

Der Immobilien-Spezialfonds

als Instrument zur ausgelagerten Verwaltung institutioneller Immobilienportfolios

Der Immobilien-Spezialfonds erfuhr erst in den Jahren 1998 bis 2000 seinen Durchbruch am Kapitalmarkt, der sich im heute sichtbaren Wachstum fortsetzt. Doch bereits 1976 waren die beiden ersten Immobilien-Spezialfonds mit einem Gesamtvolumen von 40 Mio. DM aufgelegt worden. 1990 wurde dann der Spezialfonds im KAGG (Kapitalanlagegesellschaften-Gesetz) als speziell für maximal zehn institutionelle Anleger aufgelegter Investmentfonds verankert. Und 20 Jahre nach Auflegung des ersten Immobilien-Spezialfonds war 1996 die Anzahl relativ kontinuierlich auf 13 Fonds mit einem Vermögen von 4,2 Mrd. DM angewachsen, ein relativ bescheidener Betrag im Vergleich zu dem Volumen der Immobilien-Publikumsfonds (74,2 Mrd. DM) oder der Wertpapier-Spezialfonds (393,3 Mrd. DM).

Seit 1998 beginnen die institutionellen Anleger jedoch, den Immobilien-Spezialfonds als ein geeignetes Instrument zur ausgelagerten Verwaltung ihrer Immobilienportfolios zu entdecken. Grund für diese Entwicklung dürften die Vorteile sein, die ein Immobilien-Spezialfonds gegenüber einer Direktanlage Immobilie bieten kann:

- Der Administrationsaufwand für den Anleger ist denkbar gering, da lediglich die Investmentanteile im Wertpapierdepot liegen und die KAG (Kapitalanlagegesellschaft) die Verwaltung der Immobilien, An- und Verkauf von Objekten sowie alle hiermit zusammenhängenden Tätigkeiten übernimmt beziehungsweise organisiert und überwacht. Mit dem Ziel des Outsourcings werden daher teilweise ganze Immobilienportfolios auf Spezialfonds übertragen, wobei vorhandene stille Reserven natürlich aufgedeckt werden.
- Eine hohe Transparenz für den Anleger durch die gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen und die darüber hinausgehenden Berichte der KAG über alle berichtenswerten Sachverhalte.
- Der Anleger besitzt einen gesetzlichen Anspruch auf Auszahlung des Nettoinventarwertes gegen Rückgabe seiner Anteilscheine. Dies bedeutet zumindest theoretisch eine einfache Exit-Möglichkeit.
- Ein geringeres Risiko, gemessen an einem möglichen Wertberichts-



Till Entzian
Rechtsanwalt

gungsbedarf, entsteht durch die Ausgleichseffekte innerhalb des Gesamtportfolios.

- In gewissen Grenzen kann die Bilanz des Anlegers durch die Ausschüttungspolitik beeinflusst werden. Veräußerungsgewinne aus einzelnen Objekten gehen erst dann in die Gewinn- und Verlustrechnung des Anlegers ein, wenn sie auch tatsächlich ausgeschüttet werden.
- Werden die Gewinne aus der Veräußerung von Immobilien nicht ausgeschüttet („thesauriert“), brauchen sie vom Anleger auch nicht versteuert zu werden (Steuerstundungseffekt). Voraussetzung ist allerdings eine Haltedauer von mindestens zehn Jahren innerhalb des Fonds.
- Die Performance des Immobilienportfolios ist anhand des Anteilwertes leicht nachzuvollziehen
- Darüber hinaus können Anteile an Immobilien-Spezialfonds leicht deckungsstockfähig gestaltet werden.

Die Folge der wachsenden Beliebtheit des Immobilien-Spezialfonds war eine Verdopplung der Anzahl und eine Verdreifachung des verwalteten Anlagevolumens innerhalb von nur drei Jahren bis Ende 2001. Heute verwalten die 14 in diesem Markt tätigen Kapitalanlagegesellschaften insgesamt ein Immobilienvermögen von immerhin 10,3 Mrd. € (per 3/02) in 50 Offenen Immobilien-Spezialfonds.

