

Neue Höchststände und drohende Gesetzesvorhaben

Till Entzian

Obwohl im vorigen Jahr zahlreiche Offene Immobilienfonds aus Liquiditätsmangel schließen mussten, fällt der Rückblick des Autors für Immobilienfonds insgesamt überwiegend positiv aus. So zeugen die hohen Mittelzuflüsse der Immobilien-Spezialfonds von der Attraktivität des Produktes für institutionelle Investoren. Allerdings sieht der Autor auch Gefahren. Während die hohen Anforderungen zur Eigenkapitalunterlegung in Solvency II die Anziehungskraft des Spezialfonds schmälern, sei die geplante Verschärfung des Anlegerschutzes geeignet, die Zukunft des Offenen Immobilien-Publikumsfonds infrage zu stellen. (Red.)

Die dritthöchsten Nettomittelzuflüsse ihrer Geschichte und ein Wachstum von 24 Prozent lässt die Immobilien-Spezialfonds auf ein erfolgreiches Jahr 2009 zurückblicken. Der absolute Mittelzufluss betrug gemäß BVI-Statistik 5,6 Milliarden Euro und war damit dreimal so hoch wie der Durchschnitt der zehn vorangegangenen Jahre. Sucht man höhere Mittelzuflüsse, so muss man in die Jahre 1993 (7,5 Milliarden) und 1996 (7,1 Milliarden) zurückblicken.

Neuer Volumen-Höchststand

Das verwaltete Nettovolumen erreichte mit 28,6 Milliarden (2008: 23,1 Milliarden) einen neuen Höchstwert. Diese aus Branchensicht natürlich sehr erfreuliche Entwicklung setzt sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres zwar nicht mit der gleichen Geschwindigkeit fort, doch waren bis März 2010 weitere Mittelzuflüsse von 0,5 Milliarden Euro zu verzeichnen. Dies entspricht recht genau dem Wert im ersten Quartal 2009. Ob 2010 sich im weiteren Verlauf genauso positiv wie 2009 entwickelt – hier waren allein im letzten Quartal 3,6 Milliarden Euro zugeflossen – kann natürlich noch nicht beurteilt werden.

Jedenfalls hat sich das Vehikel des Immobilien-Spezialfonds im Vergleich zu den vor drei Jahren eingeführten REITs sehr gut behauptet. Ursprünglich war allein aus der Umwandlung von Offenen Immobilienfonds ein Volumen von 17 Milliarden Euro erwartet worden (zehn Milliarden Euro aus Publikumsfonds und sieben Milliarden Euro aus Spezialfonds). Dem Autor ist kein einziger Fall einer solchen Umwandlung bekannt. Während die An-

zahl der Immobilien-Spezialfonds im vergangenen Jahr von 116 auf 135 anstieg, sind aktuell lediglich drei deutsche REITs mit einem Immobilienbesitz von etwa 1,6 Milliarden Euro bereits börsennotiert. Weitere sechs sogenannte „Vor-REITs“ mit einer Größe von „bis zu“ 7,5 Milliarden Euro streben zurzeit die Börsennotierung an, von denen zwei ihre Pläne allerdings gerade verschieben mussten.

Gemessen an den ursprünglichen Erwartungen an dieses aus dem Angelsächsischen importierte Vehikel sind dies relativ niedrige Beträge. Auch dass aus dem Umfeld der REITs eine Reihe von Wünschen an den Gesetzgeber herangetragen wird, deutet auf eine allgemeine Unzufriedenheit mit der Entwicklung des Vehikels hin. Auf der Wunschliste stehen vor allem eine Lockerung der Eigenkapitalvorschriften, ferner die Zulassung von Wohnungs-REITs, weniger strenge Sanktionen für den Fall, dass eine Gesellschaft die Vorgaben hinsichtlich der Aktionärsstruktur nicht einhält sowie eine Verlängerung der im Rahmen der Exit-Tax geltenden Frist für Vor-REITs, innerhalb der diese einen Börsengang schaffen müssen.

Ebenfalls diskutiert wird, dass den REITs die Wahlfreiheit eingeräumt werden sollte, ob sie sich überhaupt eine Börsennotierung verschaffen lassen oder nicht.

Der Autor

Till Entzian ist Rechtsanwalt und Leiter Recht und Compliance bei der VERITAS INVESTMENT TRUST GmbH, Frankfurt am Main.

