Immobilien-Spezialfonds 2009

BVI-Studie: Immobilien-Spezialfonds weiter im Aufwind

Till Entzian

Den Immobilien-Spezialfonds kann die Finanz- und Wirtschaftskrise scheinbar nichts anhaben. Zumindest legen das die jüngsten Erhebungen des BVI für das Jahr 2008 nahe, welche die bisherigen Kandlbinder-Studien fortsetzen. Demnach sind sowohl die Zahl der Sondervermögen als auch das Nettofondsvolumen gewachsen. Möglicherweise profitiert das Anlageprodukt von der Verunsicherung hinsichtlich der Börsen- und Inflationsentwicklung. Denn der Vorteil der Fonds ist, dass ihre Anlageobjekte durch Sachverständige bewertet werden, wie der Autor hervorhebt. (Red.)

Vor dem Hintergrund der Finanzkrise, die praktisch sämtliche Anlageklassen erfasste, können die Immobilien-Spezialfonds auf ein ausgesprochen erfolgreiches Jahr 2008 zurückblicken. Das verwaltete Nettofondsvolumen konnte von 21,2 Milliarden Euro auf 23,1 Milliarden Euro und damit um 8,8 Prozent gesteigert werden (Abbildung 1). Damit zeigt sich die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr (8,5 Prozent) stabil, wenn auch auf einem für die Branche fast ungewohnt niedrigen Niveau. Immerhin 25 Prozent betrug der jährliche durchschnittliche Volumenzuwachs in den vorangegangenen zehn Jahren bis einschließlich 2007.

Betrachtet man allein die Nettomittelzuflüsse, hätte die Wachstumsrate im Jahr 2008 noch ein gutes Stück höher ausfallen können. Diese stiegen bei den Mitgliedsgesellschaften des BVI nämlich von 0,8 Milliarden Euro im Jahr 2007 auf 2,2 Milliarden Euro im Jahr 2008 an. Die wesentliche Ursache für die dennoch unveränderte Wachstumsrate ist in der verstärkten Fremdfinanzierung innerhalb der in den Sondervermögen genutzten Immobiliengesellschaften zu suchen.

Höherer Nettomittelzufluss und höhere Fremdfinanzierung

Im Vergleich zu den 2,2 Milliarden Euro der Immobilien-Spezialfonds betrug das Mittelaufkommen bei den im BVI organisierten Offenen Immobilien-Publikumsfonds in Jahr 2008 lediglich 0,6 Milliarden Euro. Dies ist im langfristigen Vergleich ein sehr niedriger Wert (der Durchschnitt in den zehn Jahren bis 2007 lag bei 4,2 Milliarden Euro Nettomittelzuflüssen) und nur durch die besondere Situation des vergangenen Jahres zu erklären.

Die BVI-Mitglieder verwalteten Ende 2008 Immobilien-Spezialfonds mit einem Nettofondsvolumen von 23,1 Milliarden Euro. Für die Kapitalanlagegesellschaften ist das sogenannte Bruttofondsvolumen, also die Summe aller Liegenschaften und sonstigen Vermögensgegenstände ohne Abzug von Krediten oder anderer Verbindlichkeiten, die aussagekräftigere Zahl, durch die der Gesamtwert der verwalteten Vermögensgegenstände ausgedrückt wird. Dieses Bruttofondsvolumen aller Immobilien-Spezialfonds erreichte Ende 2008 einen Wert von 31,2 Milliarden Euro und lag damit fünf Prozent höher als im Vorjahr (29,7 Milliarden Euro). Dass das Bruttofondsvermögen etwas langsamer als das Nettofondsvermögen gewachsen ist, deutet auf einen leichten Rückgang der Fremdfinanzierungsquote hin. Zu berücksichtigen ist, dass das Bruttovolumen sich rechnerisch erhöht, da auf Ebene der Immobiliengesellschaften, die anstelle des Direkterwerbs in zunehmendem Umfang genutzt werden, ebenfalls Fremdfinanzierungen durchgeführt werden können.

Während Wertpapierfonds nicht mehr als zehn Prozent kurzfristigen Kredit aufnehmen dürfen, können die Offenen Immobilienfonds die Hälfte ihres Immobilienvermögens fremdfinanzieren. Da Immobilien-Spezialfonds keine Mindestliquidität zu halten brauchen, kann der Wert der Liegenschaften das Doppelte des Nettofondsvolumens erreichen. Der Gesamtwert der verwalteten Liegenschaften stieg von 22,5 Milliarden Euro um drei Prozent auf 23,2 Milliarden Euro an, soweit die direkt in den Sondervermögen gehaltenen Liegenschaften betroffen sind (Abbildung 2).

Auch an dieser Zahl zeigt sich, dass der indirekte Erwerb über Immobiliengesellschaften in stark zunehmendem Umfang genutzt wird. 2007 konnte der Wert der indirekt gehaltenen Objekte noch mit knapp vier Milliarden Euro ermittelt werden, davon der Hauptteil von 3,2 Milliarden Euro im europäischen Ausland, knapp 600 Millionen Euro im außereuropäischen Ausland und etwa 200 Millionen Euro in Deutschland.

Die Statistik zeigt, dass der Wert der Beteiligungen an Immobiliengesellschaften von knapp 2,4 Milliarden Euro Ende 2007 um rund 50 Prozent auf 3,5 Milliarden Euro Ende 2008 angewachsen ist. Unterstellt man eine gleichbleibende Fremdfinanzierungsquote innerhalb der Immobiliengesellschaften, so wäre der Wert der indirekt gehaltenen Objekte ebenfalls um 50 Prozent auf sechs Milliarden Euro angewachsen. Der Gesamtwert aller direkt und indirekt gehaltenen Objekte dürfte also um gut zehn Prozent auf 29,2 Milliarden Euro angestiegen sein.

