

Schwerpunkt Immobilien-Spezialfonds

Wachstum mit Hindernissen

Die erfreuliche Entwicklung der Immobilien-Spezialfonds verläuft nicht gradlinig, sondern ist bei einigen Gesellschaften mit Hochs und Tiefs verbunden bis hin zur Insolvenz. Die strengen Regulierungsaufgaben insbesondere der BaFin machen es Marktteilnehmern nicht leichter. Beim Vergleich einzelner geografischer Räume lässt sich feststellen, dass die Bedeutung der Objekte im Euroraum abnimmt. Generell wird bei ausländischen Immobilien häufiger die Investition über Objektgesellschaften gewählt. Inhaltlich gesehen nimmt die Bedeutung von Büroimmobilien ab, Handels- und Gastronomieobjekte hingegen werden für Anleger interessanter. Eine weitere Überlegung gilt der Investition in die Infrastruktur. Insgesamt ist der Autor vom weiteren Wachstum der Immobilien-Spezialfonds überzeugt.

Red.

Das vergangene Jahr hielt für die Immobilien-Spezialfonds-Branche erfreuliche Höhen wie das Wachstum von 18 Prozent bereit. Aber es gab auch unerfreuliche Tiefen wie die Notwendigkeit zur Registrierung nach dem neuen KAGB und interessante Erfahrungen wie die erste Insolvenz einer Spezialfondsgesellschaft.

Wachsende Bedeutung der Immobilien-Spezialfonds

Das Nettomittelaufkommen der Immobilien-Spezialfonds war 2013 mit 17 Prozent ihres Jahresanfangsvolumens erfreulich hoch. Selbst wenn die Branche noch immer in einem Wachstumsmarkt aktiv ist und im Schnitt der letzten Jahre und Jahrzehnte durchaus zweistellige Wachstumsraten gewöhnt ist, haben die Anleger das Volumen nur selten noch stärker erhöht – nämlich zuletzt 2009 um 22 Prozent und vorher 2001 und 2002 um jeweils rund 33 Prozent. In den drei Vorjahren 2010 bis 2012 lagen Mittelzuflüsse und Wachstum nur bei etwa elf Prozent, mit ansteigender Tendenz.

Im Vergleich mit den Publikumsfonds nimmt die Bedeutung der Immobilien-

Spezialfonds bereits seit zehn Jahren stark zu. Seit 2004 liegen die Mittelzuflüsse der Spezialfonds über denen der Publikumsfonds. Hintergrund ist die Abkehr der Privatanleger von den Offenen Immobilienfonds, die zwar rational falsch, aber aufgrund der negativen Berichterstattung und den teilweise hektischen und nicht immer durchdachten Gesetzesänderungen verständlich ist. Rational ist die Kritik, die sich an den Liquiditätsbedingten Rücknahmeaussetzungen entzündet, unlogisch. Denn eine wenn auch nicht durchgehend garantierte Rückgabemöglichkeit ist immer noch besser, als wenn man – wie bei den geschlossenen Fonds – von vornherein überhaupt keine Rückgabemöglichkeit hat.

Ebenso unlogisch erscheint die Reaktion des Gesetzgebers, die Rückgabemöglichkeiten auch für Immobilienfonds mit ausreichender Liquidität durch die neue Fristenregelung willkürlich einzuschränken und die Attraktivität für die Anleger unnötig einzuschränken. Immerhin konnte die Branche in den Publikumsfonds in den letzten zwei Jahren jeweils über drei Milliarden Euro und im laufenden Jahre bereits 1,4 Milliarden Euro Nettomittelzuflüsse erzielen. Aber ob nochmal die Begeisterung aufkommen wird, die in früheren Jahren die drei- bis fünffache Summe zufließen ließ, erscheint eher ungewiss.

Das Nettofondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds betrug Ende 2013 44,2 Milliarden Euro und damit mehr als die Hälfte des Publikumsfondsvolumens von 82,5 Milliarden Euro. Noch vor zehn Jahren musste der an dieser Stelle verwendete Vergleichschart das Spezialfondsvolumen zehnfach vergrößern, um es neben dem Publikumsfondsvolumen überhaupt sichtbar machen zu können. Wenn sich

die aktuelle Entwicklung fortsetzt, könnten die Spezialfonds die Publikumsfonds bereits in drei bis vier Jahren überflügeln.

Die wachsende Nachfrage nach Immobilien-Spezialfonds hat in den Vorjahren eine Reihe neuer Anbieter auf den Plan gerufen, sodass die Zahl zum Beispiel 2012 um sechs Immobilien-Spezialfondsgesellschaften auf 38 angestiegen war. Diese Entwicklung hat sich 2013 jedoch nicht fortgesetzt; nicht eine neue Gesellschaft kam hinzu. Vielmehr sind Anzeichen einer Konsolidierung zu erkennen. So hat die erst 2011 gegründete Global First Asset, die bis dahin keinen Fonds aufgelegt hatte, ihre Geschäftserlaubnis in 2013 zurückgegeben. Im Frühjahr 2014 ist dann ein Insolvenzantrag gegen die Gesellschaft gestellt worden, was eine Premiere für eine Kapitalanlagegesellschaft sein dürfte.