Starkes Wachstum im Jahr 2001

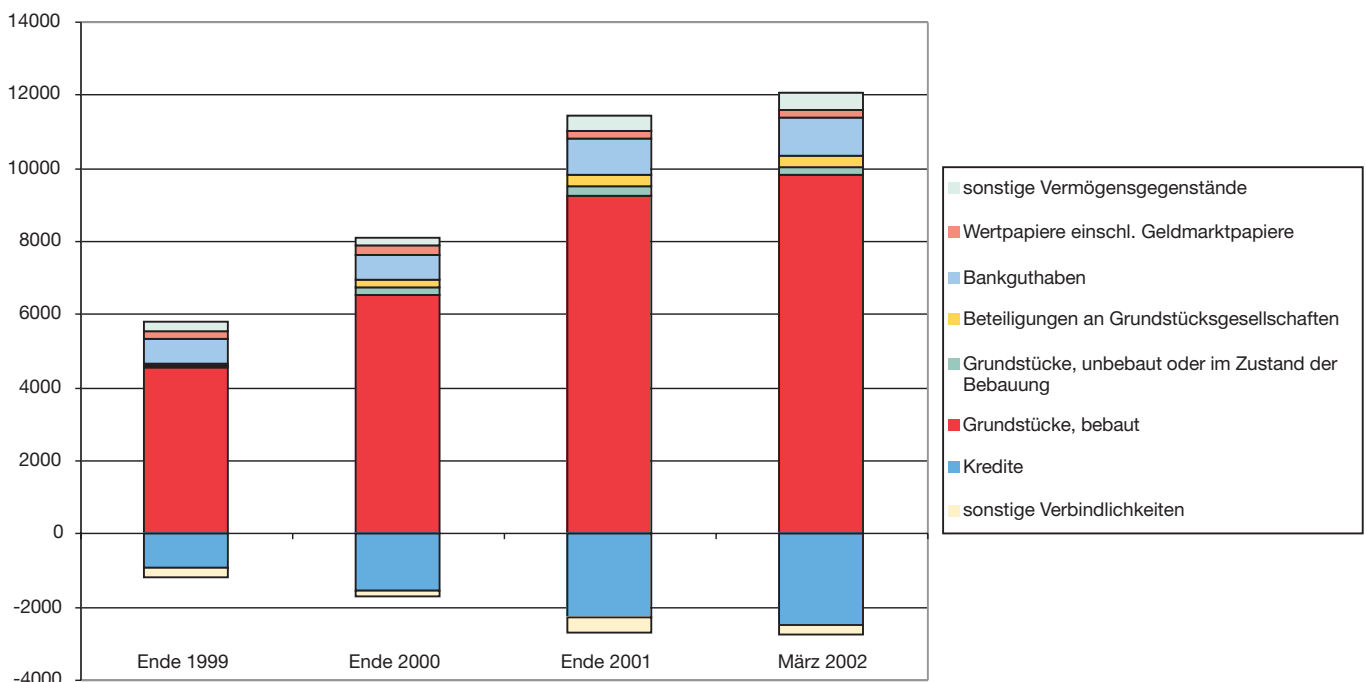
Im Jahr 2001 ist das Volumen der Offenen Immobilien-Spezialfonds nach der Umfrage Kandlbinder/Entzian[®] um 40,7% von 6.421 auf 9.037 Mio. € angewachsen. Dieser Anstieg ist vor allem durch Mittelzuflüsse in Höhe von 2.274 Mio. € und im Übrigen durch Wertsteigerungen zu erklären.

