Millionen Euro, und auch die 68 Millionen Euro zum Jahresultimo 2006 entsprechen lediglich 3,6 Prozent der Grundstücksanlagen und nur verschwindend geringe 0,03 Prozent der gesamten Kapitalanlagen von knapp 220 Milliarden Euro.

● Den stärksten Bedeutungszuwachs verzeichnete die Anlegergruppe der **Kreditinstitute**. Diese vervierfachten den Wert ihrer Anteile an Immobilien-Spezialfonds auf 1,8 Millionen Euro, was einem Anteil von neun Prozent entspricht. Hierbei dürfte es sich allerdings um eine vorübergehende Erscheinung handeln und der genannte Wert wieder auf die bisherigen ein bis drei Prozent zurückfallen.

● Die **Pensionskassen, Unterstützungskassen**, berufsständischen, behördlichen und/oder betrieblichen **Versorgungswerke**, die von der Bundesbank erst seit 2004 gesondert erfasst werden, halten weiterhin 30 Prozent der Immobilien-Spezialfonds. Der höchste Wert konnte im Jahr 2001 mit 34,1 Prozent, die niedrigsten ein Jahr später mit 29,0 Prozent festgestellt werden. Die Zahlen der Bundesbank weisen hier noch einen gerin-

geren Anteil aus, als sich durch die selbst durchgeführte Umfrage ergibt.

In diesem Zusammenhang ist auch auf die weiterhin bestehende abweichende Systematik hinzuweisen. Bei der Meldung eines Spezialfonds an die Bundesbank kann diese nur einem einzigen Anleger zugeordnet werden. Der traditionelle Ansatz der Kandlbinder-Umfrage sieht dagegen vor, dass bei mehreren Anlegern das Volumen entsprechend auf die jeweiligen Anlegergruppen aufgeteilt wird. Als weiterer Grund für die Abweichung, die signifikant ist, muss vermutet werden, dass eine Reihe von Spezialfonds bei der Bundesbank noch nicht korrigiert worden sind und dort weiterhin Versicherungsanleger anstelle von Anlegern der institutionalisierten Altersversorgung zugerechnet werden.

● Der Anteil der **ausländischen Spezialfondsanleger** hatte sich nach der Umfrage von 2,8 auf 4,1 Prozent stark vergrößert, zumindest relativ betrachtet. Gute fünf Jahre früher hatte er allerdings noch bei mehr als zehn Prozent gelegen. Der niedrige Anteil der ausländischen Anleger wird auch in der Argumentation für REITs immer wieder hervorgehoben. Als Grund für die kaum vorhandene Nutzung des Immobilien-Spezialfonds durch ausländische Anleger wird häufig vermutet, ausländische Investoren verstünden den Spezialfonds nicht. Sie seien an die bei ihnen heimischen Vehikel gewöhnt und nicht bereit oder nicht in der Lage, sich darüber hinaus mit Vehikeln aus anderen Ländern auseinanderzusetzen. Eine andere Begründung ist nicht ersichtlich. Zumindest scheint der Immobilien-Spezialfonds für ausländische Anleger nicht völlig ungeeignet zu sein, denn sonst gäbe es nicht die kleine aber offenbar treue Gruppe, die seit Oktober 2000 niemals mit weniger als einer Milliarde Euro investiert war.

Der Immobilien-Spezialfonds konnte sich 2006 in einem durch Veränderungen geprägten Umfeld gut behaupten. Die kommende Investmentnovelle wird einige Neuregelungen hervorbringen, die den Kapitalanlagegesellschaften und Anlegern größere Freiheiten bei Verwaltung und Nutzung der Spezialfonds erlauben. Andererseits sieht sich der Immobilien-Spezialfonds der Konkurrenz der REITs und der Luxemburger Spezialfonds ausgesetzt, die jeweils ihre spezifischen Vorteile bereithalten. Diese neue Konkurrenz sollte geeignet sein, das Geschäft der Spezialfonds zu beleben.