Das Auf und Ab der Branche

Darüber hinaus sind die Namen zwei weiterer Anbieter aus der Liste zu streichen, und zwar zwei altbekannte Namen: Die iii-investments, früher iii-GmbH, hatte 1959 den ersten Offenen Immobilienfonds gegründet, der in Deutschland überhaupt aufgelegt worden ist. Ende 2013 hat sich die Hypovereinsbank (HVB) von ihrer Tochtergesellschaft getrennt und diese an die BNP Paribas Real Estate SAS, Paris, verkauft. In diesem Zuge erhielt die iii ihren neuen Namen: BNP Paribas Real Estate Investment Management Germany GmbH. Bereits 2007 hatte die iii die Entscheidung getroffen, sich auf das institutionelle Geschäft zu fokussieren. Ende 2013 verwaltete die Gesellschaft neun Spezialfonds mit einem Gesamtvolumen von drei Milliarden Euro. Sie hatte nur sehr geringe Mittelrückflüsse in Höhe von 60 Millionen Euro zu verzeichnen.

Ferner hat die Immobilien-Spezialfondsgesellschaft der Commerzbank CRS ihre Erlaubnis zurückgegeben. Aus Sicht der Muttergesellschaft stellten sich die sieben Spezialfonds mit einem Volumen von 1,2 Milliarden Euro als defizitär dar. Das Geschäft ging an die Internos, indem die CRS auf die erst 2012 gegründete Internos Real Investors Kapitalanlagegesell-

Der Autor

Till Entzian

Rechtsanwalt, Frankfurt am Main



schaft verschmolzen wurde. Diese wurde zwischenzeitlich in Internos Spezialfondsgesellschaft mbH umbenannt. Sie gehört zur erst 2008 gegründeten Internos Global Investors, einer inhabergeführten, unabhängigen und international tätigen, auf Immobilien spezialisierten Investment-, Fonds- und Asset-Management-Plattform mit Hauptsitz in London. Durch den Erwerb der CRS konnte Internos das zuvor verwaltete Fondsvermögen mehr als verzehnfachen und erzielte auf diese Weise in 2013 den höchsten Zuwachs aller Immobilien-Spezialfondsgesellschaften. Der Anteil am Gesamtmarkt liegt demnach jetzt bei 2,4 Prozent.

Erfolgreiche Kandidaten

Den zweithöchsten Zuwachs erzielte Universal Investment, die ihr erfolgreiches Master-KAG-Konzept erst seit 2012 auch für Immobilien-Spezialfonds anbietet. Durch Mittelzuflüsse von 616 Millionen Euro konnte hier das administrierte Vermögen auf 690 Millionen Euro gesteigert werden, sodass bislang ein Marktanteil von 1,6 Prozent erreicht werden konnte. An dritter Stelle folgt die erst Ende 2012 gestartete Mondial KAG in München, die ihr Volumen ungefähr verfünffachen und damit einen Marktanteil von 0,7 Prozent erreichen konnte. Sehr erfolgreich ist offenbar auch der Ansatz der Zip in Frankfurt, sich ausschließlich als Master-KAG anzubieten und das Immobilienmanagement einem spezialisierten Immobilienmanager zu übertragen. Das Nettovolumen stieg 2013 von 0,6 auf 1,0 Milliarden Euro. Dies ergibt einen Marktanteil von 2,3 Prozent. Dieser dürfte weiter ansteigen, sobald die Anleger die offenbar angekündigten weiteren vier Milliarden Euro tatsächlich überwiesen haben werden.

Die IVG dominierte früher den Wettbewerb mit einem Marktanteil von mehr als zwei Drittel, hatte sie sich doch von Anfang an ausschließlich auf Immobilien-Spezialfonds konzentriert, während dieses Instrument für die anderen Immobilien-KAGen noch auf lange Zeit eine Art Nebenprodukt blieb, dem man nur Zeit und Aufmerksamkeit widmete, wenn hierfür neben den Publikumsfonds noch Kapazitäten übrig waren. Durch den energischen Markteintritt einer ganzen Reihe von Wettbewerbern ist der Marktanteil der IVG jedoch kontinuierlich abgeschmolzen und betrug Ende 2013 nur noch 15,5 Prozent, das sind drei Prozentpunkte weniger als im Vorjahr. Ein Grund für den

Abbildung 1: Entwicklung des Volumens von Offenen Immobilien-Publikums- und -Spezialfonds (Angaben in Milliarden Euro)

