

## Immobilien-Spezialfonds 2008

# Spezialfonds spüren noch keine REITs – aber den Markt

Till Entzian

**Den nackten Zahlen folgend ging es dem Immobilien-Spezialfonds im Jahr 2007 schlecht: Gerade einmal ein Viertel der Netto-Mittelzuflüsse des Vorjahres konnten die Gesellschaften verzeichnen. Als Hintergrund vermutet der Autor in seiner Fortführung der traditionellen Kandlbinder-Studie, die nun auf Basis der Zahlen des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) erstellt wurde, Konkurrenzprodukte wie die Luxemburger Spezialfonds – neben den Effekten der deutlich spürbaren Finanzkrise. Mit einer Abschwächung letzterer und dem Auslaufen der „Exit Tax“-Regelung für REITs Ende 2009 sieht er das zurzeit gebremste Wachstum der Immobilien-Spezialfonds daher nur als eine vorübergehende Phase an. (Red)**

Die Statistik der Immobilien-Spezialfonds für das Jahr 2007 zeigt, dass sich das Volumen der Investmentfonds nicht verringert hat. Die Netto-Mittelzuflüsse pro Jahr betragen mit 751 Millionen Euro etwas mehr als ein Viertel des Vorjahres, als die Spezialfondsgesellschaften noch über 2,9 Milliarden Euro neue Anlegergelder einsammeln konnten. Damit betrug das Mittelaufkommen lediglich 3,5 Prozent des Vorjahres-Fondsvolumens; dies ist der niedrigste Wert seit über zehn Jahren.

## Leicht ansteigendes Fondsvolumen

Das Nettofondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds stieg 2007 von 20,4 Milliarden Euro auf 21,2 Milliarden Euro an. Dies entspricht einem Zuwachs um 3,9 Prozent. Das ist ein Viertel im Vergleich zum Vorjahr, als das Nettovolumen um knapp 15 Prozent gesteigert werden konnte. Ende Juni 2008 belief sich das Fondsvermögen auf 21,7 Milliarden Euro. Eine Steigerung um 0,5 Milliarden Euro, obwohl die Schließung eines Fonds im März 2008 mit einem Volumen von über 550 Millionen Euro mit entsprechenden Mittelabflüssen dazu geführt hat, dass es durch Mittelzuflüsse in gleicher Höhe per Saldo im laufenden Jahr bis Ende Juni 2008 einen Mittelzufluss von 292 Millionen Euro gab.

Dagegen ist das Vertrauen der Publikumsfonds-Anleger in die Offenen Immobilienfonds wieder zurückgekehrt. Nachdem sie noch im Jahr 2006 per Saldo für 7,4 Milliarden Euro Anteilsscheine zurückgegeben hatten, führten die Anleger im vergangenen Jahr 6,7

Milliarden Euro neue Anlegergelder zu. Für das laufende Jahr zeichnet sich hier ein noch höheres Mittelaufkommen ab, denn die Nettomittelzuflüsse betragen allein im ersten Halbjahr 2008 bereits 4,1 Milliarden Euro.

Bei den Immobilien-Spezialfonds zeigt der Mittelzufluss von mehr als 800 Millionen Euro (wenn man die Mittelabflüsse durch die Schließung eines Fonds in Betracht zieht) in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres verglichen mit 120 Millionen Euro im Vergleichszeitraum des Vorjahres, dass immer noch keine Marktsättigung eingetreten ist.

Die deutschen REITs scheinen jedenfalls nicht der Grund für das aktuell geringe Interesse an Immobilien-Spezialfonds zu sein. Zwar wurde den „German REITs“ oder „G-REITs“ eine attraktiv erscheinende steuerliche Begünstigung mit in die Wiege gelegt, der zu Folge nur die Hälfte eines Veräußerungsgewinnes versteuert werden muss, wenn eine Immobilie an einen G-REIT veräußert wird (sogenannte „Exit Tax“). Dadurch kann der G-REIT inländische Grundstücke letztlich günstiger einkaufen als andere Immobilien-Vehikel, also auch günstiger als Immobilien-Spezialfonds. Eine Voraussetzung für diese Begünstigung ist, dass der G-REIT später an der Börse notiert werden muss.

Trotz dieser Steuerbegünstigung sind bisher lediglich zwei G-REITs börsennotiert, die zusammen ein Volumen von gut zwei Milliarden Euro aufweisen. Weitere sieben bis acht Milliarden Euro werden von neuen sogenannten „Vor-REITs“ verwaltet, also von Aktiengesellschaften, die sich für diesen Status registriert und damit die Verpflichtung auf sich genommen haben, später die Börsennotierung vorzunehmen. Auch ein Vor-REIT profitiert von dem steuerlichen Vorteil der Exit-Tax.

## Wachsendes G-REIT-Volumen

Nach Schätzungen wird in absehbarer Zeit mit einem G-REIT-Volumen von bis zu zehn Milliarden Euro gerechnet. Damit würden die deutschen REITs in kurzer Zeit immerhin ein Zehntel des Gesamtvolumens der Offenen Immobilien-Publikums- und -Spezialfonds (105 Milliarden Euro per Ende 2007) erreichen, sodass sie als konkurrierendes Investmentvehikel durchaus ernst zu nehmen sind.

Gleichzeitig tritt ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal zwischen den Immobilien-Sondervermögen und den REITs in den Vordergrund: Die unterschiedliche Bewertung. Immobilien-Sondervermögen werden mit dem aktuellen Marktwert bewertet, der auf Basis einer durch professionelle Sachverständige durchgeführten Einschätzung der aktuellen Immobilien-Verkehrswerte berechnet wird.

## Abweichung von Börsenbewertung und Nettoinventarwert

Dagegen erfolgt die Bewertung der REITs ausschließlich an der Börse. Natürlich wird auch bei REITs der Nettoinventarwert des Immobilienvermögens auf Basis der Verkehrswerte berechnet, doch bleibt dieser unverbindlich und handeln kann man die Anteile der REITs nur zu dem an der Börse gebildeten Kurs, der vom Nettoinventarwert abweichen kann. Diese Abweichung betrug beim ersten börsennotierten deutschen REIT, der Alstria Office REIT-AG, ein Drittel. Oder anders herum ausgedrückt: Der tatsächliche Wert der Aktie, das heißt der auf Basis der Verkehrswerte berechnete Nettoinventarwert, wäre 50 Prozent höher als der aktuelle Börsenkurs. Dieses Phänomen des „Abschlags“ des Börsenwertes auf den tatsächlichen Nettoinventarwert ist im Prinzip bei allen geschlossenen Fonds bekannt und dürfte viele langfristige sowie sicherheitsorien-