Mehr Produkte, konstante Anbieterstruktur

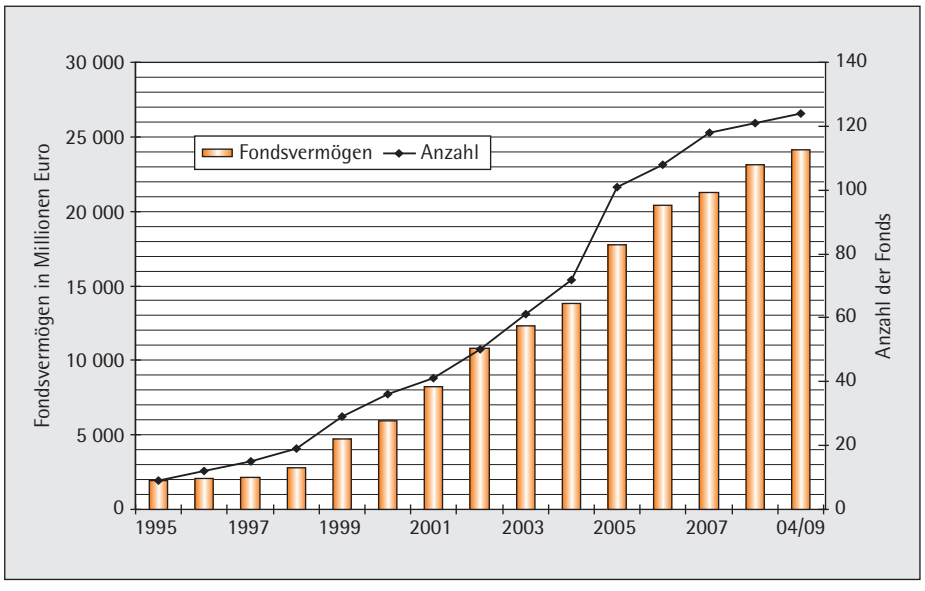
Die Anzahl der Immobilien-Spezialfonds stieg im Laufe des Jahres 2008 um drei Fonds auf 121 an. Auch im laufenden Jahr ist mit einem weiteren Anstieg zu rechnen, allein in den ersten vier Monaten des Jahres 2009 wurden vier weitere Fonds aufgelegt und Nettomittelzuflüsse von fast 632 Millionen Euro eingeworben. Die Anzahl der im BVI vertretenen Wettbewerber blieb mit 24 Gesellschaften seit Anfang 2008 konstant. Von Neugründungen, Verschmelzungen oder der Aufgabe des Spezialfondsgeschäfts kann nicht berichtet werden.

Eine entscheidende Veränderung gab es jedoch bei der Degi Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, die von der Allianz zum 1. Januar 2008 an eine Tochtergesellschaft der Aberdeen Asset Management PLC veräußert wurde. Damit hat sich die Allianz nicht nur von dem erst kurz zuvor aufgenommenen Immobilien-Spezialfondsgeschäft, sondern auch von den Immobilien-Publi-

Der Autor

Till Entzian ist Rechtsanwalt in Frankfurt am Main.

Abbildung 1: Fondsvermögen und Anzahl der Offenen Immobilien-Spezialfonds



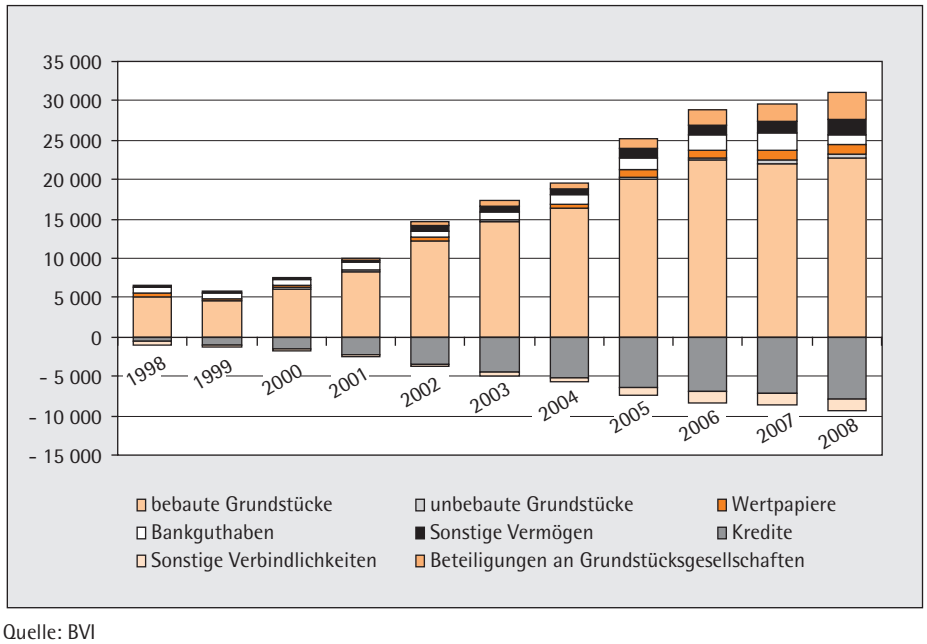
Quelle: BVI

kumsfonds zurückgezogen. Und während die Allianz Ende 2008 von der Commerzbank die Cominvest Asset Management GmbH erworben hat, verblieben die beiden Immobilienfondsgesellschaften bei der Commerzbank. Diese wurden zum 1. April 2008 umbenannt, und zwar die Commerz Grundbesitz Spezialfondsgesellschaft mbH in Commerz Real Spezialfondsgesellschaft mbH und die Publikumsfondsgesellschaft in Commerz Real Investmentgesellschaft mbH.

Die SEB-Gruppe bündelte zur Jahresmitte 2008 ihr Immobilien- und Wertpapiergeschäft in einer Kapitalanlagegesellschaft, um das Management zu vereinfachen. Hierzu wurde die Wertpapier-KAG auf die Immobilien-KAG verschmolzen. Beide Gesellschaften hatten sich schon vorher unter einheitlicher Leitung befunden. Die neue Gesellschaft firmiert jetzt unter SEB Investment GmbH.

Die 1976 gegründete Defo – Deutsche Fonds für Immobilienvermögen GmbH tritt seit Juni 2009 unter dem Namen Union Investment Institutional Property GmbH am Markt auf. Durch die Namensänderung soll die Zugehörigkeit der Spezialfondsgesellschaft zur Union Investment unterstrichen werden. Die frühere Difa, die in erster Linie Publikumsfonds anbietet, war schon zu Jahresbeginn 2007 in Union Investment Real Estate umbenannt worden.