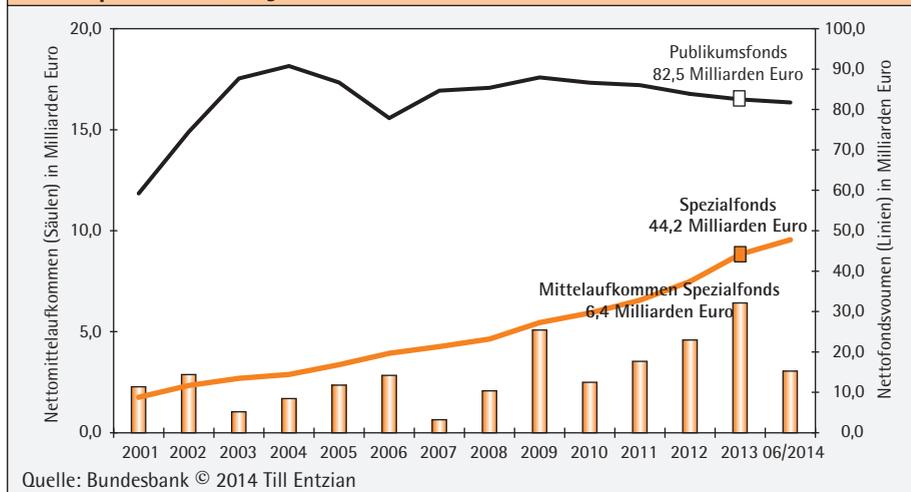
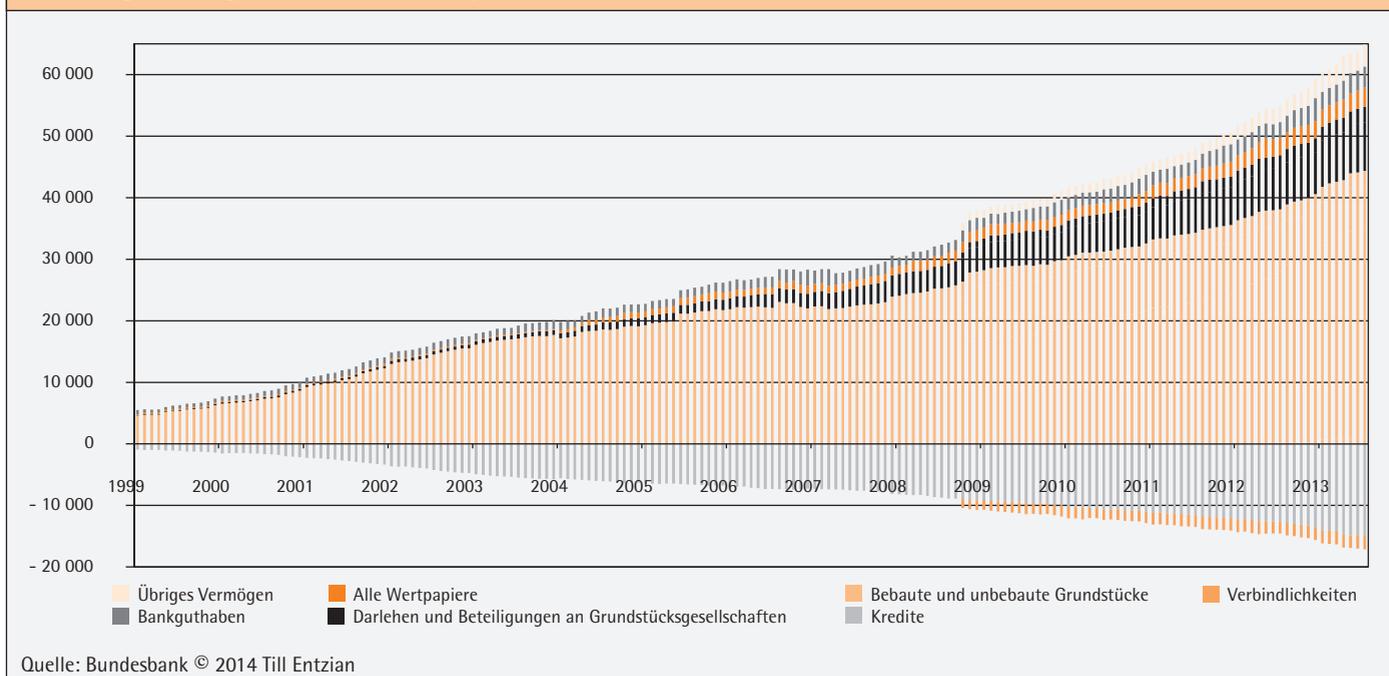