### Der Autor

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

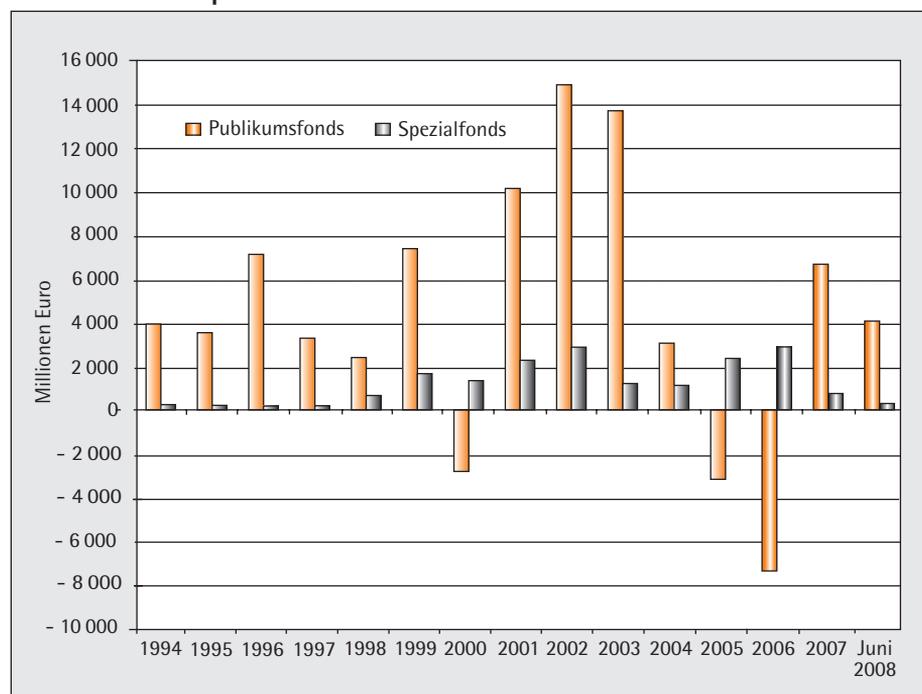
tierte Anleger auch bei REITs von einer Investition abhalten. Abhalten wird der Abschlag allerdings auch einige Vor-REITs, ihre Anteile tatsächlich an die Börse zu bringen, müssten die bisherigen Anleger ja befürchten, unmittelbar einen Verlust in Höhe des Abschlags zu erleben.

Schließlich wird die Wertentwicklung von Immobilien-Portfolios einen REIT durch das Abstellen auf die Börsenbewertung auch den dort üblichen Schwankungen und Stimmungen unterwerfen und die Volatilität auf ein für Immobilien untypisches Niveau, nämlich auf das der Aktienmärkte, anheben. Gerade für langfristig orientierte institutionelle Anleger dürfte die verlässlichere, abschlagfreie und stimmungsunabhängige Bewertung der Immobilien-Spezialfonds das attraktivere Modell sein.

### Neue Möglichkeiten durch das Investmentänderungsgesetz

Der Gesetzgeber hat die Unabhängigkeit der Sachverständigen gestärkt und durch das Investmentänderungsgesetz mehrere Neuerungen eingeführt. So dürfen die Sachverständigenausschüsse für Immobilien-Publikumsfonds nur noch aus genau drei Personen bestehen. Die Tätigkeit eines Sachverständigen für eine Kapital-

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



Quelle: BVI

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

anlagegesellschaft (KAG) ist zunächst auf höchstens sechs Jahre begrenzt und darf nur dann verlängert werden, wenn die Einnahmen des Sachverständigen aus seiner Tätigkeit für diese KAG weniger als 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen

betragen. Bei den Sitzungen der Ausschüsse dürfen keine Vertreter der KAG anwesend sein.

Für die Sachverständigenausschüsse muss eine Geschäftsordnung auf Basis

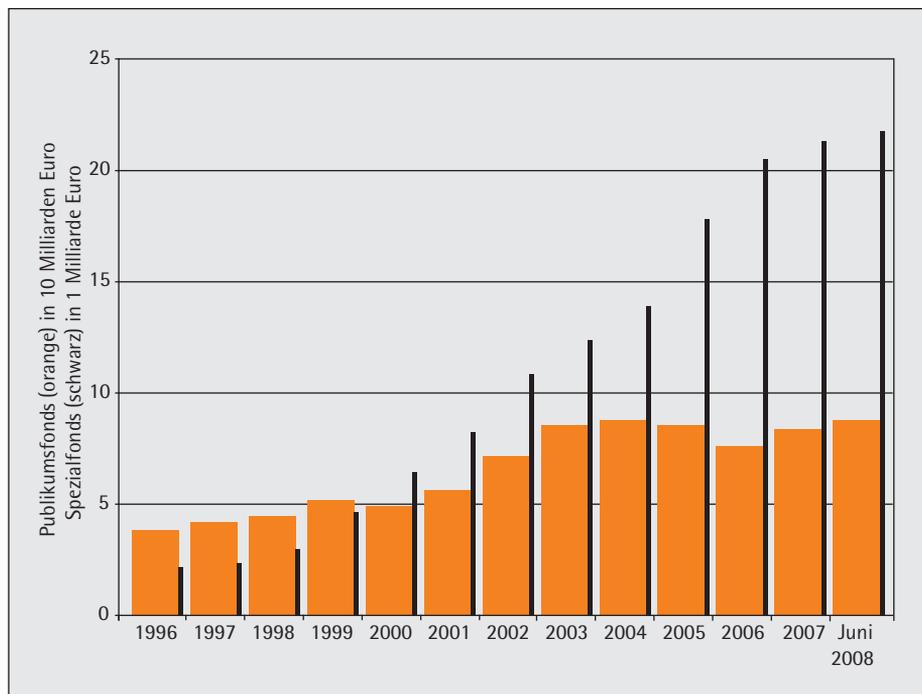
### Entwicklung Fondsvolumen und Mittelaufkommen der Immobilienfonds – Publikums- und Spezialfonds

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	in Millionen Euro	in Prozent vom Vorjahr
	251	8 216	88,0	685	12	1989	9	1 108	12,0	123	152	
	-118	8 390	95,0	655	12	1990	9	1 265	5,0	68	69	
	7 466	21 840	94,0	1 508	14	1993	9	1 443	6,0	161	615	
	7 113	37 023	95,0	2 530	14	1996	13	2 144	5,0	165	147	
8,8	3 274	40 493	95,0	2 589	15	1997	16	2 303	5,0	144	146	6,8
5,9	2 392	43 137	94,0	2 593	16	1998	21	2 951	6,0	141	646	28,0
17,3	7 483	50 403	92,0	2 854	17	1999	30	4 618	8,0	149	2 016	68,3
-5,6	-2 821	47 919	88,0	2 447	19	2000	36	5 961	12,0	156	1 121	24,3
15,3	7 312	55 868	87,0	2 693	19	2001	43	8 216	13,0	179	2092	35,1
26,7	14 903	71 165	86,4	3 105	22	2002	50	10 785	13,6	195	2305	28,1
19,3	13 720	85 172	87,4	3 276	26	2003	61	12 318	12,6	202	1209	11,2
3,6	3 058	87 191	86,3	2 906	30	2004	72	13 851	13,7	192	1124	9,1
-3,9	-3 428	85 129	82,7	2 432	35	2005	101	17 759	17,3	176	2567	18,5
-8,7	-7 395	75 545	78,7	1 937	39	2006	108	20 429	21,3	189	2889	16,3
8,8	6 680	83 426	79,7	1 986	42	2007	118	21 238	20,3	180	751	3,7
4,9	4 074	87 160	80,1	2 027	43	2008 (Juni)	117	21 702	19,9	185	292	1,4

Quelle: Deutsche Bundesbank

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

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



Quelle: BVI jeweils Jahres- bzw. Monatsultimo

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

eines mit der BaFin abgestimmten Musters geschaffen werden. Der Hauptgutachter eines Objekts muss alle zwei Jahre wechseln. Außerdem sind die Sachverständigenausschüsse nur noch für die laufende Bewertung zuständig, nicht mehr für die Erstbewertung. Durch diese Regelung soll der Sachverständigenausschuss bei der laufenden Bewertung unabhängiger werden, weil er nicht in die vorangegangene Kaufpreisermittlung eingebunden war. Bei Spezial-Immobilienfonds darf die Tätigkeit der Ausschüsse mit Zustimmung der Anleger anders organisiert werden.