Die Differenz zwischen dem hier genannten Netto-Fondsvolumen und dem oben genannten verwalteten Immobilienvermögen von 10 Mrd. € erklärt sich übrigens durch die Fremdfinanzie-

rung einzelner Objekte. Offene Immobilienfonds dürfen ihre Immobilien bis zu einer Obergrenze von 50% des Wertes des gesamten Immobilienbestandes zur Aufnahme von Fremdmitteln belasten. Gerade die Immobilien-Spezialfonds machen von dieser Möglichkeit zunehmend Gebrauch, wie auch aus der Tabelle 1 ersichtlich ist.

Das durchschnittliche Fondsvolumen ist im Laufe des Jahres 2001 von 156 auf 179 Mio. € angestiegen. Damit liegt es zwar immer noch unterhalb des Zielvolumens von 200 bis 400 Mio. €, das in der Praxis als Untergrenze für eine „optimale Mindest-Manövriermasse“ genannt wird. In diese Durchschnittsgröße gehen jedoch auch alle neugegründeten Fonds ein, die die angestrebte Größe nicht durch unmittelbare Einbringung eines vollständigen Portfolios, sondern durch kontinuierliches Wachstum erreichen wollen. Da über die Hälfte der heute vorhandenen Immobilien-Spezialfonds jünger als drei Jahre ist, ist das relativ geringe

Zusammensetzung des Vermögens der Immobilien-Spezialfonds nach Anlagekategorien in Mio. €



Durchschnittsvolumen sicher leicht erklärbar.

Die Entwicklung der Marktanteile 1999 bis 2001

Die Nutzung des Instruments Immobilien-Spezialfonds spiegelt sich auch in der Zahl der KAGs wieder, die diesen Fondstyp anbieten. Genau wie im Jahr 2000 traten auch im Jahr 2001 zwei neue Anbieter in den Markt, und zwar die Commerz Grundbesitz Spezialfondsgesellschaft mbH in Wiesbaden und die SEB Immobilien-Investment GmbH, Frankfurt. Auch im Jahr 2002 erhöht sich die Auswahl in diesem Segment um mindestens zwei neue Anbieter. Dies ist zum einen die in Hamburg gegründete Warburg-Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH, sowie die KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt, die nach Publikumsfonds auch Spezialfonds anbietet. Allerdings ist eine Prognose über die genaue Zahl der neuen Anbieter im laufenden Jahr

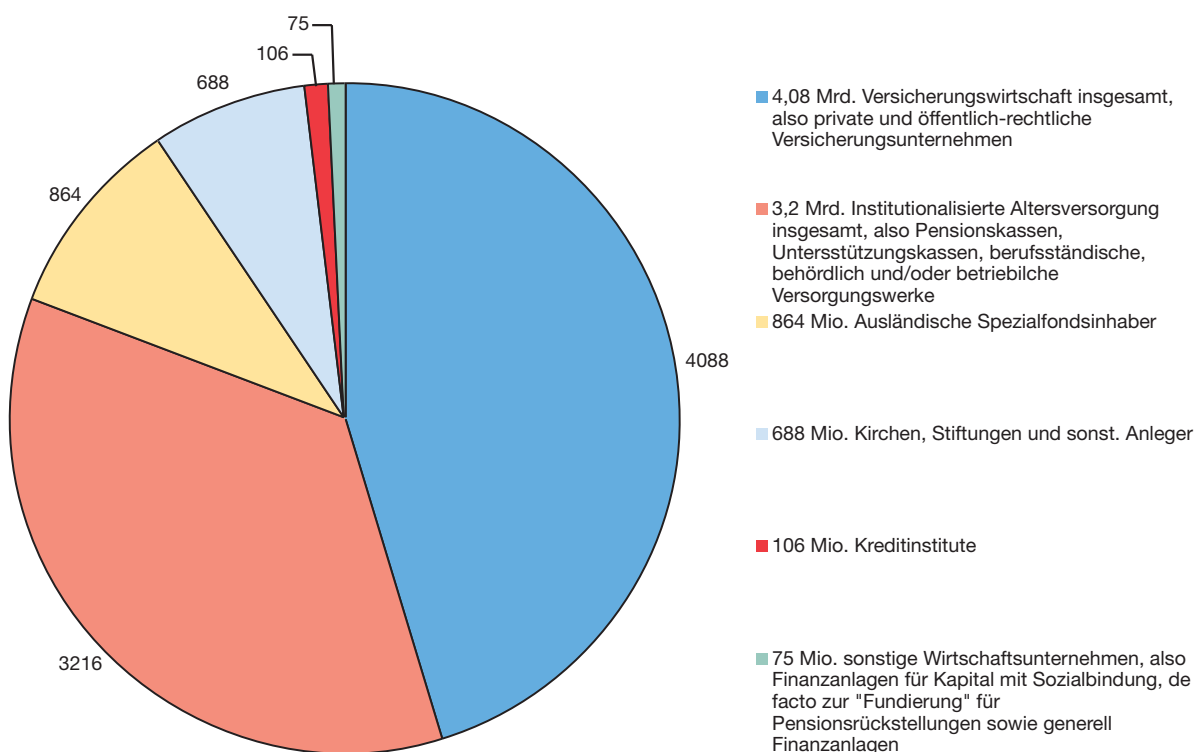
nicht ganz einfach, auch wenn man die Absichten bzw. Projekte der Interessenten kennt. Denn oft werden die mit einer Neugründung einer KAG verbundenen Schwierigkeiten unterschätzt, und der Zeitpunkt des geplanten Markteintritts wird dann um ein halbes oder ganzes Jahr überschritten.