Abbildung 2: Anbieter von Immobilien-Spezialfonds

Gesellschaft	Anzahl der Immobilien-Spezialfonds	Fondsvermögen in Millionen Euro	Veränderung in Millionen Euro	Veränderung in Prozent	Marktanteil in Prozent	Veränderung gegenüber 2012 in Prozentpunkten
Aachener Grund	12	2 684,7	450,2	20,1	6,1	0,3
Aberdeen Immobilien	6	1 613,8	705,8	77,7	3,7	1,3
AIK	10	1 666,8	130,5	8,5	3,8	- 0,2
Ampega-Gerling	7	279,6	17,5	6,7	0,6	0,0
Art Invest	5	80,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Axa Investment Managers	12	1 207,1	193,1	19,0	2,7	0,1
BNP Paribas Reim (iii-Investments)	9	2 995,8	- 73,6	- 2,4	6,8	- 1,1
CRS	0	0,0	- 1 210,0	- 100,0	0,0	- 3,1
CSAM Immo	0	0,0	- 0,1	- 100,0	0,0	0,0
Deka Immo	8	1 293,4	120,4	10,3	2,9	- 0,1
Gentum Immobilien	2	400,0	290,0	263,6	0,9	0,6
Hansainvest	11	2 416,1	346,4	16,7	5,5	0,2
Zip Institutional Investment Partners	9	1 000,0	400,0	66,7	2,3	0,7
iii European Property Sicav-FIS	1	226,0	7,6	3,5	0,5	0,0
Intreal	16	1 500,8	606,3	67,8	3,4	1,1
Internos Real Investors	19	1 074,1	999,1	1 332,1	2,4	2,2
IVG	40	6 858,2	- 392,8	- 5,4	15,5	- 3,1
IVG Lux	1	103,1	- 216,8	- 67,8	0,2	- 0,6
Lasalle ¹⁾	7	192,9	- 0,1	- 0,1	0,4	- 0,1
Meag	5	1 046,9	- 5,3	- 0,5	2,4	- 0,3
Mondial	2	300,0	250,0	500,0	0,7	0,6
Morgan Stanley ¹⁾	1	107,5	0,0	0,0	0,2	0,0
Patrizia Gewerbe-Invest	25	2 657,7	711,7	36,6	6,0	1,0
Patrizia Wohn-Invest	11	651,2	64,1	10,9	1,5	0,0
Quantum Immobilien	6	1 700,0	954,8	128,1	3,7	1,8
Real IS Investment	10	464,0	231,2	99,3	1,1	0,5
RREEF Spezial Invest	10	2 669,2	145,5	5,8	6,0	- 0,4
Schroder Property KAG mbH	2	374,4	37,0	11,0	0,8	0,0
SEB Asian Property Fund	1	158,8	- 56,6	- 26,3	0,4	- 0,2
SEB Investment	5	1 997,8	284,8	16,6	4,5	0,1
TMW Pramerica ¹⁾	4	1 086,0	- 8,3	- 0,8	2,5	- 0,4
UBS RE KAG	8	260,9	29,4	12,7	0,6	0,0
UIIP	8	1 516,2	231,3	18,0	3,4	0,1
Union Investment Real Estate	1	197,1	- 5,2	- 2,6	0,4	- 0,1
Universal Investment	10	687,0	606,6	754,5	1,6	1,3
Warburg - Henderson	14	3 342,2	442,8	15,3	7,6	0,1
Westinvest	4	612,5	82,0	15,5	1,4	0,0
Gesamt	312	44 174,8	5 218,6	13,4	100,0	-

¹⁾ 2012

Abbildung 3: Anlagen der Immobilien-Spezialfonds (Angaben in Millionen Euro)



Rückgang waren auch Mittelrückflüsse von netto 282 Millionen Euro. Bei 40 Mandaten, die zum Teil schon recht lange laufen, ist es nicht überraschend, wenn mal ein Fonds liquidiert wird.

Die Statistik weist bei der IVG sogar einen Rückgang von acht Sondervermögen aus. Diese Angabe täuscht jedoch, genau wie bei den anderen Anbietern, die die Auflösung von zum Teil sehr vielen Fonds anzeigen, wie etwa die BNP mit minus 25 oder die Union mit minus 16 Mandaten. Denn bei den hier aufgelösten Fonds handelt es sich durchweg nicht um tatsächlich aufgelegte Manda-

te, sondern um Vorratsfonds, die aus – berechtigter – Furcht vor der seinerzeit unmittelbar bevorstehenden Umstellungsverfahren auf das KAGB aufgesetzt worden sind.