#### **Erstbewertung nicht mehr abhängig von Anteilwertermittlung**

Die „Erstbewertung“ der Immobilien zum Kaufzeitpunkt wird stattdessen von einem Sachverständigen vorgenommen, der in keinem der für die KAG tätigen Sachverständigenausschüsse Mitglied ist. Diese Erstbewertung ist nicht mehr für die Anteilwertermittlung maßgeblich, sondern dient nur der Überprüfung des gezahlten Kaufpreises. Die Anteilwertermittlung erfolgt dagegen auf Basis des Kaufpreises zuzüglich der über die geplante Haltedauer, maximal aber zehn Jahre, abzuschreibenden Anschaffungsnebenkosten. Erst nach der ersten, in der Regel ein Jahr später erfolgenden Bewertung durch den Sachverständigenausschuss ist der dann ermittelte Ver-

kehrwert Grundlage für die Anteilwertberechnung.

Bereits im vergangenen Jahr wurde von der Neugründung der Patrizia Immobilien KAG mbH in Augsburg berichtet. Die Zielsetzung lautete, Spezialfonds mit deutschen beziehungsweise europäischen Wohnimmobilien aufzulegen. Inzwischen hat der erste Immobilien-Spezialfonds ein erstes Geschäftsjahr mit einem Volumen von 18 Millionen Euro abgeschlossen. Auch die Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH legte 2007 ihren ersten Immobilien-Spezialfonds auf, der zur Jahresmitte 2008 ein Volumen von 194 Millionen Euro aufwies.

Erstmals wurde mit der SEB Asian Property Fund Sicav-Fis die Auflegung eines Luxemburger Immobilien-Spezialfonds gemeldet. Mit diesem Vehikel und einem Volumen von mittlerweile 174 Millionen Euro (per Stand 30. Juni 2008) meldet sich die SEB gleichzeitig wieder im Kreis der Spezialfondsanbieter zurück, aus dem sie sich 2004 durch Umwandlung ihres einzigen Spezialfonds in einen Publikumsfonds verabschiedet hatte. Mit diesem Fonds wird auch erstmals ein Immobilien-Spezialfonds in die Betrachtung dieser Studie einbezogen, bei dem es sich nicht um ein inländisches Vehikel handelt. Mit der Oppenheim Immobilien KAG mbH (OIK) wurde der Marktführer umbenannt und heißt jetzt IVG Institut-

ional Funds GmbH. Damit wird auch im Namen zum Ausdruck gebracht, dass die KAG Anfang 2007 praktisch vollständig in den IVG-Konzern eingegliedert wurde, indem die IVG ihre Beteiligung an der OIK von 50,1 Prozent auf 94 Prozent aufstockte. Der Marktanteil der IVG sank im wachsenden Geschäftsumfeld erneut leicht ab und beträgt mit 28,5 Prozent etwa 1,4 Prozentpunkte weniger als Ende 2006. Zieht man als Basis den Gesamtwert der von Immobilien-Spezialfonds verwalteten Liegenschaften von 26,7 Milliarden Euro heran, so errechnet sich mit den 8,5 Milliarden Euro von der IVG verwalteten Liegenschaften ein etwas höherer Marktanteil von 31,7 Prozent.

Ebenfalls Anfang 2007 wurde die Difa Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft zugunsten eines einheitlichen Marktauftritts in Union Investment Real Estate AG umbenannt, nachdem sie bereits über fünf Jahre zur Union Investment-Gruppe gehört hatte. Im Berichtszeitraum verwaltete die Union Investment Real Estate AG neben den Publikumsfonds unverändert einen Spezialfonds mit einem Marktanteil von einem Prozent.

#### **Großbanken mit konsolidiertem Marktauftritt**

Die beiden zur Commerzbank-Gruppe gehörenden Immobilienfonds-KAGs wurden umbenannt, die Commerz Grundbesitz Spezialfondsgesellschaft (CGS) heißt jetzt Commerz Real Spezialfondsgesellschaft mbH und folgte damit dem Beispiel der Publikumsfondsgesellschaft Commerz Grundbesitz Investmentfondsgesellschaft (CGI), die jetzt Commerz Real Investmentfondsgesellschaft mbH heißt. Unverändert liegen die Zahl der verwalteten Spezialfonds bei sechs und der Marktanteil bei knapp fünf Prozent.

Von der Namensänderung der beiden zur Deutschen Bank gehörenden Immobilien-KAGs in Rreef Investment GmbH (früher: DB Real Estate Investment GmbH, noch früher: DGI) beziehungsweise Rreef Spezial Invest GmbH (früher DB Real Estate Spezial Invest GmbH) war ebenfalls bereits im vergangenen Jahr schon berichtet worden. Unter der Dachmarke Rreef Alternative Investments bündelt die Deutsche Bank ihre weltweiten Aktivitäten in den Bereichen Immobilien (Offene und Geschlossene Fonds), Infrastrukturinvestitionen und Private Equity.

Die Rreef konnte im Laufe des Jahres 2007 das verwaltete Nettovolumen um 20 Prozent von 657 auf 785 Millionen Euro steigern. Der Marktanteil erhöhte sich dadurch von 3,2 Prozent auf 3,7 Prozent.

**Junge Anbieter nehmen an Bedeutung zu**

Kurz vor Weihnachten 2007 wurde, für viele überraschend, der Verkauf einer der ältesten Immobilien-Fondsgesellschaften, der Degi Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, durch die zur Allianz gehörenden Dresdner Bank an die Aberdeen Property Investors Holding AB, eine Tochtergesellschaft von Aberdeen Asset Management PLC, angekündigt. Aberdeen verwaltete Ende 2007 insgesamt zirka 140 Milliarden Euro und möchte durch den Erwerb der Degi vor allem seine Angebotspalette im Immobilienbereich vervollständigen. Das Volumen der Spezialfonds reduzierte sich von 1,1 Milliarden Euro (Ende 2006) auf 0,8 Milliarden Euro (Ende 2007) und betrug zum Ende des Geschäftsjahres im März 2008 nur noch knapp 0,2 Milliarden Euro.