Abbildung 2: Portfoliostruktur (in Millionen Euro)



Quelle: BVI

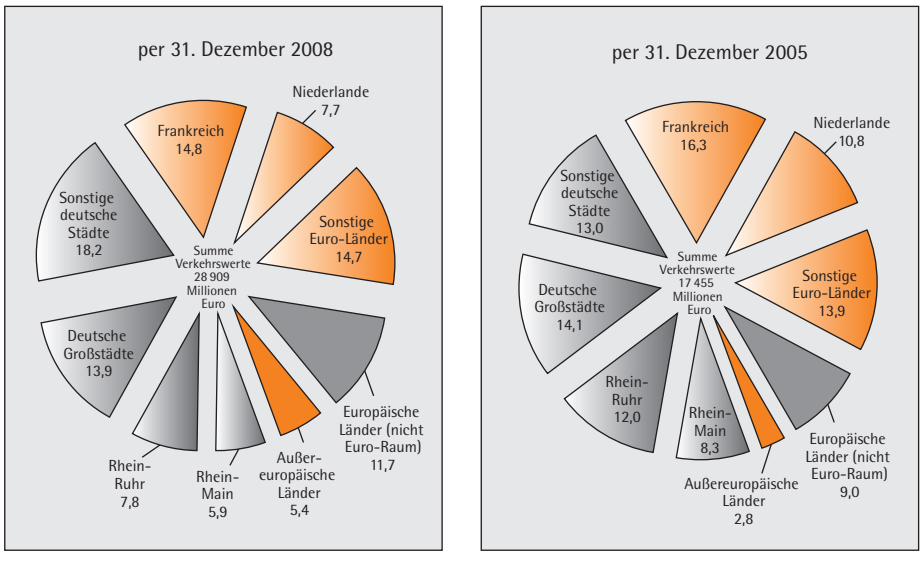
Portfoliostruktur der Immobilien-Spezialfonds

Seit 1998 erstmals der indirekte Erwerb von Objekten über eine Immobiliengesellschaft zugelassen wurde, wird diese Möglichkeit von Jahr zu Jahr stärker genutzt. Wie bereits erwähnt, liegt der Wert der Beteiligungen mittlerweile bei 3,5 Milliarden Euro, was über 15 Prozent des Nettofondsvolumens entspricht. Zu dieser Entwicklung dürften die verbesserten Anlagemöglichkeiten im Investmentänderungsgesetz beigetragen haben. Durch die Aufhebung der Grenze von maximal drei Objekten pro Immobilien-Gesellschaft hat sich der Geschäftsbereich erweitert, und insbesondere können jetzt auch stärker gestreute Anlagevehikel wie REITs als Immobiliengesellschaft erworben werden, sofern die einschlägigen Erwerbsvoraussetzungen erfüllt sind. Ferner besteht auch die Möglichkeit, Beteiligungen zu erwerben, wenn sich die Immobilien in einer Tochter- oder Enkel-Gesellschaft befinden. Eine weitere Erleichterung stellt die Anhebung der Anlagegrenze für Minderheitsbeteiligungen an Immobilien-Gesellschaften von 20 auf 30 Prozent des Brutto-Fondsvolumens dar.

Eine weitere wichtige Neuerung des Investmentänderungsgesetzes ist die Möglichkeit, mit Zustimmung der Anleger von den meisten für Publikumsfonds vorgesehenen Regelungen abzuweichen. Entgegen einem weit verbreiteten Irrtum bedeutet diese Möglichkeit natürlich nicht die Abschaffung der unterschiedlichen Fondstypen bei den Spezialfonds. Vielmehr besteht der Spezialfonds im rechtstechnischen Normalfall, das heißt wenn der Anleger keinerlei Zustimmung zu einer Abweichung erteilt, weiterhin in Form der unterschiedlichen im Investmentgesetz geregelten Fondstypen fort.

Wenn der Anleger allerdings seine Zustimmung erteilt, können jetzt in einem einzigen Spezialfonds neben den Immobilien auch alle anderen zulässigen Vermögensgegenstände gehalten werden, also zum Beispiel Wertpapiere jeder Art, Hedgefonds, Edelmetalle, Unternehmensbeteiligungen. Die für Publikumsfonds geltenden Anlagegrenzen, insbesondere die 5/10/40-Prozent-Regel oder die 15-Prozent-Grenze für Immobilien, können dabei ebenfalls überschritten werden. Lediglich der Grundsatz der

Abbildung 3: Geografische Verteilung der Objekte (nach Verkehrswert in Prozent)



Quelle: BVI

Risikostreuung muss eingehalten werden, wobei das Gesetz keine klaren Vorgaben für diesen Grundsatz definiert.

Weiterhin ist für Spezialfonds-Anleger interessant, dass beim indirekten Grundstückserwerb über mehrstufige Immobiliengesellschaften von der gesetzlichen Vorgabe der 100-Prozent-Beteiligungen abgewichen werden kann. Mit wachsender Vertrautheit der Marktteilnehmer mit den neuen Möglichkeiten werden darüber hinaus immer weitere Freiheiten entdeckt. Wird zum Beispiel von § 75 Investmentgesetz abgewichen, können einem Spezialfonds nicht nur im Treuhandeigentum der KAG sondern auch im Miteigentum der Anleger stehende Liegenschaften zugeführt werden. Auf diese Weise sollte es zum Beispiel einem Anleger möglich sein, Bestandsimmobilien ohne grundbuchmäßige Eigentumsübertragung in Spezialfonds einzubringen.

Dabei würde es dem § 30 Investmentgesetz, nach welchen Vermögensgegenstände im Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft oder im Miteigentum der Anleger stehen können, noch nicht einmal widersprechen, wenn das eine Objekt im treuhänderischen Eigentum der Kapitalanlagegesellschaft und das andere im Miteigentum der Anleger steht. Interessant wäre zu wissen, wie in einem solchen Fall die bilanzielle Behandlung beim Anleger gelöst würde. Ferner wäre für die Beteiligten zu bedenken, welche Folgen etwa der Einstieg eines weiteren Anlegers in einen solchen Spezialfonds hätte. Trotz dieser offenen Fragen zeigt das Beispiel, welche umfassenden neuen Freiheiten durch das Investmentänderungsgesetz geschaffen worden sind. Vor diesem Hintergrund verwundert es nicht, wenn aus dem Kreis der Spezialfondsgesellschaften keine weiteren Änderungswünsche zum Investmentgesetz zu vernehmen sind.

In Branchenkreisen wird teilweise die Auffassung vertreten, dass diese neuen Freiräume nicht nur das Anlagegeschäft erleichtern, sondern auch zu einer Stärkung des Finanzplatzes Deutschland führen können.