Momentan sieht es allerdings nicht so aus, als ob diese Wünsche in absehbarer Zeit erfüllt werden. Und selbst wenn, so kann der Gesetzgeber jedenfalls nicht verhindern, dass das Risiko einer Anlage in Anteilen an REITs durch die Preisbildung an einer Börse deutlich über dem Risiko eines identisch investierten Spezialfonds liegen würde, da die Bewertung von Spezialfonds anhand des mittel- bis langfristig orientierten Verkehrswertes der Immobilien erfolgt.

Bei Schaffung des REIT-Gesetzes waren die Immobilien-Spezialfonds noch weitgehend den gleichen Anlagerestriktionen der Publikumsfonds unterworfen. Die Freiheit von diesen Anlagerestriktionen wurden seinerzeit auch als wichtiger Vorteil für den REIT genannt. Durch die seit 2008 bestehende Möglichkeit für Immobilien-Spezialfonds, mit Zustimmung der Anleger von praktisch allen Anlagerestriktionen abzuweichen, hat sich dieser Unterschied stark relativiert.

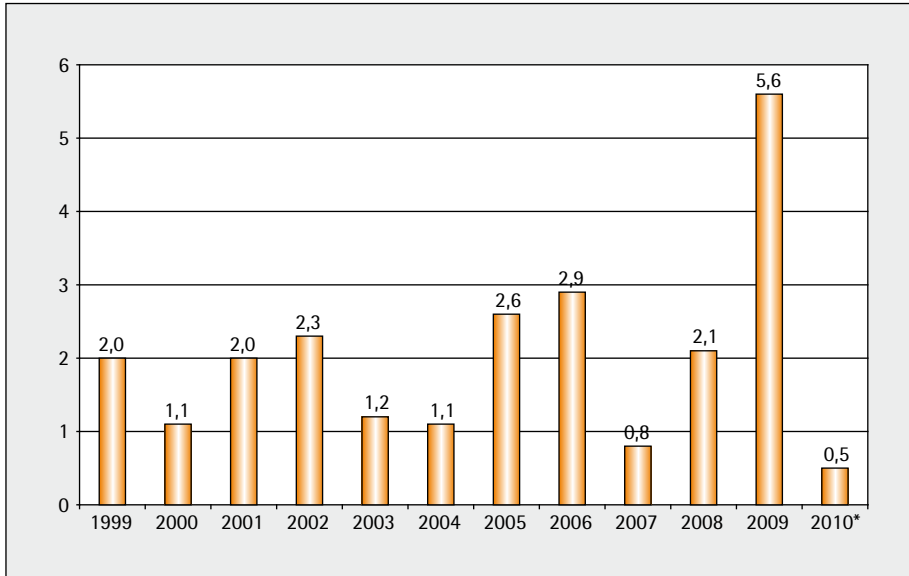
Unprofessionelle Gesetzgebung

Auch die Publikumsfonds konnten ihr Nettovolumen im Jahr 2009 gegenüber 2008 erhöhen. Die Steigerung um 2,8 Milliarden Euro auf 89,9 Milliarden Euro geht dabei im Wesentlichen auf Wertsteigerungen zurück, da den 3,2 Milliarden Euro Nettomittelzuflüssen Ausschüttungen fast in gleicher Höhe gegenüberstanden.

Das Agieren der Bundesregierung wirkt wie ein Plot zur Zerstörung eines erfolgreichen Anlageinstruments. Zuerst verursacht die Regierung durch die Garantierklärung für Spareinlagen und die ausdrückliche Nicht-Garantie für die vorgeblich unsicheren Fonds die größte Rückgabewelle in der Geschichte der Offenen Immobilienfonds, dann untersagt die BaFin den Fondsgesellschaften, die am stärksten vom Rücknahmestopp betroffenen Anleger (die ihre Rückzahlungswünsche in Form von Auszahlplänen langfristig hinterlegt haben und mit den monatlichen Zahlungen ihren Lebensunterhalt kalkuliert haben) zu bedienen, und jetzt soll durch Verbot der täglichen Rücknahme verhindert werden, dass die Rücknahme noch einmal ausgesetzt werden muss.