Die 2004 in München gestartete TMW Pramerica Property Investment GmbH verwaltet weiterhin drei Immobilien-Spezialfonds, deren Volumen sich von 2006 bis Ende 2007 um 209 Millionen Euro auf 527 Millionen Euro steigerte. Dies entspricht einem Zuwachs um 152 Prozent gegenüber dem Vorjahr, womit

Pramerica 2007 die höchste Steigerungsrate aller Spezialfondsgesellschaften vorweisen kann. Mittlerweile (Stand 30. Juni 2008) beläuft sich das verwaltete Vermögen auf 661 Millionen Euro. Der Marktanteil von TMW erreicht damit gegenwärtig 3,0 Prozent.

Das Bruttofondsvermögen der Immobilien-Spezialfonds, also die Summe sämtlicher Vermögensgegenstände ohne Abzug von Verbindlichkeiten, stieg von 28,1 Milliarden Euro (per Ende 2006) auf 29,7 Milliarden Euro (per Ende 2007). Im April 2008 überstieg dieser Wert erstmals die Marke von 30 Milliarden Euro und erreichte Ende Mai 30,4 Milliarden Euro. Von den 1,6 Milliarden Euro Zuwachs im Jahr zwischen Ende 2006 bis Ende 2007 entfiel lediglich knapp eine Milliarde Euro auf den Wert der Liegenschaften (bebaute und unbebaute Grundstücke). Dies ist nur ein Drittel des Wertes, der in den vorangegangenen sechs Jahren zu beobachten war. Diese Beobachtung korrespondiert mit dem verlangsamten Wachstum des Nettofondsvermögens.

Interessant ist, dass die Investitionen in Immobilien-Gesellschaften seit 2005 kontinuierlich gewachsen sind, von 1,3 Milliarden Euro auf 1,8 Milliarden Euro im Jahr 2006 und schließlich auf 2,4 Milliarden Euro im Jahr 2007. Im laufenden Jahr dürfte hier ein neuer Rekord zu beobachten sein, denn allein in den ersten fünf Monaten flossen weitere 0,5 Milliarden Euro von Immobilien-Spezialfonds in Immobilien-Gesellschaften. Der Gesamtwert dieser Beteiligungen beträgt

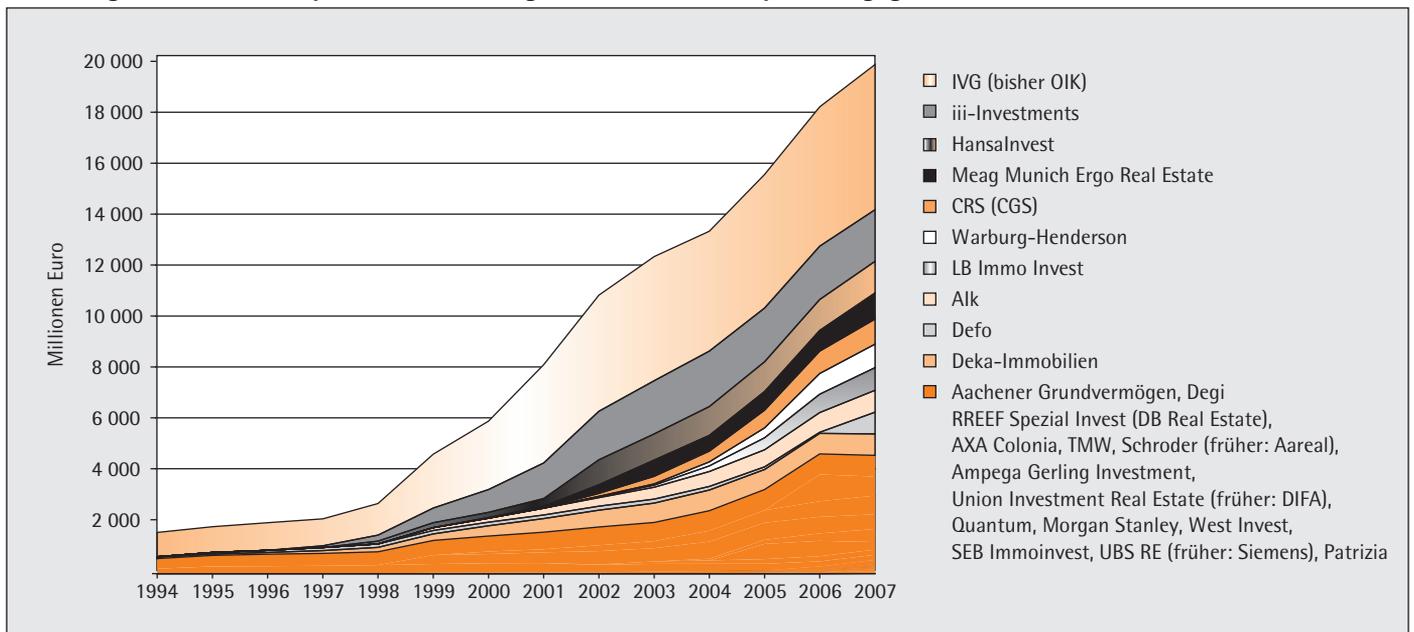
damit 2,9 Milliarden Euro per Ende Mai 2008.

Die Auswertung der Jahresberichte zeigt, dass sich der Trend zur Nutzung von Immobilien-Gesellschaften fortsetzt. Die Summe der Verkehrswerte der direkt gehaltenen Liegenschaften ging im Berichtsjahr leicht zurück, von 22,8 Milliarden Euro auf 22,7 Milliarden Euro. Diesem Rückgang stand ein Anstieg der indirekt über Immobilien-Gesellschaften gehaltenen Liegenschaften von 3,3 auf 4,0 Milliarden Euro gegenüber. Die Statistik der Deutschen Bundesbank weist eine Steigerung von 1,8 Milliarden Euro auf 2,4 Milliarden Euro aus, wobei jedoch lediglich die Beteiligungswerte erfasst werden. Da viele Immobilien-Gesellschaften eine Fremdfinanzierung in Anspruch nehmen, liegt der Wert der Immobilien dann über dem Wert der Beteiligung an der Immobilien-Gesellschaft.