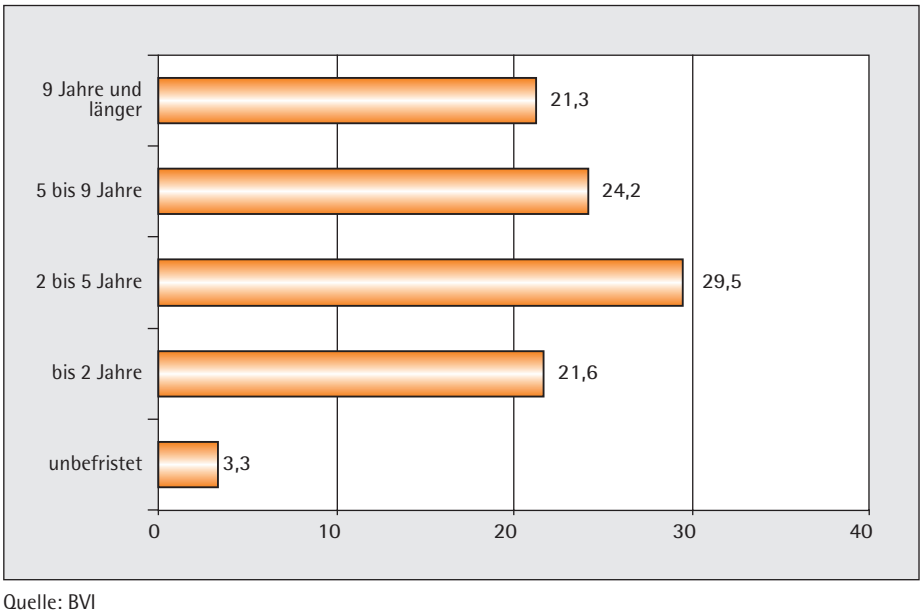
Das in Wertpapieren angelegte Vermögen der Immobilien-Spezialfonds hat sich wieder bei einem Wert von knapp sechs Prozent des Nettofondsvolumens eingependelt. In den Jahren 2000 bis 2004 hat der Anteil dieser liquiden Assets im Durchschnitt nur halb so hoch gelegen, mit den niedrigsten Wert von 1,2 Prozent beziehungsweise 151 Millionen Euro Ende 2003. Seither sind die Wertpapieranlagen kontinuierlich auf 1,3 Milliarden Euro per Ende 2008 angestiegen. Als weitere liquide Mittel halten die Spezialfonds ebenfalls 1,3 Milliarden Euro Bankguthaben.

Liquidität der Fonds

In vielen Spezialfonds wird es vermieden, über die zur Bewirtschaftung der Objekte erforderliche Liquidität hinaus irgendwelche Geldanlagen zu verwalten, um nicht die Immobilienrendite mit den aktuell sehr niedrigen Geldmarktzinsen unnötig zu verwässern. Die Summe der auf Ebene der Sondervermögen aufgenommenen Kredite hat sich gegenüber dem Vorjahr von 7,2 Milliarden Euro auf 7,9 Milliarden Euro nur leicht erhöht. Auch das Verhältnis des Wertes der Fremdmittel zum Wert der Liegenschaften hat sich auf 40,6 Prozent und damit um 2,5 Prozentpunkte zum Vorjahreswert erhöht.

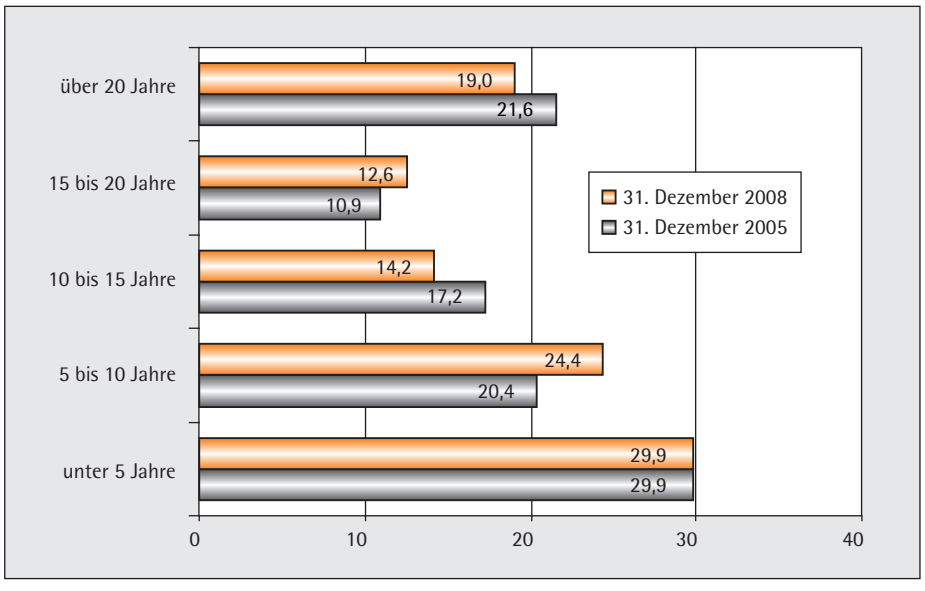
Viele Anleger sind an einer stabilen Cash-Flow-Rendite interessiert. Aus diesem Grunde wird die von den Immobilien-Spezialfonds angebotene Dienstleistung des Risikomanagements zunehmend in Anspruch genommen. Um dieses Ziel zu sichern, müssen die Investmentgesellschaften die Restlaufzeitenstruktur der Mietverträge überwachen, ein aktives Mietermanagement betreiben und Bonitätsanalysen durchführen sowie

Abbildung 4: Restlaufzeit der Mietverträge per 31. Dezember 2008 (in Prozent)



Quelle: BVI

Abbildung 5: Altersstruktur der Immobilien (in Prozent)



Quelle: BVI

makroökonomische Entwicklungen analysieren, um Leerstandsrisiken zu identifizieren. Im Falle von Auslandsengagements sind darüber hinaus Fremdwährungsrisiken abzusichern.

Die folgenden Branchendaten zur Anlagepolitik der Offenen Immobilien-Spezialfonds spiegeln dies wider. Die Prozentwerte beziehen sich – sofern nichts anderes angegeben ist – immer auf den Anteil am Verkehrswert aller Liegenschaften.

Geografische Verteilung der Objekte

Fast 46 Prozent der direkt und indirekt gehaltenen Immobilienbestände befanden sich Ende 2008 in Deutschland, rund zwei Prozentpunkte weniger als drei Jahre zuvor (Abbildung 3). Innerhalb der verschiedenen Regionen des Bundesgebietes werden im Zeitvergleich deutliche Verschiebungen erkennbar. Gegenüber Ende 2005 nahm die Bedeutung des Rhein-Main-Raumes (5,9 Prozent statt 8,3 Prozent), des Rhein-Ruhr-Raumes (7,8 Prozent statt 12,0 Prozent) und sonstiger deutscher Großstädte (13,9 Prozent statt 14,1 Prozent) ab. Dagegen sind gegenwärtig 18,2 Prozent der Objekte (gegenüber 13 Prozent) in sonstigen deutschen Städten gelegen.

Nach Deutschland dominiert der restliche Euro-Raum mit einem Anteil von 37,2 Prozent als bevorzugte Anlageregion der Offenen Immobilien-Spezialfonds (Ende 2005: 41 Prozent). Innerhalb dieser Gruppe liegen Frankreich mit 14,8 Prozent und die Niederlande mit 7,7 Prozent an der Spitze. Auf die nicht zur Euro-Gruppe gehörenden europäischen Länder entfallen 11,7 Prozent des Liegenschaftsvermögens (Ende 2005: 9,0 Prozent). Allein auf den britischen Immobilienmarkt entfallen 7,2 Prozent. Die außereuropäischen Anlagemärkte konnten ihren Anteil am Immobilienbestand gegenüber Ende 2005 auf 5,4 Prozent fast verdoppeln.