Der Markt der Immobilien-Spezialfonds zeigt eine sehr starke Konzentration. Die beiden größten Anbieter (OIK und iii) konnten ihre gemeinsamen Marktanteile im Jahr 2001 von 59,9% auf 62,3% nochmals leicht steigern. Dass gleichwohl Bewegung möglich ist, beweist die APO Immobilien, die ihren Marktanteil von 2,6% auf 5,8% mehr als verdoppeln konnte. Die genaue Aufteilung und die Entwicklung der Marktanteile zeigt die Tabelle 2. Bei der Ermittlung der zugrunde liegenden Zahlen wurde übrigens auf das (Netto-) Fondsvolumen, also nicht auf das verwaltete Immobilienvermögen abgestellt.

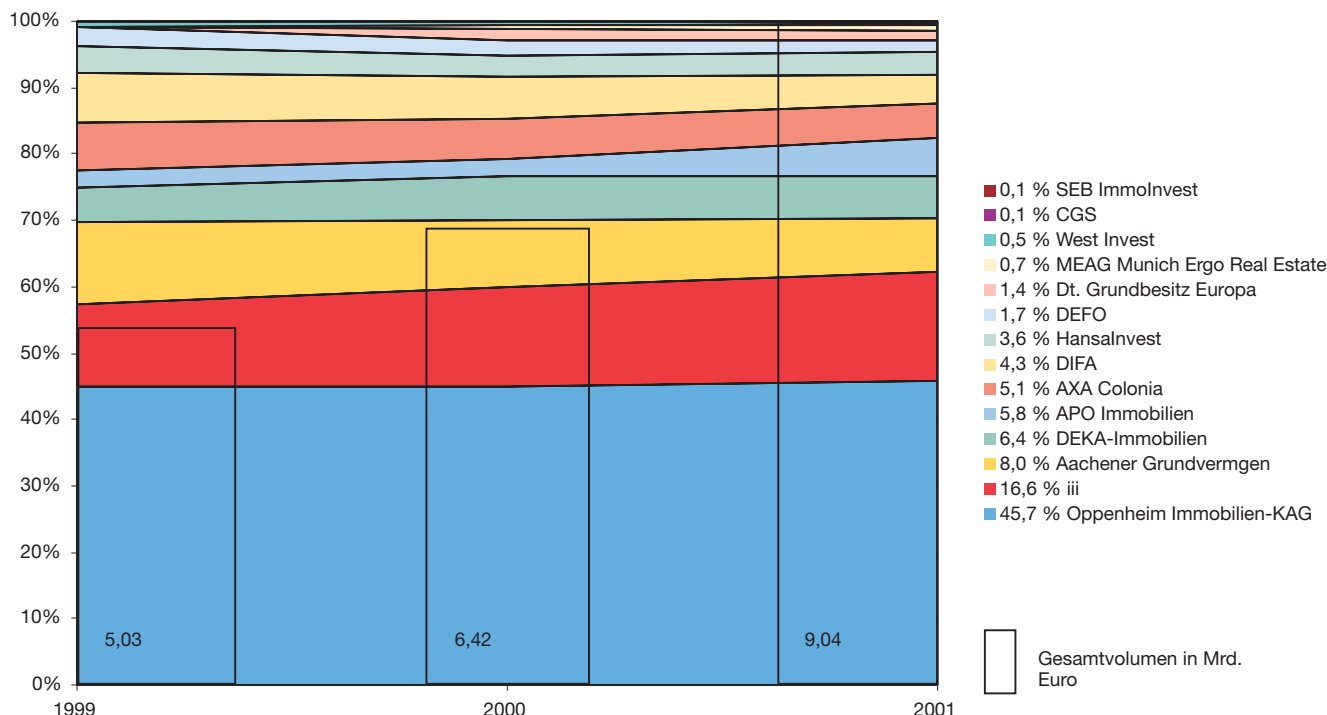
Die Zusammensetzung des Fondsvermögens nach Anlagekategorien