**Immobilien-Gesellschaften nutzen inländische Anlagen**

Nachdem das dritte Finanzmarktförderungsgesetz im Jahr 1998 die Nutzung der Immobilien-Gesellschaften zugelassen hatte, war diese Möglichkeit zunächst fast ausschließlich für ausländische Liegenschaften genutzt worden. Bis 2004 gab es nur eine einzige Immobilien-Gesellschaft mit einem inländischen Grundstück. Bei der diesjährigen Auswertung konnten 19 inländische indirekte Anlagen gezählt werden, letztes Jahr waren es noch zehn gewesen. Dem

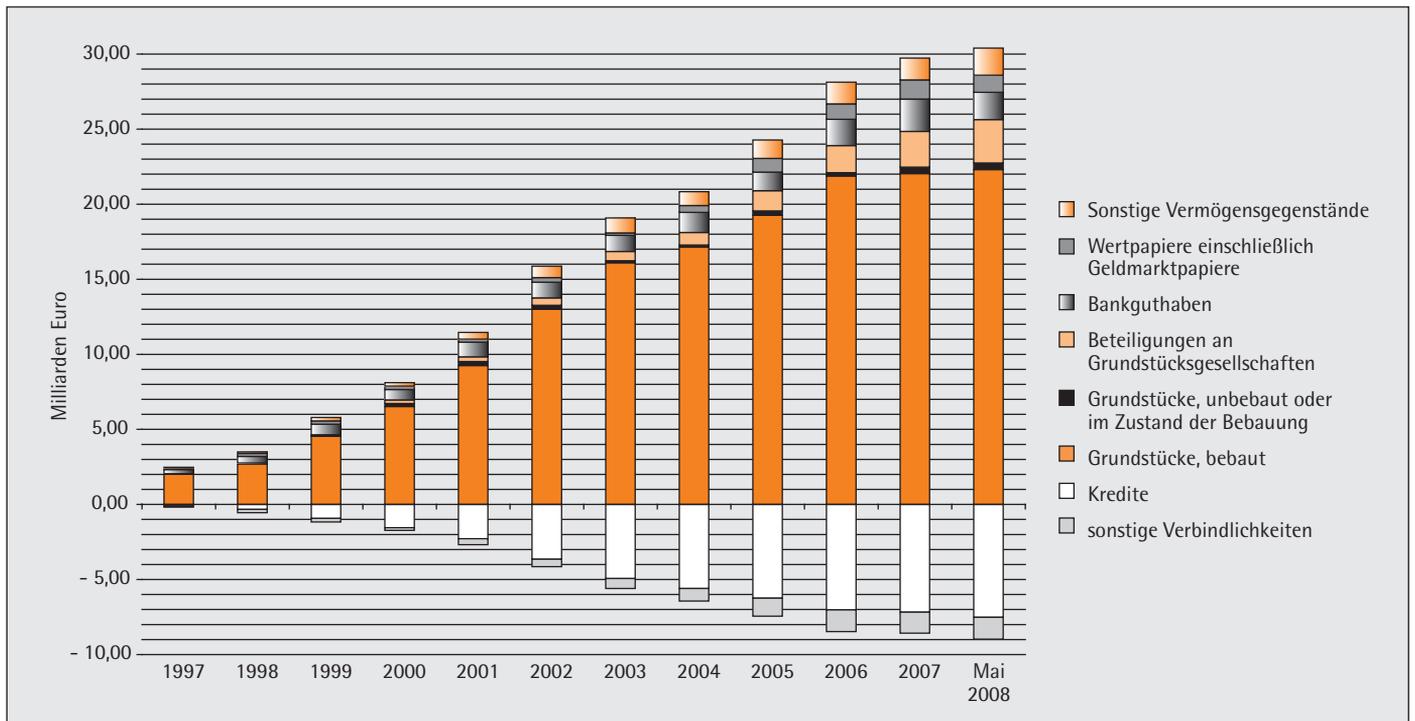
**Abbildung 3: Immobilien-Spezialfonds-Vermögen der einzelnen Kapitalanlagegesellschaften**



Quellen: BVI, eigene Umfrage

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 4: Fondsvolumen der Immobilien-Spezialfonds nach Anlagearten



Quelle: Deutsche Bundesbank; BVI

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

stehen 130 (Vorjahr: 119) indirekt gehaltene Immobilien in anderen EU-Ländern und weitere 14 (Vorjahr: 11) in der Schweiz, den USA und Asien gegenüber.

In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass die Nutzung von Immobilien-Gesellschaften eine Reihe von Vorteilen mit sich bringt. So können zum Beispiel die auf ein Objekt entfallenden Finanzierungskosten und andere Aufwendungen einfacher und eindeutiger zugeordnet werden. Vor allem dürften jedoch steuerliche Gründe den Ausschlag geben, wenn zum Beispiel eine vor Ort ansässige Gesellschaft der hinter ihr stehenden KAG eine größere Sicherheit vor der Annahme einer Betriebsstätte bietet, wenn das anzuwendende Doppelbesteuerungsabkommen Ausschüttungen besser als Mieteinnahmen und/oder den Veräußerungsgewinn einer Beteiligung besser als den einer Immobilie behandelt.

#### Sitz der Gesellschaft nicht entscheidend

Bei der Auswertung wird auf die Belegenheit der Immobilie abgestellt, nicht auf den Sitz der Immobiliengesellschaft. Beide finden sich zwar meistens im selben Land, jedoch gibt es bereits einzelne Fälle einer inländischen Immobilien-Gesellschaft mit einem im Ausland belegenen Grundstück. Schließlich ist

festzustellen, dass die meisten Immobilien-Gesellschaften nur ein einziges Grundstück enthalten. Nur in wenigen Fällen besitzt eine Immobilien-Gesellschaft zwei Grundstücke.

Es gehört wenig Mut zu der Vorhersage, dass Immobilien-Gesellschaften künftig in noch stärkerem Maße eingesetzt werden dürften. Denn der Gesetzgeber hat im Investmentänderungsgesetz die Anlagemöglichkeiten in Immobilien-Gesellschaften in einigen Aspekten erleichtert. So wurde die bisher geltende Grenze von maximal drei Objekten pro Immobilien-Gesellschaft ersatzlos gestrichen. Nach dieser Änderung können sich die Immobilien-Spezialfonds an Gesellschaften beteiligen, deren Anteile bisher nicht erwerbbar gewesen wären.

Eine weitere Erleichterung im Bereich der Immobilien-Gesellschaft ist die Zulassung von mehrstöckigen Strukturen. Bisher durfte das Sondervermögen nur solche Immobilien-Gesellschaften erwerben, denen die Immobilien unmittelbar gehören. Künftig dürfen die Beteiligungen auch dann erworben werden, wenn sich die Immobilien in einer Tochter- oder Enkel-Gesellschaft befinden. Die verschiedenen Gesellschaften brauchen sich nicht im gleichen Land zu befinden, sodass die Struktur mit Blick auf das jeweils geltende Doppelbesteuerungsabkommen optimiert werden kann.

Jedoch dürfen nur die obersten zwei Gesellschaften einer Beteiligungskette ihren Sitz im Inland haben. Allerdings ist vorgesehen, dass Minderheitsbeteiligungen nur auf Ebene des Sondervermögens zulässig sind, innerhalb der mehrstöckigen Struktur jedoch ausnahmslos 100-Prozent-Beteiligungen vorliegen müssen. Die BaFin akzeptiert aber auch Gestaltungen, in denen zwei Immobilien-Gesellschaften zusammen 100 Prozent an einer dritten Gesellschaft halten. Solche Konstruktionen sind insbesondere notwendig, wenn ausländische Staaten keine Ein-Mann-Gesellschaft kennen und deshalb mindestens zwei Beteiligte vorhanden sein müssen.