Wenn künftig die Fondsgesellschaft einen Rückgabewunsch nicht ausführen darf, auch wenn mehr als ausreichende Liquidität vorhanden ist, werden das alle Beteiligten als reine Schikane empfinden. Das Gleiche gilt für die geplante Min-

Abbildung 1: Nettomittelzuflüsse der Immobilien-Spezialfonds
(Angaben in Milliarden Euro)



Quelle: BVI

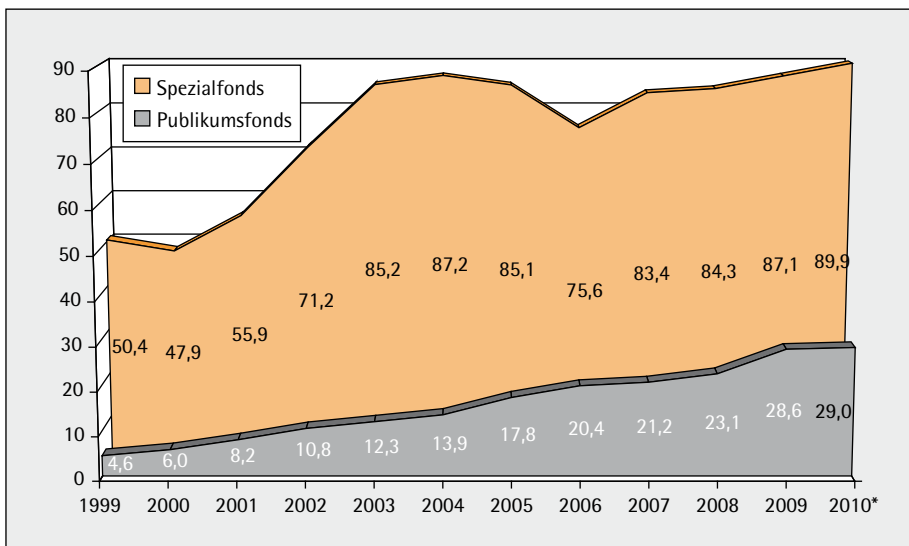
* März 2010

desthaltefrist und die Rücknahmeabschlüsse, die offenbar auch dann gelten sollen, wenn ein Anleger die Anteile als langfristige Anlage und mit vollem Ausgabeaufschlag erworben hat und dann doch aufgrund einer Wendung seiner persönlichen Finanzen kurzfristig veräußern möchte. Wobei sich am Rande noch die Frage stellt, ob der Gesetzgeber wohl den Handel der Anteile an den Fondsbörsen untersagen wird, da sonst alle geplanten Neuregelungen leicht umgangen werden können.

Der Diskussionsentwurf eines „Gesetzes zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des

Kapitalmarkts“ dient letztlich weder den Anlegern noch den Offenen Immobilienfonds. Wenn man sich schon darauf einlässt, die Anleger nach Kaufzeitpunkt und Anlagesumme beziehungsweise Höhe des Rückgabeverlangens unterschiedlich zu behandeln, was, wenn überhaupt, nur mit erheblichem Aufwand und aktiver Hilfe der gesamten Vertriebskette möglich wäre, würde es völlig ausreichen, den Kapitalanlagegesellschaften bei Liquiditätsengpässen die vorrangige Bedienung solcher Anleger zu erlauben, die ihre Rückgabewünsche langfristig angekündigt haben, etwa über Vereinbarung von Auszahlplänen.

Abbildung 2: Fondsvolumen der Immobilien-Spezial- und Publikumsfonds
(Angaben in Milliarden Euro)



Quelle: BVI

* März 2010

Denkbar wäre auch ein Rücknahmeabschlag zugunsten des Sondervermögens, der nur dann erhoben wird, wenn die Liquidität aufgrund von Anteilscheinrückgaben unter einen bestimmten Wert sinkt. Im Übrigen sollte es jedoch genügen, den Anlegern noch einmal zu verdeutlichen, dass keine vernünftige Immobilienanlage immer und jederzeit täglich verfügbar sein muss oder kann.