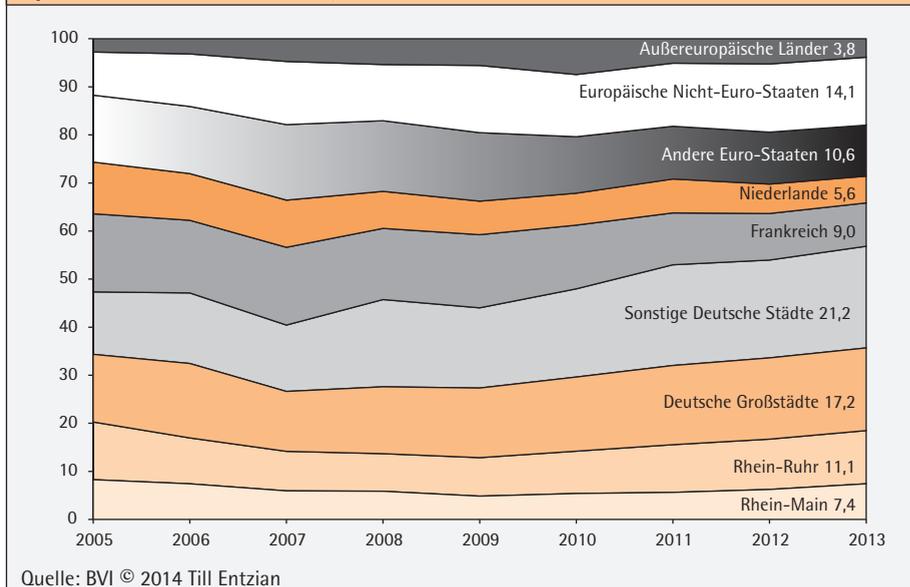
Auswirkungen der neuen Regulierung

Obwohl alle Kapitalanlagegesellschaften bei der BaFin bereits ein strenges Erlaubnisverfahren durchlaufen haben und der gleichen engmaschigen Aufsicht unterliegen, die nach der OGAW-Richtlinie vor-

gesehen ist, mussten alle KAGen, die nicht ausschließlich OGAW-konforme Fonds verwalten – und das sind nahezu alle KAGen – bei der BaFin eine neue Geschäftserlaubnis nach den Regeln des KAGB, dem im Juni 2013 in Kraft getretenen Kapitalanlagegesetzbuch, beantragen. Hier wäre es durchaus sinnvoll gewesen, wenn die deutsche Seite bei der Formulierung der AIFM-Richtlinie auf eine passende Ausnahmeregelung beziehungsweise eine Regelung zur Anerkennung bereits vorhandener gleichwertiger Beaufsichtigung bestanden hätte. Immerhin sind etwa 80 Prozent der inländischen Fonds keine richtlinienkonformen Sondervermögen, werden aber im Prinzip nach den gleichen Regelungen wie die richtlinienkonformen Sondervermögen beaufsichtigt.

Da man versäumt hat, auf einer sachgerechten Regelung zu bestehen, hätte man wenigstens das Erlaubnisverfahren auf den geringstmöglichen Aufwand beschränken können. Aus anderen Ländern wird berichtet, dass in vergleichbaren Fällen ein fünfseitiger Antrag mit entsprechenden Verweisen auf die bereits vorliegende Erlaubnis ausreichte. Nicht so unsere BaFin, die unter anderem für jeden bereits bestehenden Spezialfonds eine ausführliche Dokumentation, für jedes Aufsichtsratsmitglied einer KAG ein neues, vom Aufsichtsrat natürlich selbst zu beschaffendes polizeiliches Führungszeugnis und dergleichen mehr angefordert hat. Sie war noch nicht einmal bereit, bereits der BaFin vorliegende Unterlagen aus ande-

Abbildung 4: Geografische Verteilung der Objekte der Immobilien-Spezialfonds nach Wert (Angaben in Prozent)



ren Abteilungen anzufordern. Für einzelne Gesellschaften summierten sich die Unterlagen auf fünf bis sogar sechsstellige Seitenzahlen; insgesamt sollen 1,2 Millionen Seiten eingereicht worden sein – und das nur zu dem Zweck, bereits bestehende Erlaubnisse auf ein neues Gesetz umzustellen. Dabei hatte die BaFin die Übergangsvorschriften dahingehend ausgelegt, dass ab Juni 2013 bis zur Erteilung der neuen Erlaubnisbescheide keine neuen Spezialfonds mehr aufgelegt werden durften. Da nicht absehbar war, wie lange die Gesellschaften für die Erstellung der 1,2 Millionen Antragsseiten und die BaFin zur Prüfung derselben benötigen würde, hatten viele KAGen auf eigene Rechnung die Vorratsfonds aufgelegt. Denn bereits bestehende Sondervermögen durften unbeschadet des neuen Gesetzes verwaltet und auch an neue Anleger vertrieben werden. Und alle nicht benötigten Vorratsfonds wurden nach Erteilung der neuen Geschäftserlaubnis natürlich wieder aufgelöst.