#### Erleichterungen bei Anlagegrenzen

Auch bei den Anlagegrenzen, die jeweils für Mehrheits- beziehungsweise Minderheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften gelten, hat der Gesetzgeber wesentliche Erleichterungen vorgesehen. Für Minderheitsbeteiligungen wird die bisherige Anlagegrenze von 20 Prozent auf 30 Prozent des Nettofondsvolumens angehoben. Die 49-Prozent-Grenze für Mehrheitsbeteiligungen gilt zwar in ihrer Höhe unverändert, jedoch werden 100-Prozent-Beteiligungen nunmehr wie Direktbesitz behandelt und nicht mehr auf diese Grenze angerechnet. Da bis auf wenige Ausnahmen fast alle Immobilien-Gesellschaften zu 100 Prozent

im Besitz der Sondervermögen sind, wird die Auslastung dieser Grenze erheblich reduziert. In der Praxis dürften die Auswirkungen dennoch gering bleiben, denn mit einer durchschnittlichen Anlage von elf Prozent des Fondsvolumens in Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften ist die Spezialfondsbranche von den geltenden Obergrenzen ohnehin noch sehr weit entfernt.

**Höhere Beteiligungen nach Zustimmung der Anleger**

Im Übrigen gibt es für Spezialfonds grundsätzlich die Möglichkeit, mit Zustimmung der Anleger von fast allen Anlagegrenzen abzuweichen. Wenn der oder die Anleger eines Immobilien-Spezialfonds zustimmen, dürfen also auch mehr als 30 Prozent des Sondervermögens in Minderheitsbeteiligungen und mehr als 49 Prozent in Mehrheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften investiert werden.

Ob die 100-Prozent-Regelung bei mehrstöckigen Beteiligungsstrukturen eine Erwerbsvoraussetzung ist, die auch von Spezialfonds eingehalten werden muss, oder eine Anlagegrenze, von der Spezialfonds abweichen dürfen, geht aus dem Gesetz nicht eindeutig hervor. Offenbar kann auch letzteres vertreten werden, sodass – mit Zustimmung der Anleger – auch andere als 100-Prozent-Strukturen erworben werden dürfen.

**Rückgang der verwalteten Fläche**

Die von den Immobilien-Spezialfonds-Gesellschaften verwaltete Fläche ist 2007 nach Auswertung der Jahresberichte um eine halbe Million auf 11,6 Millionen Quadratmeter zurückgegangen. Dies ist vor allem auf Veräußerungen im laufenden Jahr zurückzuführen, die in den ausgewerteten Jahresberichten bereits erfasst waren. Der Anteil der Wohnfläche am Gesamtbestand ging weiter zurück und beträgt nur noch 6,5 Prozent.

Auffällig ist dabei der Unterschied zwischen dem Direktbestand, der zu 7,2 Prozent Wohnzwecken dient und dem über Immobilien-Gesellschaften gehaltenen Bestand, bei welchem dieser Wert nur 1,8 Prozent beträgt. Dies hängt damit zusammen, dass es für die Immobilien-Spezialfonds unüblich ist, im Ausland Wohnungen zu erwerben, und dass Immobilien-Gesellschaften vor allem beim Erwerb ausländischer Immobilien eingesetzt werden.

Der Anteil der ausländischen Liegenschaften hat, nach Quadratmetern berechnet, noch nicht ganz die Hälfte des Gesamtbestandes erreicht. 42,3 Prozent der Bestandsfläche liegen in anderen EU-Staaten, weitere 5,1 Prozent in der Schweiz, den USA, Asien und Norwegen. Damit ist der Auslandsanteil in nur einem Jahr um fünf Prozentpunkte auf insgesamt 47,4 Prozent angestiegen. Vor nicht einmal zehn Jahren, Ende 1998, lagen gerade einmal zehn Prozent der verwalteten Flächen im Ausland, in den Jahren 2002 bis 2004 waren es 35 Prozent und 42 Prozent in den Jahren 2005 und 2006. Die Entwicklung scheint hier also schubweise stattzufinden.

Die jüngste Steigerung des Auslandsanteils geht allerdings keineswegs auf vermehrte Akquisitionen ausländischer Objekte zurück, denn der Auslandszuwachs war mit 350 000 Quadratmetern der niedrigste seit Jahren. Vielmehr liegt der Grund der prozentualen Verschiebung in der Reduzierung der Inlandsfläche um 880 000 Quadratmeter. Dass die inländischen Quadratmeter im Vorjahr um den Rekordwert von 1,3 Millionen angestiegen waren, deutet übrigens darauf hin, dass 2006 manche Anleger großflächige Immobilien in Spezialfonds eingebracht haben und die Objekte im Jahr 2007 dann wieder umgeschichtet

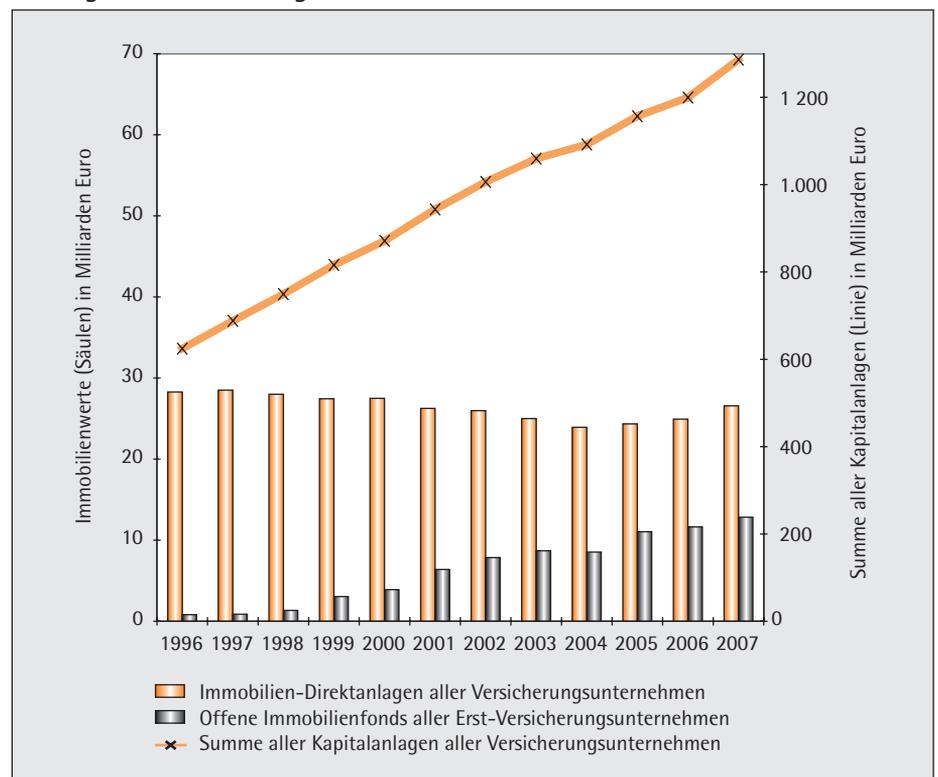
oder veräußert worden sind. Bei ausländischen Immobilien fällt im Übrigen auf, dass zwar die verwaltete Fläche zugenommen hat (in der EU um 5,6 Prozent beziehungsweise außerhalb um 18,6 Prozent), dass aber gleichzeitig die Anzahl der Objekte zurückgegangen ist. Innerhalb der EU besitzen die Immobilien-Spezialfonds 442 Objekte, das sind 130 weniger als ein Jahr zuvor, und außerhalb der EU reduzierte sich die Zahl der Objekte von 22 auf 14. Offensichtlich sind also viele kleine Objekte veräußert und einige große Objekte hinzu erworben worden.