Die Anlagemöglichkeiten offener Immobilienfonds sind nach dem KAGG begrenzt. Die dort formulierten Einschränkungen und Anlagegrenzen gelten grundsätzlich für Spezialfonds genau wie für Publikumsfonds. Die Tabelle 1 zeigt die Entwicklung der gesetzlich vorgesehenen Anlagekategorien seit 1999. Bemerkenswert ist hier vor allem die Entwicklung der Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften, deren Anteil am gesamten Fondsvolumen von 0,9% (Ende 1999) auf 3,6% (Ende 2001) angestiegen ist. Solche Grundstücksgesellschaften sind in der Regel Ein-Objekt-Gesellschaften, die zum Beispiel im Ausland zur Vermeidung von Grunderwerbsteuer eingesetzt werden. Echte Joint Ventures (50:50) durften bisher von Offenen Immobilienfonds nicht eingegangen werden, weil diese bisher bei den Beteiligungen an Grundstücksgesell-

Volumen nach Anlegergruppen am 31.12.2001 in Mio. €



Entwicklung der Marktanteile 1999 – 2001
(Die Prozentangaben in der Legende beziehen sich auf den 31.12.2001)



schaften nach dem Gesetz sowohl die Kapitalmehrheit als auch die Mehrheit der Stimmrechte haben mussten. Dieses Hindernis entfällt jedoch durch das 4. FMG (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz), das künftig die Anlage von bis zu 20% des Fondsvolumens in so genannten Minderheitsbeteiligungen erlaubt.

Diese Änderung ist in der Praxis deshalb so bedeutsam, weil sich – vor allem im Ausland – häufig nur dann interessante und starke Partner für Immobilienprojekte finden lassen, wenn diesen nicht nur eine Minderheitsbeteiligung sondern ein gleichwertiger Anteil und Mitspracherecht eingeräumt werden kann.

Volumen nach Anlegergruppen

Die aktuelle Struktur der Spezialfonds-Inhaber nach dem investierten Vermögen lässt eine starke Dominanz der Versicherungswirtschaft und der institutionalisierten Altersversorgung mit zusammen 7,3 Mrd. € bzw. 80,8% der Anlagegelder erkennen (vgl. die Tabelle 3).