Eine Betrachtung nach der Anzahl der Liegenschaften ergibt ein modifiziertes Bild: Der deutsche Raum ist noch stärker vertreten. Mehr als 60 Prozent der Objekte sind in Deutschland gelegen, gegenüber 64,9 Prozent Ende 2005. Dies lässt den Schluss zu, dass deutsche Immobilien kleineren Größenklassen zuzuordnen sind als ausländische Objekte.

Insgesamt zeigt die Analyse der geografischen Verteilung der Liegenschaften zwar eine nach wie vor bestehende Dominanz des Anlagelandes „Deutschland". Dennoch belegt der Zeitvergleich, dass die Internationalisierung der Immobilien-Spezialfonds voranschreitet. Für diese These spricht auch die Analyse der Käufe und Verkäufe in den vergangenen beiden Jahren. Unter Berücksichtigung von Objektverkäufen erwarben Immobilien-Spezialfonds im Jahre 2008 im Ausland Liegenschaften im Wert von 1 972 Millionen Euro. Für das Inland betrug der entsprechende Wert lediglich 1 651 Millionen Euro. Im Vorjahr stand dem Erwerb von Auslandsliegenschaften von netto 949 Millionen Euro sogar ein leichter Negativsaldo bei inländischen Objekten von 18 Millionen Euro gegenüber.

Insgesamt erwarben Immobilien-Spezialfonds im vergangenen Jahr 196 Objekte mit einem Verkehrswert von 4,0 Milliarden Euro. Im Jahre 2007 wurden 144 Immobilien mit einem Verkehrswert von 2,3 Milliarden Euro gekauft. Im Gegensatz dazu ging die Zahl der verkauften Liegenschaften von 151 im Jahre 2007 auf 34 im Jahr 2008 zurück. Dementsprechend verrringerte sich der Verkehrswert der verkauften Objekte von 1,4 Milliarden Euro auf 398 Millionen Euro.

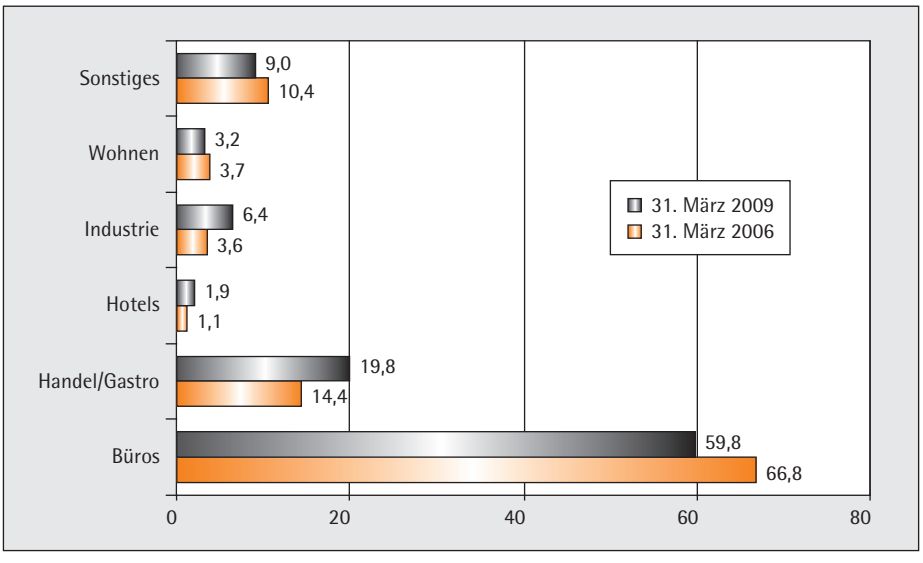
Unabhängig von der dargestellten Verteilung der Objekte wird deutlich, dass die Spezialfondsgesellschaften in der Lage sind, interessante Objekte in praktisch allen Immobilienmärkten zu identifizieren und für die von ihnen verwalteten Fonds zu erwerben. Dabei wird die Entscheidung, ob ein Spezialfonds ein breit gestreutes Portfolio aufbaut oder sich auf einen speziellen Markt konzentriert, in Absprache mit dem jeweiligen Anleger und allein an dessen Interessen orientiert entschieden.

Möglichst lang laufende Mietverträge werden grundsätzlich von jedem Immobilienanleger bevorzugt, versprechen sie doch Planungssicherheit und Schutz vor einer möglicherweise drohenden Objektabwertung, falls kein adäquater Anschlussmietvertrag erzielt werden kann. Andererseits sollten in einem Portfolio nicht alle Mietverträge gleichzeitig auslaufen, da dann der Abschluss aller Anschlussverträge in die gleiche Zeit fallen würde und sich eine entsprechende Risikoakkumulation ergeben würde.

Restlaufzeit der Mietverträge

Auf Basis der vom BVI erhobenen Daten kann an dieser Stelle erstmals die Verteilung der Restlaufzeiten der Mietverträge untersucht werden. Im Ergebnis kann hier für die Gesamtheit aller Immobilien-Spezialfonds eine ausgewogene Verteilung der Restlaufzeiten bestätigt werden. Während 21,6 Prozent der Mietverträge eine Restlaufzeit von bis zu zwei Jahren aufweisen, gilt für 29,5 Prozent der Verträge eine Laufzeit zwischen zwei und fünf Jahren (Abbildung 4). 24,2 Prozent der Mietverträge laufen noch fünf bis neun Jahre, weitere 21,3 Prozent enden erst in neun Jahren oder noch später. 3,3 Prozent der Mietverträge wurden ohne Laufzeitbegrenzung abgeschlossen. Die dargestellte Streuung weicht auch nicht nennenswert von der Situation in den Vorjahren ab, sieht man von einer gewissen Verschiebung vom Bereich unter neun Jahren hin zum Bereich über neun

Abbildung 6: Nutzungsarten der Immobilien nach Anteil an den Nettosollmieterträgen



Quelle: BVI

Jahre einmal ab. Diese Verschiebung zeigt, dass es den Spezialfondsgesellschaften offenbar gelungen ist, die durchschnittliche Laufzeit der Mietverträge etwas zu steigern.