**Erhöhte Kreditaufnahme**

Die Summe der aufgenommenen Kredite hat sich 2007 um 200 Millionen Euro auf 7,2 Milliarden Euro erhöht, jedoch blieb die Quote von knapp 29 Prozent Verbindlichkeiten zum Wert der Liegenschaften fast unverändert. Bei den Publikumsfonds ist übrigens diese Quote, die ihren höchsten Wert mit 21,8 Prozent Ende 2006 erreicht hatte, auf 20,4 Prozent Ende 2007 gesunken und reduziert sich aufgrund der Netto-Mittelzuflüsse im laufenden Jahr noch weiter.

Durch das Investmentänderungsgesetz sind einige neue Regelungen zur Kredit-

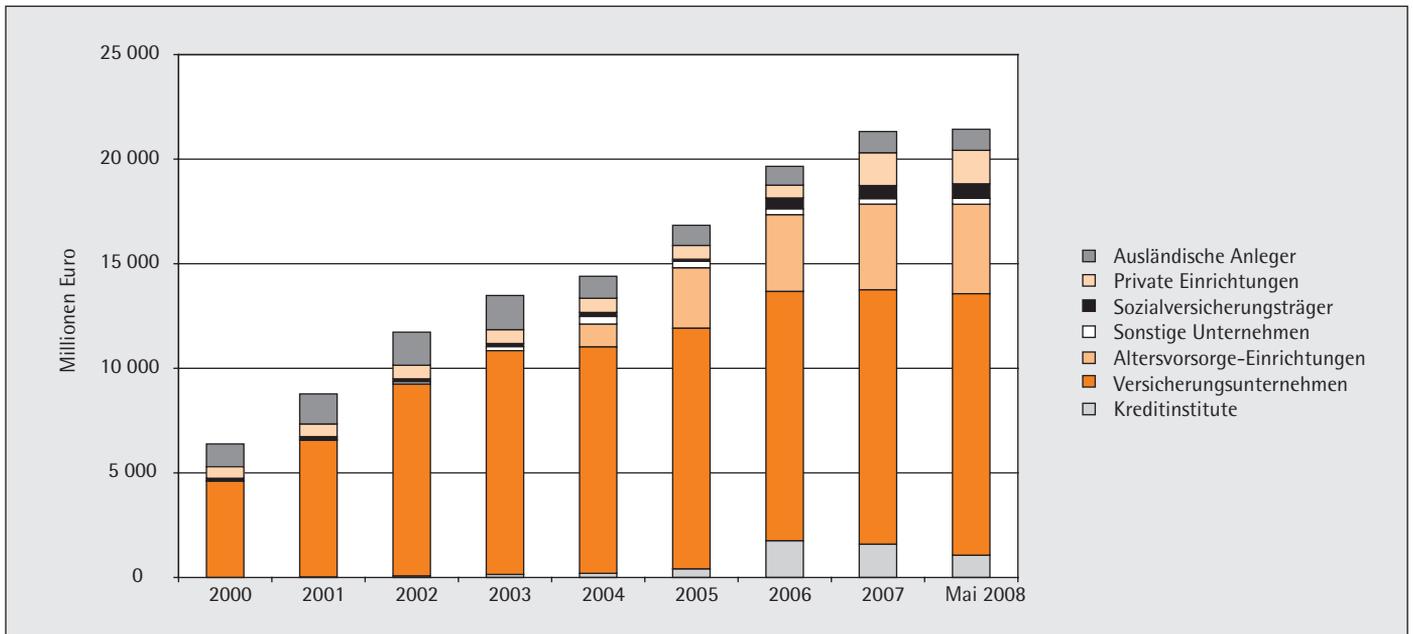
**Abbildung 6: Die Kapitalanlagen von Versicherungsunternehmen im Vergleich zu den Anlagen in Immobilien und Anteilen an Offenen Fonds**



Quelle: BaFin

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

Abbildung 5: Anleger von Immobilien-Spezialfonds laut Umfrage



Quelle: Deutsche Bundesbank, BVI

Copyright: Till Entzian und Hans Karl Kandlbinder

aufnahme geschaffen worden, die im Wesentlichen jedoch nur klarstellenden Charakter haben. Für Immobilien-Spezialfonds ist allerdings wichtig, dass es sich bei der Höchstgrenze von 50 Prozent für die Kreditaufnahme, bezogen auf den Wert der Liegenschaften, um eine der wenigen Grenzen handelt, von denen auch mit Zustimmung der Anleger nicht abgewichen werden darf. Es bleibt also beim theoretisch möglichen Hebel von annähernd 2,0.

Ab und zu bringt die Auswertung der Jahresberichte einen Immobilienfonds mit einem höheren Hebel hervor, jedoch liegt das in der Regel an der Berücksichtigung von Liegenschaften, die zwar bereits gekauft aber noch nicht bezahlt wurden, und bei denen auch der Übergang der Nutzen und Lasten zum Stichtag noch nicht stattgefunden hatte. In diesem Jahr betrug der Wert der Liegenschaften bei einem Fonds 193 Prozent des Nettovolumens, bei insgesamt neun Fonds mehr als 180 Prozent und im Durchschnitt aller Fonds 110,7 Prozent.

#### Privatrechtliche Einrichtungen mit verstärktem Engagement

Die Zusammensetzung der Anleger der Immobilien-Spezialfonds weist für das Jahr 2006 zwei erwähnenswerte Veränderungen auf. Die privatrechtlichen Einrichtungen (zum Beispiel Kirchen, Parteien, Gewerkschaften) erhöhten ihre Anlage in Immobilien-Spezial-

fonds von 0,6 Milliarden Euro auf 1,6 Milliarden Euro, was einer Steigerung um 138 Prozent entspricht. Ihr Anteil am Gesamtvolumen steigt dadurch von drei Prozent auf über sieben Prozent. Dieser Akquisitionserfolg zeigt, dass Immobilien-Spezialfonds trotz der sogenannten Immobilienkrise auch für diese Anlegergruppe eine attraktive Kapitalanlage sind.

Die zweite interessante Beobachtung betrifft die Anlagen der Kreditinstitute. Das betreffende Volumen war im Laufe des Jahres 2006 von 0,4 Milliarden Euro auf 1,8 Milliarden Euro angestiegen. Anschließend reduzierte es sich jedoch wieder und betrug Ende 2007 nur noch 1,6 Milliarden Euro beziehungsweise 1,1 Milliarden Euro Ende Mai 2008.