Investitionswerte und Hebel

Bei einem Nettofondsvolumen von 44,2 Milliarden Euro (Ende 2013) betrug der Verkehrswert der direkt gehaltenen Objekte 41,1 Milliarden Euro. Der Wert, der indirekt, das heißt über Grundstücksgesellschaften gehaltenen Objekte erfasst, ist leider nicht bekannt. Die Gründe für die Wahl eines indirekten Erwerbs sind vielfältig. So besteht nur bei Einschaltung einer Objektgesellschaft eine einfache Möglichkeit, weitere Partner an Bord zu holen: etwa einen zweiten, gleichberechtigten Investor oder den Objektentwickler. Steuerliche Gründe können natürlich ebenfalls eine Rolle spielen, ebenso eine Fremdfinanzierung, die sich je nach Struktur in einer separaten Gesellschaft leichter umsetzen lässt.

Bei ausländischen Objekten wird häufiger eine indirekte Struktur gewählt. Im Inland ist der Direkterwerb eher die Regel. Der Wertansatz der Beteiligungen an solchen Objektgesellschaften ist 2013 von 6,2 auf 7,5 Milliarden Euro gestiegen, der Wert, der an diese Gesellschaften vergebenen Darlehen erhöhte sich von 1,8 auf 2,3 Milliarden Euro. Insgesamt sind die Immobilien-Spezialfonds also mit weiteren zehn Milliarden Euro – indirekt – investiert. Der Wert der auf diese Weise erworbenen Objekte ist leider nicht bekannt. Er kann durch die innerhalb der Objektgesellschaften vorgenommene Fremdfinanzierung nochmals höher liegen. Setzt

man den Wert der Beteiligungen und Darlehen bei den Objektgesellschaften mit den Objektwerten gleich, errechnet sich ein Hebel von 1,15 zwischen dem von den Anlegern eingesetzten Eigenkapital und dem Wert der Immobilien. Durch die angesprochene Fremdfinanzierung in den Objektgesellschaften wird dieser Hebel höher liegen, ist aber offensichtlich von der gesetzlichen Obergrenze von 1,95 noch deutlich entfernt.

Bereits anhand dieser Darstellung lässt sich erkennen, dass die Bedeutung von Objekten im Euroraum seit 2009 kontinuierlich abnimmt. Deren Wertansatz hat sich von 8,6 Milliarden Euro 2009 auf nunmehr 6,9 Milliarden Euro reduziert – und das trotz des steigenden Gesamtvolumens. Das Gleiche gilt für Objekte in Nicht-EWWU-Ländern. Hier fand eine Reduzierung von 2,4 auf 2,1 Milliarden Euro im gleichen Zeitraum statt. Objekte außerhalb der EU – und dazu gehören mit der Schweiz, USA und Japan durchaus beliebte Anlagemärkte – stagnieren bei 0,3 Milliarden Euro. In allen genannten Ländern kommen jedoch die erwähnten Objektgesellschaften zum Einsatz. Und hier hat sich der Wertansatz im gleichen Zeitraum von 5,1 Milliarden Euro auf inzwischen 10,4 Milliarden Euro (Mitte 2014) verdoppelt.

Rückgang ausländischer Objekte

Eine genauere geographische Verteilung der Anlageobjekte der Immobilien-Spezialfonds zeigt die Statistik des BVI, auch wenn diese nur gut 70 Prozent des Ge-

samtmarktes erfasst. Danach geht die Bedeutung ausländischer Objekte tatsächlich zurück. Besonders anschaulich ist diese Entwicklung am Beispiel Frankreichs, wo noch 2007 über 16 Prozent aller Objekte gelegen waren – inzwischen sind es nur noch neun Prozent. Aber auch die Bedeutung aller anderen erfassten Auslandsmärkte geht mal mehr mal weniger stark zurück. Dafür konzentrieren sich die Fonds auf inländische Mittel- und Kleinstädte. Die Anlagen außerhalb der Rhein-Main-, Rhein-Ruhr- und Großstadtreionen wurden seit 2007 von 13,8 auf 21,2 Milliarden Euro aufgestockt. Die Investitionen in den großen Zentren wuchsen ebenfalls, allerdings nicht so stark.

Die ebenfalls vom BVI ermittelten Nutzungsarten der Anlageobjekte zeigen vor allem die weiterhin abnehmende Bedeutung von Büroimmobilien. Lag deren Anteil in den Portfolien 2006 noch bei zwei Dritteln, ist er jetzt auf 41 Prozent zurückgegangen. Dafür nimmt das Gewicht von Handels- und Gastronomieobjekten weiterhin zu. Allein im vergangenen Jahr ist ihr Anteil von 22 auf 24 Prozent angestiegen – 2006 lag er noch bei 16 Prozent. Der Anteil der Wohnimmobilien war immer sehr gering gewesen, hat teilweise unter drei Prozent und nie über fünf Prozent gelegen. Auch vor zwei Jahren, als über die Auflegung mehrerer auf Wohnimmobilien beschränkter Spezialfonds zu berichten war, hatte ihr Anteil am Gesamtportfolio nur bei vier Prozent gelegen. Nunmehr werden Wohnimmobilien bei der BVI-Umfrage nicht mehr gesondert erfasst und finden sich nur noch unter den „Sonstigen“, die dadurch