Mittelabflüsse durch politisch induzierte Verunsicherung

Stattdessen verursacht der Diskussionsentwurf erneute Mittelabflüsse und Rücknahmeaussetzungen, indem er den bestehenden Anlegern einen systematischen Bewertungsabschlag von zehn Prozent der Verkehrswerte in Aussicht stellt. Die Umsetzung dieser Idee würde natürlich auch bedeuten, dass praktisch keine neuen Sondervermögen mehr aufgelegt werden können, denn welcher Anleger würde hier investieren, wenn er beim Aufbau des Immobilienportfolios bei jedem Erwerbsvorgang einen Rückgang des Anteilwertes um zehn Prozent des Kaufpreises hinnehmen muss? Außerdem würden alle Anleger, die ihre Anteilscheine zurückgeben, diesen Abschlag endgültig verlieren. Nur wer wartet, bis das Sondervermögen einmal sämtliche Immobilien veräußert hat, wird diesen Verlust vermeiden können. Da die Sondervermögen auf unbegrenzte Laufzeit angelegt sind, werden die wenigsten Anleger diesen Tag erleben, es sei denn, der Gesetzgeber versetzt der Branche mit weiteren ähnlichen Ideen den endgültigen Todesstoß.

Wie wenig durchdacht der Diskussionsentwurf insgesamt ist, zeigt sich auch an der ausdrücklich geäußerten Sorge des Gesetzgebers um das Interesse des Anlegers, seine Anteile „jederzeit und ohne Abschlag“ veräußern zu können. Wäre diese Sorge halbwegs ernst gemeint, würde der Gesetzgeber kaum einen systemwidrigen Zwangsabschlag vorschreiben, er würde nicht die tägliche Rücknahme selbst dann verbieten, wenn das Sondervermögen über ausreichende Liquidität verfügt, und schließlich würde er die Anleger nicht auf die Veräußerungsmöglichkeit an Fondsbörsen verweisen, da schließlich bekannt ist, dass Geschlossene Investmentvehikel an Börsen praktisch immer mit einem teilweise sogar sehr hohen Abschlag auf ihren Nettoinventarwert gehandelt werden. Für die Anleger in Publikumsfonds und die Investment-

branche ist zu hoffen, dass möglichst wenige dieser Vorschläge ihren Weg in das Gesetz finden.

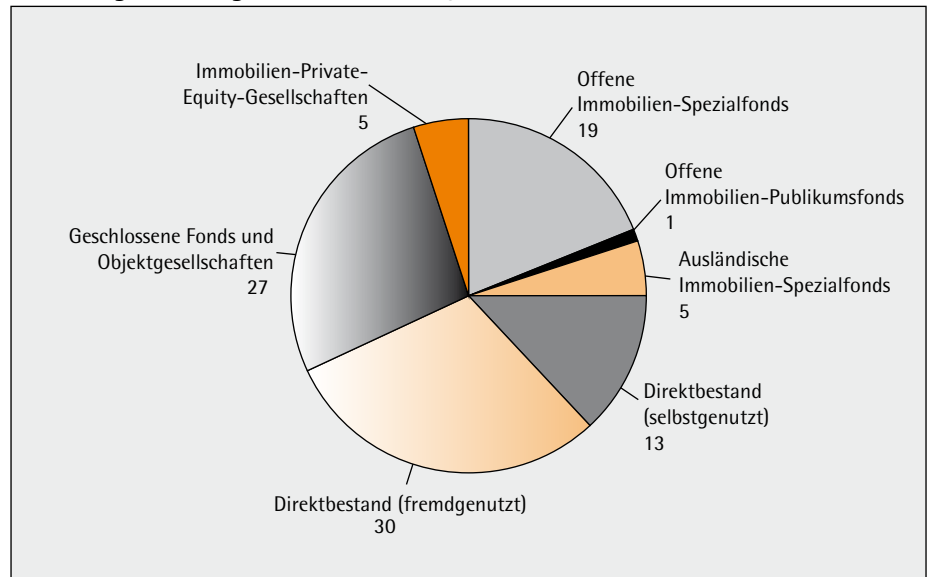
Spezialfonds nicht betroffen

Die gute Nachricht für den Spezialfonds-anleger besteht darin, dass die Kapitalanlagegesellschaft weiterhin mit seiner Zustimmung von den neuen gesetzlichen Vorschriften abweichen kann und er daher keine Nachteile von der Neuregelung zu befürchten hat. Auf Dauer wird man sich allerdings die Frage stellen müssen, ob es nicht bereits ein Standortnachteil ist, wenn der Gesetzgeber überhaupt solche Ideen in die Diskussion bringt.