Aggregierte Bundesanzeiger-Auswertung der Veröffentlichungen der Immobilien-Spezialfonds (jeweils Jahresende trotz der bekannten Vorbehalte)

	1999	2000	2001
Anzahl der ausgewerteten Immobilien-Spezialfonds (Erfassungsgrad)	24 (72%)	39 (93%)	46 (92%)
Stichtage der ausgewerteten Rechenschafts- und Halbjahresberichte	9 bis 12/1999	9 bis 12/2000	8 bis 12/2001
Fondsvolumen der ausgewerteten Immobilien-Spezialfonds in Mill. Euro (Erfassungsgrad)	4.473 (97%)	6.194 (97%)	8.133 (93%)
Anzahl der Liegenschaften	411	564	740
· davon Inland	341 – 83%	424 – 75%	512 – 69%
· davon in EU ex D	70 – 17%	140 – 25%	227 – 31%
· davon USA	–	–	1 – 0,1%
Summe der verwalteten m ²	1.917.112	2.983.088	4.258.959
· davon Inland	79%	74%	65%
· davon in EU ex D	21%	26%	35%
· davon USA	–	–	1.045 m ²
Flächennutzung			
Gewerblich	89%	92%	91%
Wohnen	11%	8%	9%
Volumen der Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften in Mill. Euro (Erfassungsgrad in Prozent)	21 (48%)	184 (78%)	308 (89%)
· davon Inland	0 – 0%	24 – 13%	24 – 8%
· davon in EU ex D	21 – 100%	160 – 87%	284 – 92%
· davon USA	–	–	–

Dabei haben die Versicherungsunternehmen ihren 45,3%-Anteil von 1999 behauptet, während der Anteil der institutionalisierten Altersversorgung von 30,9% auf 35,6% in 2001 angestiegen ist. Auch noch sehr stark vertreten sind die ausländischen Spezialfondsinhaber (864 Mio. € beziehungsweise 9,6%), die in den Immobilien-Spezialfonds offenbar ein sehr geeignetes Instrument zum Aufbau und zur Verwaltung eines deutschen Immobilienportfolios erkannt haben. Eine vergleichsweise geringe Bedeutung haben dagegen die inländischen Wirtschaftsunternehmen, die Ende 2001 auf lediglich 2% des

Gesamtvolumens oder 181 Mio. € kamen, hiervon 106 Mio. in der Hand von Kreditinstituten.

Belegenheit und Nutzung der verwalteten Immobilien

In der Vergangenheit wurde wiederholt von interessierter Seite eine angeblich unzureichende Transparenz der Offenen Immobilienfonds kritisiert. Diese Kritik ist jedoch mindestens teilweise unberechtigt, da durch Auswertung der gesetzlich vorgeschriebenen Veröffentlichungen eine Vielzahl von Informationen erhältlich ist. Auf der Auswertung der im Bundesanzeiger veröffentlichten Rechenschafts- sowie Halbjahresberichte der Spezialfonds beruht auch die Tabelle 4.

Diese zeigt vor allem einen starken Trend zum Erwerb von Immobilien im europäischen Ausland. Innerhalb von nur zwei Jahren stieg der Auslandsanteil der Bestandsimmobilien nach der Anzahl von 17% auf 31% und nach der Fläche von 21% auf 35%. Darüber hinaus besitzt ein Fonds ein Objekt mit gut 1000 Quadratmetern in den USA, also im nichteuropäischen Ausland, das zwar die Prozentzahlen nicht wesentlich beeinflusst, das jedoch nicht nur wegen seiner Einzigartigkeit hier erwähnt werden soll. Vielmehr ist dieses Objekt der Vorbote für verstärkte und möglicherweise sogar massive Immobilienkäufe der inländischen Fonds vor allem in den USA,

aber auch in den anderen weltweiten Immobilienmärkten. Grund für diese erwartete Entwicklung ist zum einen die wachsende Erkenntnis, dass bei Immobilien eine globale Streuung des Portfolios genau wie bei Wertpapieren vorteilhaft ist, und zum anderen die Streichung der 20%-Grenze für die Anlage Offener Immobilienfonds in Ländern außerhalb des EWR durch das 4. FMG.