Abbildung 5: Nutzungsart der Anlageobjekte (Angaben in Prozent)

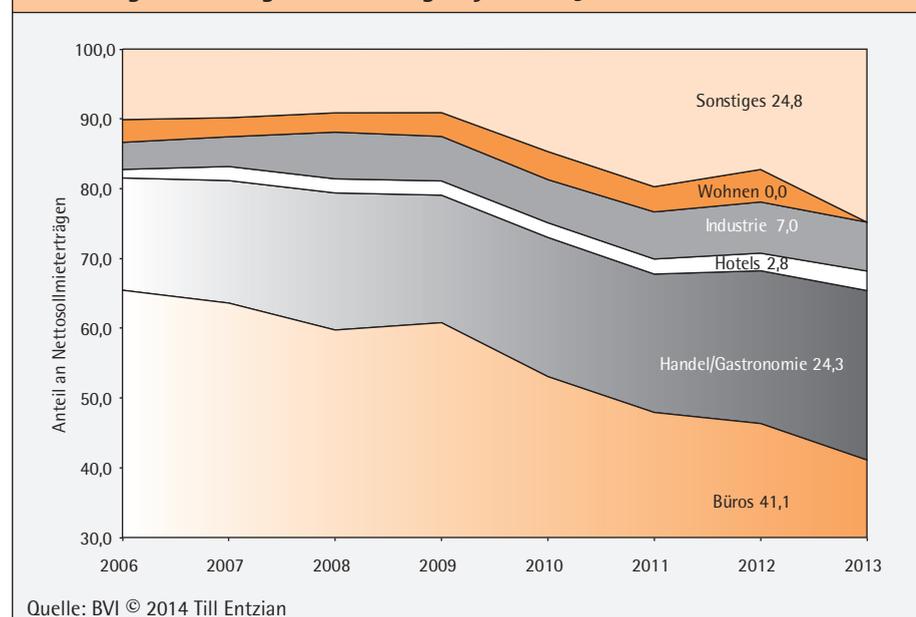
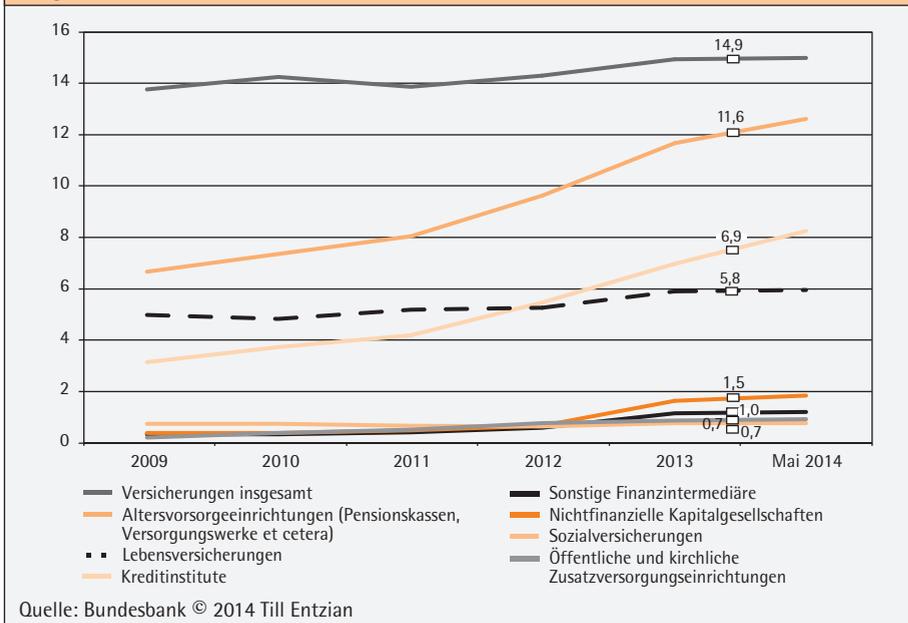


Abbildung 6: Anlegerzusammensetzung Immobilien-Spezialfonds
(Angaben in Milliarden Euro)



ja in die gleichen Objekte mit der gleichen Fremdfinanzierung investiert werden kann. Nur gibt es beim REIT eine eher volatile Marktbewertung während der Offene Immobilienfonds eine stabile Wertentwicklung auf Basis professionell geschätzter Verkehrswerte aufweist.