Hier liegt die Vermutung nahe, dass es sich bei den betreffenden Mitteln hauptsächlich um Anteile an Wohnimmobilienfonds handelt, denn Wohnimmobilien weisen ebenfalls im Jahr 2006 einen großen Zuwachs und anschließend wieder eine Reduzierung auf. Die übrigen Anlegergruppen von Immobilien-Spezialfonds zeigen keine gravierenden Veränderungen auf. So ist das den ausländischen Anlegern zuzurechnende Volumen zwar von 0,9 Milliarden Euro auf 1,0 Milliarden Euro gestiegen, doch bewegt sich diese Schwankung im Rahmen der vorangehenden Jahre.

Die Anlagen der Versicherungen in Immobilien-Spezialfonds sind, wie jedes Jahr, gestiegen. Im Laufe des Jahres 2007

blieb jedoch der Zuwachs von gut 0,2 Milliarden Euro unter den Steigerungen der vorangehenden Jahre (2006: 0,4 Milliarden Euro; 2005: 0,7 Milliarden Euro).

#### Versicherung als Anleger

Die interessanteste Gruppe unter den Versicherungen sind in diesem Jahr die Rückversicherungen. Diese haben ihre Anlagen in Immobilien-Spezialfonds von 70 Millionen Euro auf 860 Millionen Euro erheblich aufgestockt. Damit erreichen allein die Rückversicherungen ein höheres Volumen als sämtliche Sozialversicherungsträger zusammen (693 Millionen Euro) und nähern sich dem Volumen der ausländischen Anleger beziehungsweise dem der Kreditinstitute (jeweils eine gute Milliarden Euro) an.

Aus Sicht der Versicherungsunternehmen wächst die Bedeutung der Immobilien-Spezialfonds nur noch langsam. Insgesamt sind die Kapitalanlagen aller Versicherungen im Jahr 2007 um 7,2 Prozent angestiegen, das ist der höchste Anstieg seit 2001. Das Gesamtvolumen betrug am Jahresende 1,29 Billionen Euro. Hier von entfielen 3,1 Prozent oder 40,3 Milliarden Euro auf Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte sowie Anteile an Offenen Immobilienfonds (2006: 3,4 Prozent beziehungsweise 24,9 Milliarden Euro).

Beteiligungen an anderen Immobilienvehikeln wie etwa Geschlossenen Fonds

werden in den Versicherungsbilanzen allerdings als Aktien oder Beteiligungen ausgewiesen, sodass die Bedeutung der Immobilienanlage für Versicherungen bei mehr als den genannten 3,1 Prozent anzusiedeln ist.

### Offene Immobilienfonds gewinnen an Bedeutung

Innerhalb der ausgewiesenen Immobilienanlagen erreichen die Immobilien-Spezial- und -Publikumsfonds einen Anteil von 34,0 Prozent beziehungsweise 13,4 Milliarden Euro (2006: 32 Prozent oder 11,7 Milliarden Euro), das heißt, dass die Bedeutung der Offenen Immobilienfonds ganz leicht zugenommen hat. Auch in ihren Direktbestand haben die Versicherungen wieder investiert, sodass dieser von 24,9 Milliarden Euro auf 26,6 Milliarden Euro anstieg. Damit erreicht dieser den gleichen absoluten Betrag, der bereits im Jahr 2001 ausgewiesen wurde. Der Anteil der direkt gehaltenen Immobilien am Gesamtvolumen der Kapitalanlagen ging jedoch marginal zurück, und zwar von 2,08 Prozent auf 2,06 Prozent.

Bei der Bewertung dieser Zahlen muss natürlich berücksichtigt werden, dass in

den Versicherungsbilanzen sowohl bei den Investmentfondsanteilen als auch bei den direkt gehaltenen Immobilien der Buchwert und nicht der aktuelle Wert angesetzt wird. Durch die Abschreibungsmöglichkeit bei Gebäuden können sich im Direktbestand dabei höhere stille Reserven aufbauen. Dagegen besteht bei den Immobilienfonds die Möglichkeit, dass der Wert der Liegenschaften aufgrund einer Fremdfinanzierung über dem Anteilwert liegt. Die tatsächliche Bedeutung von Immobilien im Rahmen der Kapitalanlagen der Versicherungen dürfte also aus mehreren Gründen größer sein, als dies die Zahlen erkennen lassen.

### Konkurrenz durch REITs und Luxemburg?

Die Mittelzuflüsse der Immobilien-Spezialfonds waren 2007 so niedrig wie lange nicht mehr. Für das erste Halbjahr war ein Netto-Mittelzufluss von über 200 Millionen Euro zu verzeichnen. Man darf gespannt sein, ob auch in diesem Jahr eine Zurückhaltung der Anleger feststellbar sein wird. Die Gründe könnten zum Teil in neuen Konkurrenzprodukten wie den REITs und den Luxem-

burger Spezialfonds liegen, die allerdings von einigen Investmentgesellschaften als Ergänzung in die eigene Angebotspalette aufgenommen worden sind. Und natürlich ist die aktuell anhaltende Finanzkrise, die noch dazu durch Geschäfte mit Immobilien verursacht wurde, ebenfalls für viele Anleger ein möglicher Grund für eine Zurückhaltung.

Die Finanzkrise wird allerdings vorübergehen, die REITs werden Ende 2009 mit Auslaufen der „Exit Tax“-Regelung ihren steuerlichen Vorteil verlieren und der deutsche Gesetzgeber ist auf einem guten Weg, die aufsichtsrechtlichen und sonstigen Vorteile des Luxemburger Investmentstandortes zu equalisieren. Das zurzeit gebremste Wachstum der Immobilien-Spezialfonds dürfte daher nur eine vorübergehende Phase sein. ■

Die Studie über Immobilien-Spezialfonds haben die Autoren Entzian beziehungsweise Kandlbinder in der Vergangenheit regelmäßig auf Basis eigener Umfragen erstellt. In diesem Jahr hat der BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. die entsprechenden Zahlen und Daten gesammelt zur Verfügung gestellt. Die Erstellung der BVI-Studie „Institutional Asset Management“ erfolgt weiterhin unabhängig und in alleiniger Verantwortung des Autors.

## Das Comeback der Offenen Immobilienfonds

Die positive Entwicklung an den Immobilienmärkten hat 2007 zu einem Erfolgjahr für Offene Immobilienfonds werden lassen – trotz Einführung der REITs. Die Liquiditätsprobleme einiger Fonds in den vorangegangenen Jahren und damit verbundene Vertrauensverluste bei den Anlegern sind offensichtlich überwunden.

Wie arbeiten Offene Immobilienfonds? Welche Anlagemöglichkeiten bestehen? Wie funktioniert der Vertrieb? All das und vieles mehr an Hintergrundwissen erfahren Sie in diesem Buch von Walter Klug. Die Neuauflage berücksichtigt das neue Investmentgesetz, die ab 2009 eingeführte Abgeltungsteuer und weitere rechtliche Änderungen der letzten Jahre.

**Fritz Knapp Verlag | Postfach 111151 | 60046 Frankfurt**  
Telefon (069) 97 08 33-21 | Telefax (069) 707 84 00  
E-Mail: [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de) | [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de)

**Soeben erschienen!**



### Offene Immobilienfonds

Von Walter Klug  
2., überarbeitete Auflage 2008.  
164 Seiten, broschiert, 32,80 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0823-8.