Altersstruktur der Immobilien

Ein Blick auf die Altersstruktur der Objekte zeigt ebenfalls eine breite Diversifizierung (Abbildung 5). Knapp 30 Prozent der Immobilien sind bis zu fünf Jahre alt. In die nächste Altersklasse (fünf bis zehn Jahre) sind 24,4 Prozent der Bestände einzuordnen. 14,2 Prozent der Liegenschaften sind zwischen zehn und 15 Jahre alt, während 12,6 Prozent der Objekte in der Alterskategorie zwischen 15 und 20 Jahren liegen. 19 Prozent der Immobilien sind mindestens 20 Jahre alt. Der dreijährige Zeitvergleich zeigt nur geringe Verschiebungen. Der Anteil der Altersklassen zwischen zehn und 15 Jahren sowie von mindestens 20 Jahren sinkt im Vergleich zu Ende 2005, während Ende 2008 mehr Objekte zwischen fünf und zehn Jahre alt waren.

Die Gesamtbetrachtung macht deutlich, dass die Kapitalanlagegesellschaften die fortwährende Verjüngung des Immobilienbestandes als Daueraufgabe verstehen. Damit wird gewährleistet, dass die Liegenschaften den Ansprüchen der Mieter stets entsprechen und eine hohe Vermietungsquote sowie ein hohes Mietniveau erreicht werden. Im Einzelfall können aber auch der Erwerb und das Halten älterer Objekte in den Portfolios sinnvoll sein und durch Vorgaben der Investoren bedingt sein.

Interessant ist, dass die Branche dem Thema „Nachhaltigkeit" eine erhebliche Bedeutung in der Zukunft prognostiziert. Energieeffiziente und umweltschonende Gebäude werden künftig wesentlich leichter vermietbar sein als Liegenschaften, die diesen Kriterien nicht entsprechen. Hierbei gehen die Kapitalanlagegesellschaften sehr sorgfältig vor, da sich mit diesem Thema hohe Erwartungen verknüpfen. Schon jetzt wird allerdings in zahlreichen Fällen bei der Objektauswahl auf Aspekte der Nachhaltigkeit geachtet.

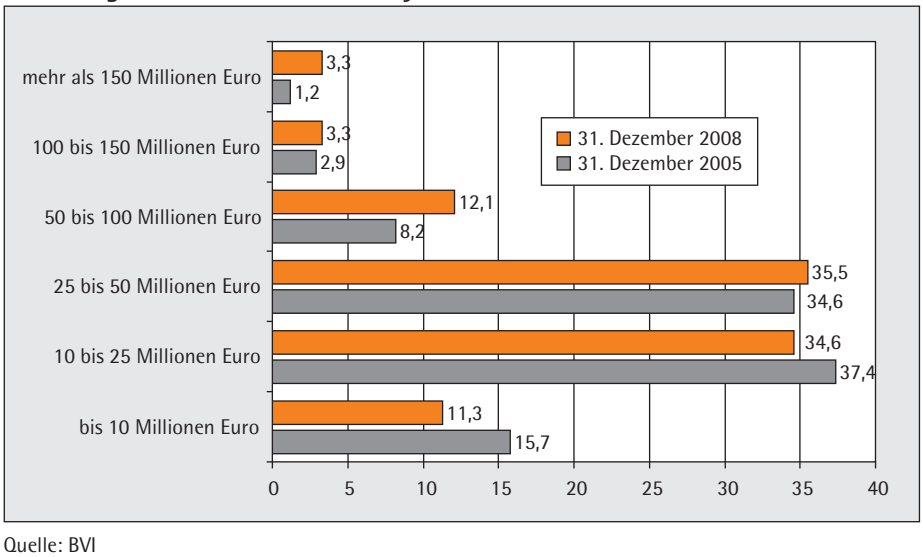
Nutzungsarten

Die BVI-Statistiken erlauben es ebenfalls zum ersten Mal in dieser Studie, die Nutzungsarten nicht nur nach den Quadratmeterangaben in den Rechenschaftsberichten in „Gewerblich" und „Wohnen" zu unterscheiden, sondern auch weitere Nutzungsarten zu untersuchen. Dabei erfolgt die Ermittlung nicht nach den Quadratmetern, sondern nach den für Anleger primär interessanten Netto-Sollmieterträgen. Aus dem Vergleich der aktuellen Nutzung (per Ende März 2009) mit der Verteilung per Ende März 2006 zeigen sich teilweise deutliche Verschiebungen (Abbildung 6). Aktuell werden 59,8 Prozent der Liegenschaften als Büros genutzt, vor drei Jahren waren es sogar 66,8 Prozent. Dagegen stieg der Anteil der für Handel und Gastronomie genutzten Immobilien im gleichen Zeitraum von 14,4 Prozent auf 19,8 Prozent. Auch die Quote der für industrielle Zwecke genutzten Objekte wuchs von 3,6 Prozent auf 6,4 Prozent.

Der Wohnraum trägt dagegen nur zu 3,2 Prozent zu den Mieterträgen bei. Im Dreijahresvergleich ist dieser Anteil leicht gesunken, ist aber immer noch deutlich höher als bei Immobilien-Publikumsfonds. Branchenvertreter lassen erkennen, dass im Hinblick auf die weitere Risikostreuung auch von Investorenseite der verstärkte Erwerb von Liegenschaften mit Wohnraumnutzung gewünscht werde. Konkrete Käufe seien allerdings in der augenblicklichen Situation eher die Ausnahme. Ferner sei das Angebot an Objekten, die mit angemessenem Aufwand zu bewirtschaften seien, begrenzt.

Den Trend zu weniger Büroimmobilien und mehr Wohnungen sollten Immobilienanleger in den kommenden fünf bis zehn Jahren ohnehin sehr genau beobachten. Nach der aktuellen technischen

Abbildung 7: Größenklassen der Objekte (in Prozent)



Quelle: BVI

Entwicklung zu urteilen, werden zum Beispiel die gewohnten Videokonferenzen bald in virtuellen Konferenzräumen stattfinden können, in denen sich die Teilnehmer hochauflösend und dreidimensional miteinander austauschen können. Der Unterschied zu einem persönlichen Treffen wird auf ein nicht mehr entscheidendes Minimum reduziert werden.

Dann aber können auch virtuelle Großraumbüros eingerichtet werden, in denen der Chef seine Mitarbeiter genau wie bisher im Blick und damit unter voller Kontrolle haben kann. In der Ausgestaltung sind auch für die Mitarbeiter viele Vorteile gegenüber einem echten Großraumbüro denkbar, wie zum Beispiel die Unterdrückung von Störgeräuschen. Vor allem aber brauchen sie nicht mehr zu pendeln. Dementsprechend kann sich eines Tages die Nachfrage nach großen zentralen Büroflächen schlagartig verringern. Wann genau dieser Tag kommen wird, ist natürlich schwer vorherzusagen, aber die erforderlichen Komponenten (3D-Technik, virtuelle Figuren, Erfassung von Bewegungen und Gesichtsausdrücken per Kamera und Übertragung auf virtuelle Figuren, Augmented Reality („erweiterte Realität"), schnelle Datenleitungen und hohe Rechnerkapazitäten) sind bereits heute vorhanden.