Investitionen in Infrastruktur

Auf europäischer wie auf nationaler Ebene werden zurzeit Überlegungen angestellt, wie die Sanierung überalternder Infrastruktur mit Hilfe privater Investoren geregelt werden könnte. Hierzu sollen mit den LTIFs (Long Term Investment Funds) neue Instrumente geschaffen werden, die die Anlage in nur schwer liquidierbaren Vermögensgegenständen ermöglichen sollen. Der Immobilien-Spezialfonds bietet an sich bereits eine passende Lösung an. Das wird die Politik nicht abhalten, die neuen Instrumente zu schaffen. Dann wird sich jedoch wieder der Unterschied zwischen einem durch Marktteilnehmer entwickelten Produkt wie dem Immobilien-Spezialfonds und einer durch Politiker am grünen Tisch erdachte Konstruktion erweisen.

So waren auch den G-REITs, genau wie den Hedgefonds, keine Erfolge gegönnt. Hinzu kommt aus Sicht des Steuerzahlers, dass er die Infrastrukturprojekte so oder so wird bezahlen müssen. Wenn diese nicht direkt aus dem Staatshaushalt finanziert werden, muss doch der Staat dem LTIF über Nutzungsgebühren oder andere Modelle einen laufenden Ertrag auszahlen. Den Aufwand eines LTIFs von der Errichtung über die Einhaltung aufsichtsrechtlicher Anforderungen bis zu den nach oben immer offenen Renditeerwartungen der Anleger wird er zusätzlich bezahlen müssen als Gegenleistung dafür, dass die Investition nicht im Staatshaushalt verbucht wird und so die Einhaltung einer Schuldenbremse erleichtert.

Unabhängig vom Fortgang solcher Überlegungen wird der Immobilien-Spezialfonds auch in den kommenden Jahren ein bewährtes Anlageinstrument institutioneller Anleger bleiben und dementsprechend weiterhin wachsen. Voraussichtlich wird es bei den Marktteilnehmern weiterhin hier und da eine kleinere Marktberingung geben, während jedoch alle Gesellschaften gute Chancen auf den Ausbau ihres Geschäfts haben werden. Hierauf deuten auch die Eigenkapitalzusagen hin, die den Gesellschaften in Höhe von vier bis zwölf Milliarden Euro je nach Grad der Verbindlichkeit vorliegen.

immerhin auf einen Anteil von einem knappen Viertel der Objekte kommen.

Der Anteil der Assekuranzen

Ende 2013 hatten die Versicherungsunternehmen fast 15 Milliarden Euro in Immobilien-Spezialfonds investiert und stellen damit unverändert, und wenig überraschend, weiterhin die wichtigste Anlegergruppe. Dabei geht der Zuwachs von 650 Millionen Euro nahezu ausschließlich auf das Konto der Lebensversicherungen, die ihre Anlagen von 5,2 auf 5,8 Milliarden Euro steigern konnten. Umgekehrt ist der Spezialfonds im Allgemeinen und der Immobilien-Spezialfonds im Besonderen auch aus Sicht der Versicherungen von großer Bedeutung.

Innerhalb von zwei Jahren ist der Anteil der Spezialfonds an den gesamten Kapitalanlagen der Versicherungen (ohne Rückversicherungen) von 25 auf 28 Prozent gestiegen. Hier zeigt sich, dass die Spezialfonds auch als Instrument genutzt werden, um die über die Versiche-

rungen hereinbrechende Regelungsflut zumindest auf dem Gebiet der Kapitalanlagen beherrschbar zu machen. Schließlich erleichtern die KAGen den Versicherungsunternehmen die Erfüllung diverser aufsichtsrechtlicher Reporting-Anforderungen durch passend vorbereitete Meldungen und Kennzahlen.

Die Anlage in Offenen Immobilienfonds ist im Gleichklang mit dem Gesamtvolumen angestiegen und liegt stabil bei immerhin 1,3 Prozent. Der Wert der Anteile beträgt mit 17,1 Milliarden Euro immerhin deutlich mehr als die Hälfte des Wertes der direkt gehaltenen Objekte, der ebenfalls angestiegen ist – und zwar auf 28,7 Milliarden Euro. Dagegen spielt die Anlage in geschlossenen Fonds mit 0,1 Prozent des Gesamtvolumens nur eine sehr kleine Rolle. Fast nicht messbar sind die 17 Millionen Euro, die in Anteile an REITs investiert worden sind. Die fehlende Begeisterung für dieses Produkt, das vorzüglich als bessere Alternative zu Offenen Immobilienfonds vorgestellt wird, ist hingegen nachvollziehbar. Sind doch die langfristigen Renditechancen mit denen eines Spezialfonds praktisch identisch, da

Abbildung 7: Kapitalanlagen der Erstversicherer

	2011		2013	
	in Millionen Euro	in Prozent	in Millionen Euro	in Prozent
Gesamt	1 188 092	100,00	1 298 250	100,00
Spezialfonds	293 872	24,70	362 979	28,00
Grundstücke direkt	26 063	2,20	28 660	2,20
Offene Immobilienfonds	15 084	1,30	17 138	1,30
Geschlossene Immobilienfonds	1 131	0,10	1 583	0,10
REITs	19	0,00	17	0,00