Weiterhin zeigt die Auswertung der Berichte, dass die Beteiligung an Grundstücksgesellschaften vor allem für Liegenschaften im europäischen Ausland genutzt wird. Lediglich im Jahr 2000 beteiligten sich die Spezialfonds mit einem Volumen von 24 Mio. € an inländischen Grundstücksgesellschaften, das sind heute 8% aller Beteiligungen (wobei die Auswertung leider nicht sämtliche Fälle erfasst).

Die Flächennutzung der Bestandsimmobilien zeigt ein relativ gleich bleibendes Verhältnis zwischen einer gewerblichen Nutzung von ca. 90% und Wohnraum von ca. 10% der gesamten Flächen.

Erweiterte Möglichkeiten nach dem 4. Finanzmarktförderungsgesetz

Während die Offenen Immobilienfonds durch das 2. und 3. FMG (1994 und 1998) kaum beachtet wurden, bringt jetzt das 4. FMG eine ganze Reihe von Änderungen:

- Anlagegrenze von 20% des Fondsvermögens außerhalb des EWR wird ersatzlos gestrichen
- Es wird lediglich eine 30%-Grenze für Währungsrisiken eingeführt, doch kann bei entsprechender Absicherung der gesamte Fonds außerhalb des EWR investiert werden
- Neuregelung der Risikostreuungs-Vorschriften erleichtert die Auflegung kleinerer Fonds, denn künftig genügen nach der Auflegungsphase vier Objekte anstelle von bisher zehn Objekten.
- Anlagegrenze von 20% des Fondsvermögens in Grundstücksbeteiligungsgesellschaften wird auf 49% angehoben, wobei bis zu 20% des Fondsvermögens in Minderheitsbeteiligungen angelegt werden darf
- Anlagegrenzen werden auf das Brutto-Fondsvolumen (Nettoinventarwert zzgl. Verbindlichkeiten) bezogen
- Zusätzliche Vorkehrungen gegenüber einer Abhängigkeit von Sachverständigen von einzelnen Immobilien-KAGs
- Börsentägliche Berechnung des Fondspreises für Publikumsfonds

Von diesen Änderungen werden vor allem die Zulassung von Minderheitsbeteiligungen und der Wegfall der Anlagegrenze für außereuropäische Immobilien für einen zusätzlichen Schub bei Offenen Immobilien-Spezialfonds sorgen.

Till Entzian ist als Rechtsanwalt in Frankfurt auf die Beratung von Investmentfonds-Gesellschaften spezialisiert. Er veröffentlicht gemeinsam mit Dr. Kandlbinder die Spezialfondsstudien und ist Vorsitzender des BVI-Ausschusses für Rechtsfragen. Er arbeitet sieben Jahre für den BVI Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften, wo er sich zunächst mit internationalen Fragen des Investmentwesens und anschließend mit der Entwicklung und Auslegung der inländischen investimentrechtlichen und -steuerlichen Regelungen beschäftigte. Anschließend sammelte er Praxiserfahrung bei der DEVIF (heute Union Investment Institutional), wo er fast zwei Jahre für Grundsatzfragen und Produktpolitik zuständig war.

*) Dieser Aufsatz beruht auf den Erkenntnissen, die Dr. Hans Karl Kandlbinder, Investmentberatung für institutionelle Anleger, Grafing bei München, und Till Entzian, Rechtsanwalt, Frankfurt am Main, im Rahmen der alljährlichen großen Studie über Immobilien-Spezialfonds gewonnen haben. Die noch umfangreichere vollständige Analyse ist in Heft 13 der Zeitschrift „Immobilien & Finanzierung – Der Langfristige Kredit“ erschienen und kann bei Interesse beim Verlag Helmut Richardi (www.kreditwesen.de) oder den Autoren (entzian@kagg.de; spezialfonds@kandlbinder.de) angefordert werden.