Aber zunächst einmal wird der Immobilien-Spezialfonds weiterhin als eines der beliebtesten indirekten Immobilien-Vehikel von Versicherungen und anderen institutionellen Anlegern eingesetzt werden. Nach der diesjährigen Ernst & Young-Studie¹⁾ entfallen von den Immobilienanlagen der Versicherungen aktuell 20 Prozent auf inländische Offene Immobilienfonds, davon 19 Prozent auf Spezialfonds und ein Prozent auf Publikumsfonds. Ausländische Immobilien-Spezialfonds kommen immerhin auf fünf Prozent, ebensoviel entfällt auf Immobilien-Private-Equity-Gesellschaften. Der größte Teil der indirekten Anlagen entfällt freilich mit 27 Prozent auf Geschlossene Immobilienfonds, zu denen insbesondere auch die Objektgesellschaften zählen. Nach wie vor den größten Anteil ihres Immobilienvermögens haben die befragten Unternehmen in Direktbestand investiert (43 Prozent, davon 13 Prozent eigen- und 30 Prozent fremdgenutzt).

Unverändert ist auch die Erwartung, dass die Bedeutung der indirekten Investments gegenüber den direkten Anlagen zunehmen. Ein wichtiger Grund hierfür ist die um ein Prozent höhere Renditeerwartung der indirekten Immobilienvehikel, die auf Erwerb von Objekten mit einem höheren Chance/Risiko-Profil (Stichwort: ausländische Märkte) und vor allem auch auf Fremdfi-

Abbildung 3: Immobilienanlagen der Versicherungen – Verteilung der Anlageformen 2010 (Angaben in Prozent)



Quelle: Ernst & Young

nanzierung als Renditehebel zurückzuführen ist. Neben der höheren Rendite bieten vor allem in Immobilien-Spezialfonds eine Reihe weiterer, an dieser Stelle schon häufiger genannte Vorteile wie ein externes professionelles Asset Management, Risikosteuerung, eine für den Anleger vereinfachte Handhabung in steuerlicher und finanzieller Hinsicht und nicht zuletzt die Sicherheit eines gesetzlich streng geregelten und von der BaFin beaufsichtigten Anlageinstruments.

Auch der Aufwand beziehungsweise die Verantwortung für die Verwaltung des Immobilienbestandes wird durch die Entscheidung für einen Immobilien-Spezialfonds ausgelagert. Dieser Aspekt spielt vor allem bei Wohnimmobilien eine erhebliche Rolle, da es hier immer um eine sehr große Zahl von Mietern geht, mit denen Verträge geschlossen und die betreut werden müssen.

Die Versicherer müssen künftig die Solvency-II-Regelungen beachten, deren Umsetzung derzeit von der BaFin erarbeitet wird. Die neuen Regeln übertragen den aus der Bankenwelt bekannten Mechanismus auf das Versicherungs-

geschäft, das heißt, jede Versicherung muss künftig ihre Risiken, und zwar sowohl die Risiken aus dem Policengeschäft als auch die Risiken aus den Kapitalanlagen, mit Eigenkapital unterlegen. Logischerweise ist zu erwarten, dass die Versicherungen in ihre Anlageentscheidungen dann auch den Aspekt einbeziehen werden, wie viel Eigenkapital sie für die jeweilige Anlageform bereitstellen müssen.

Neue Regeln für Versicherer

Die Auswirkungen der Solvency-II-Regelung auf die Kapitalmärkte im Allgemeinen und die Immobilienanlage sowie die Immobilien-Spezialfonds im Besonderen wird daher von den konkreten Unterlegungspflichten abhängen. Da momentan relativ hohe Sätze für Aktien und Immobilien im Gespräch sind, könnte die neue Regelung zu einer Reduzierung dieser beiden Assetklassen führen.

Momentan beträgt der Anteil der Immobilien am gesamten Versicherungsvermögen von 1,14 Billionen Euro (Erstversicherer per 1. Quartal 2010) etwa 6,1 Prozent, davon 3,7 Prozent im Direktbestand und 2,4 Prozent über Investmentvehikel. Dabei beabsichtigen die Versicherungen eine leichte Erhöhung dieser Quoten mit einer kleinen Präferenz zugunsten der indirekten Immobilienanlage. Dies sind für die Spezialfondsgesellschaften zunächst einmal gute Aussichten, denn die beabsichtigte Erhöhung von 0,2 Prozent-Punkten bedeutet einen Nettomittelzufluss von

Tabelle 1: Nutzungsarten der Immobilien in Prozent nach Anteil an den Nettosollmieterträgen