Größenklassen der Liegenschaften

Die Analyse der Größenklassen der Objekte (Abbildung 7) führt zu dem Ergebnis, dass kleinere Immobilien und mittelgroße Liegenschaften gegenüber Großobjekten klar überwiegen. 45,9 Prozent des Liegenschaftsvermögens bestand Ende 2008 aus Objekten mit einem Wert bis zu 25 Millionen Euro (gegenüber 53,1 Prozent Ende 2005). Der Anteil mittelgroßer Immobilien mit einem Wert zwischen 25 und 100 Millionen Euro stieg auf einen Anteil von 47,6 Prozent (gegenüber 42,8 Prozent drei Jahre zuvor). Eine deutlich geringere Rolle spielen dagegen Großobjekte mit einer Quote von 6,6 Prozent (gegenüber 4,1 Prozent).

Die Konzentration auf kleinere und mittelgroße Immobilien erscheint vor allem wegen der vergleichsweise kleinen Durchschnittsgröße der Spezialfonds sinnvoll zu sein, um eine ausreichende Streuung der Assets zu gewährleisten, auch wenn die liegenschaftsbezogenen Verwaltungskosten teilweise von dem Wert des Objektes unabhängig sind.

Während der durchschnittliche Immobilien-Publikumsfonds Ende 2008 eine Größe von 1,9 Milliarden Euro aufwies, lag der Spezialfonds bei lediglich 191 Millionen Euro. Ein weiterer Vorteil kleinerer Objekte ist die schnellere Liquidierbarkeit, da sich der Wiederverkauf kleinerer Liegenschaften meist einfacher gestaltet, weil mehr potenzielle Käufer in Betracht kommen.

Ein Blick auf die Anbietergruppen am gesamten Fondsvermögen zeigt eine gleichmäßige Verteilung auf die verschiedenen Säulen der Kreditwirtschaft: 9,6 Prozent der Assets entfielen per 30. April 2009 auf Kapitalanlagegesellschaften der Privatbanken, 10,3 Prozent auf Kapitalanlagegesellschaften der öffentlichen Banken und 8,2 Prozent auf Gesellschaften, die Genossenschaftsinstituten nahe stehen. Dazu kommen Anteile von 14,8 Prozent für die Versicherungs-Kapitalanlagegesellschaften und 17,8 Prozent für Kapitalanlagegesellschaften der Auslandsbanken beziehungsweise Tochtergesellschaften von ausländischen Asset Managern. Der größte Marktanteil entfällt auf sonstige Anbieter mit 39,3 Prozent. In dieser Gruppe dominiert die IVG Institutional Funds GmbH.

Die Gruppe der sonstigen Anbieter konnte auch 2008 den größten Anteil des Netto-Mittelaufkommens auf sich vereinigen (1 424 Millionen Euro). Es folgen drei Anbietergruppen mit fast gleich hohen Zuflüssen. Die Kapitalanlagegesellschaften der öffentlichen Banken sammelten 347 Millionen Euro für Immobilien-Spezialfonds ein, die Asset Manager der Privatbanken 344 Millionen Euro und die den Versicherungen nahe stehenden Anbieter 332 Millionen Euro.

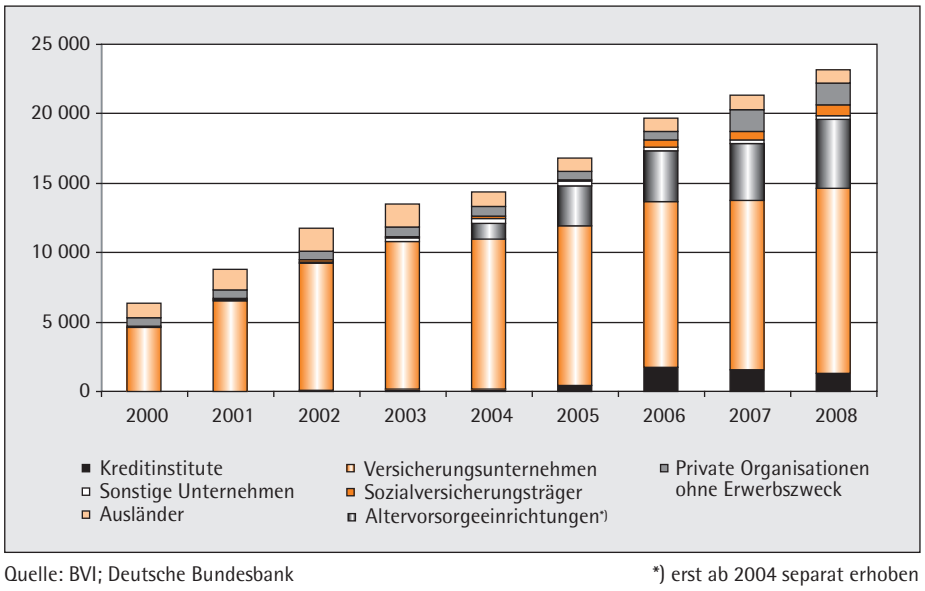
Die Kapitalanlagegesellschaften aus dem Genossenschaftslager verzeichneten in 2008 leichte Netto-Mittelabflüsse in Höhe von 67 Millionen Euro, während die Tochtergesellschaften ausländischer Banken beziehungsweise ausländischer Asset Manager 236 Millionen Netto-Rückflüsse meldeten.

Anlegerstruktur und Anlegerverhalten

Viel stärker noch als bei den Wertpapier-Spezialfonds dominieren die Versicherungsgesellschaften und Altersvorsorgeeinrichtungen als Investoren den Immobilien-Spezialfondsmarkt (Abbildung 8). Mehr als 79 Prozent beträgt der Gesamtanteil dieser beiden Investorengruppen. Während sich der Anteil der Versicherungsgesellschaften seit 2004 von 75,2 auf 57,7 Prozent Ende 2008 verringert hat, vergrößerte sich der Anteil der Investoren, die Einrichtungen der Altersvorsorge repräsentieren, im gleichen Zeitraum von 7,6 auf 21,4 Prozent. Mittlerweile bestehen 36 Immobilien-Spezialfonds allein für diese Investorengruppe.

Für Versicherungsunternehmen werden 52 Fonds gemanagt. Kreditinstitute folgen mit weitem Abstand hinter diesen beiden Anlegergruppen. Für sie werden zwölf Fonds mit einem Fondsvermögen von 1,3 Milliarden Euro verwaltet. Das entspricht einem Anteil von 5,5 Prozent am Vermögen der Immobilien-

Abbildung 8: Anlegerstruktur (in Millionen Euro)



Quelle: BVI; Deutsche Bundesbank

*) erst ab 2004 separat erhoben

Spezialfonds. Lediglich private Organisationen ohne Erwerbszweck liegen mit einem Anteil von knapp sieben Prozent noch darüber. Für sie wurden fünf Fonds aufgelegt.

Im Zwölfmonatsvergleich sank der Anteil der Kreditinstitute um zwei Prozent, während die Altersvorsorgeeinrichtungen um 2,2 Prozent und die Versicherungen um 0,7 Prozent zulegten.

Tabelle: Anbieter Offener Immobilien-Spezialfonds

Gesellschaft	Fondsvermögen in Millionen Euro	Marktanteil in Prozent
IVG Institutional Funds GmbH	7 073,8	29,3
Internationales Immobilien-Institut GmbH Kapitalanlagegesellschaft	1 912,2	7,9
LB Immo Invest GmbH	1 409,6	5,8
HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH	1 405,4	5,8
Aachener Grundvermögen Kapitalanlagegesellschaft mbH	1 208,7	5,0
Commerz Real Spezialfondsgesellschaft mbH	1 208,1	5,0
Warburg - Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH	1 140,9	4,7
RREEF Spezial Invest GmbH	1 112,5	4,6
MEAG MUNICH ERGO Kapitalanlagegesellschaft mbH	1 106,5	4,6
Deka Immobilien Investment GmbH	955,7	4,0
Union Investment Institutional Property GmbH	947,2	3,9
aik APO Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mbH	830,6	3,4
AXA Investment Managers Deutschland GmbH	797,8	3,3
TMW Pramerica Property Investment GmbH	760,9	3,1
SEB Investment GmbH	457,7	1,9
Schroder Property Kapitalanlagegesellschaft mbH	329,6	1,4
DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH	316,2	1,3
AmpegaGerling Investment GmbH	267,5	1,1
SEB Asian Property Fund SICAV-FIS	241,3	1,0
Union Investment Real Estate AG	206,5	0,9
Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH	185,3	0,8
WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH	112,3	0,5
UBS Real Estate Kapitalanlagegesellschaft mbH	96,4	0,4
PATRIZIA Immobilien KAG mbH	79,4	0,3
	24 162,1	**100,0**

Zum Stichtag 30. April 2009 – Quelle: BVI

Niedrige Volatilität aufgrund des Bewertungsverfahrens

Als ein großer Vorteil der „Immobilie als alternative Assetklasse" wird regelmäßig die äußerst geringe Korrelation mit anderen Assetklassen hervorgehoben. Interessanterweise gibt es durchaus Immobilienanlagen wie etwa die Immobilienaktiengesellschaft oder der börsennotierte REIT, die eine sehr hohe Korrelation zum Beispiel mit den Aktienmärkten aufweisen können. Dabei hängt die Höhe der Korrelation nicht mit der Art oder der Lage der Immobilien zusammen. Auch die Rechtsform der indirekten Immobilienanlage ist nicht primär für die unterschiedlich hohen Korrelationen verantwortlich.

Entscheidend sind vielmehr die Art der Bewertung und der gewählte Betrachtungszeitraum. Über einen sehr langfristigen Betrachtungszeitraum entwickeln sich sowohl Aktien- als auch Immobilienmärkte praktisch immer nach oben, sodass hier eine positive Korrelation festzustellen ist. Bei einem kürzeren Betrachtungszeitraum kommt die hohe kurzfristige Volatilität der Aktienmärkte zur Geltung. Und dann hängt die Korrelation zwischen Aktien und Immobilien von der Art und Weise der Immobilienbewertung ab. Überlässt man die Bewertung dem täglichen Spiel von Angebot und Nachfrage an den Aktienbörsen, wie es zum Beispiel für REITs vorgesehen ist, wird in aller Regel eine erheblich positive Korrelation festzustellen sein. Zuweilen tritt diese erst in einer echten Krise zutage.

Wird dagegen die Bewertung wie bei den Offenen Immobilienfonds durch Sachverständige mit einem längerfristigen Zeithorizont vorgenommen, so kann sich der Wert unbeeinflusst von kurzfristigen Turbulenzen an den Aktienmärkten entwickeln; eine Korrelation ist hier praktisch nicht festzustellen.

Die grundlegende Frage, ob die tägliche Bewertung durch Marktteilnehmer oder die Bewertung durch Sachverständige die bessere, die richtigere ist, hat nicht nur vor diesem Hintergrund eine geradezu philosophische Dimension. Sie lässt sich allerdings auch sehr einfach beantworten.

Ein Instrument zur indirekten Anlage in bestimmte Vermögensgegenstände sollte genauso bewertet werden wie diese Vermögensgegenstände. Soll eine börsengehandelte Aktie veräußert werden, so ist dies jederzeit zu einem sich minütlich verändernden Preis möglich. Und so ist es völlig richtig, den Wert eines Aktienfonds anhand dieser sich minütlich verändernden Preise zu ermitteln. Soll dagegen eine Immobilie veräußert werden, so kann sich der Verkaufsprozess über Wochen und Monate hinziehen.

Die Vorstellung, den Verkaufsauftrag an den Makler oder die Unterschrift beim Notar um eine Viertelstunde zu verzögern, während der Fondsmanager noch auf eine Wertsteigerung vom Immobilienmarkt hofft, ist natürlich völlig absurd. Aufgrund dieser Überlegungen scheint es unangemessen, die Bewertung eines Immobilienvehikels dem permanent schwankenden Aktienmarkt zu überlassen.

Keine Krise bei Immobilien-Spezialfonds

Manche Anleger wollen natürlich genau das. Sie sollten sich darüber im Klaren sein, dass das langfristige Anlageergebnis durch den Ausweis kurzfristiger Preisschwankungen nicht beeinflusst wird, und dass der höheren Volatilität im Durchschnitt keine zusätzliche Rendite gegenübersteht. Institutionelle Anleger, die dem Immobilien-Spezialfonds ein anderes Anlageinstrument vorziehen, verzichten gegebenenfalls auf die dem Wesen der Immobilienanlage entsprechende geringe Volatilität und niedrige Korrelation mit anderen Assetklassen, ohne hierfür irgendeine Kompensation zu erhalten.

Als Fazit bleibt festzuhalten, dass die Immobilien-Spezialfonds auch im Jahre 2008 ihr Wachstum ungeachtet der Finanzkrise fortgesetzt haben. Als maßgeschneidertes Produkt profitieren sie vom langfristigen Trend zur indirekten Immobilienanlage bei gleichzeitig breiter Diversifizierung.