	Büros	Handel/Gastronomie	Hotels	Industrie	Wohnen	Sonstiges	Summe
31.12.2006	65,4	16,1	1,2	3,9	3,3	10,1	100,01
31.12.2007	63,6	17,6	2,0	4,3	2,7	9,8	100,01
31.12.2008	59,7	19,7	2,0	6,7	2,8	9,1	100,00
31.12.2009	60,8	18,3	2,0	6,4	3,4	9,1	99,99

Quelle: BVI

etwa 2,8 Milliarden Euro. Ob dies so kommt oder alle Pläne durch einen Federstrich zunichte gemacht werden, liegt momentan allerdings in den Händen der BaFin und hängt sehr stark von der Ausgestaltung der Solvency-II-Regelungen ab.

Bei der Auswahl der Zielobjekte in den Immobilien-Spezialfonds ist von einem Trend zur Wohnimmobilie zu berichten, wenn auch auf sehr niedrigem Niveau: Der Anteil der Wohnungen am Gesamtbestand der Immobilien-Spezialfonds ist im letzten Jahr nach der Auswertung des BVI von 2,8 auf 3,4 Prozent des Bestandes gestiegen. Dieser Wert liegt eigentlich um 0,9 Prozent höher, da ein reiner Wohnimmobilien-Spezialfonds mit einem Liegenschaftsvermögen von 250 Millionen Euro in der Statistik nicht berücksichtigt wird, weil die in Hamburg ansässige Quantum Immobilien KAG kein BVI-Mitglied ist.

Trend zur Wohnimmobilie

Als Vorteil von Wohnungen wird vor allem die zwar niedrige aber extrem stetige Renditeerwartung genannt, die mit aktuell 4,5 Prozent per annum oder etwas mehr angegeben wird und gegenüber Staatsanleihen (aktuell etwa 4,0 Prozent bei zehn Jahren Restlaufzeit) attraktiv erscheint. Zudem bieten Wohnungen über ihren Substanzwert und über häufig indizierte Mietverträge einen eingebauten Inflationsschutz, der bei Anleihen üblicherweise fehlt.

Zu diesem Anstieg der Wohnungsquote hat zum Beispiel die VPV Lebensversicherung beigetragen, die 39 Objekte aus dem Eigenbestand mit einem Volumen von 185 Millionen Euro in einen neuen Spezialfonds bei der auf Wohnimmobilien spezialisierten Patrizia KAG eingebracht hat.

Den größten Teil des Immobilien-Portfolios machen unverändert Bürogebäude aus, hier war 2009 sogar wieder ein leichter Anstieg um einen Prozentpunkt auf 60,8 Prozent zu verzeichnen. An dieser Stelle sei nochmals darauf hingewiesen, dass moderne Techniken in der unmittelbar bevorstehenden Zukunft die persönliche Präsenz von Gesprächspartnern in einer Qualität werden simulieren können, dass Unternehmen wie Mitarbeiter sich die Mühen und Kosten einer tatsächlichen Anreise zum Arbeitsplatz sparen werden, wo immer es möglich sein wird.

Es erscheint nicht völlig unrealistisch, dass Gewerbeflächen dann nur noch für Handel, Produktion, Ärzte und andere handwerkliche Tätigkeiten nachgefragt werden, bei denen tatsächliche Handgriffe vor Ort erforderlich sind. Investoren und Portfoliomanager sollten sich mit diesem Szenario zumindest einmal bewusst auseinandersetzen, um nicht von dem dann einsetzenden Wertverfall der Büroflächen überrascht zu werden.

Größere Veränderungen als bei den Nutzungsarten sind in der regionalen Verteilung der Immobilien erkennbar.

Bei den inländischen Investitionen setzt sich der Trend einer gewissen Dezentralisierung fort. Der Anteil der Immobilien im Rhein-Main-Gebiet ging von 8,3 Prozent Ende 2005 kontinuierlich auf 4,8 Prozent Ende 2009 zurück. Im Rhein-Ruhr-Gebiet war im gleichen Zeitraum ein Rückgang von 12,0 Prozent auf 8,0 Prozent zu verzeichnen. Während gleichzeitig der Anteil anderer deutscher Großstädte um 14 Prozent herum etwa unverändert blieb, stieg die Bedeutung der „sonstigen deutschen Städte“, also kleinere und mittlere Städte, von 13,0 Prozent auf 16,7 Prozent an.

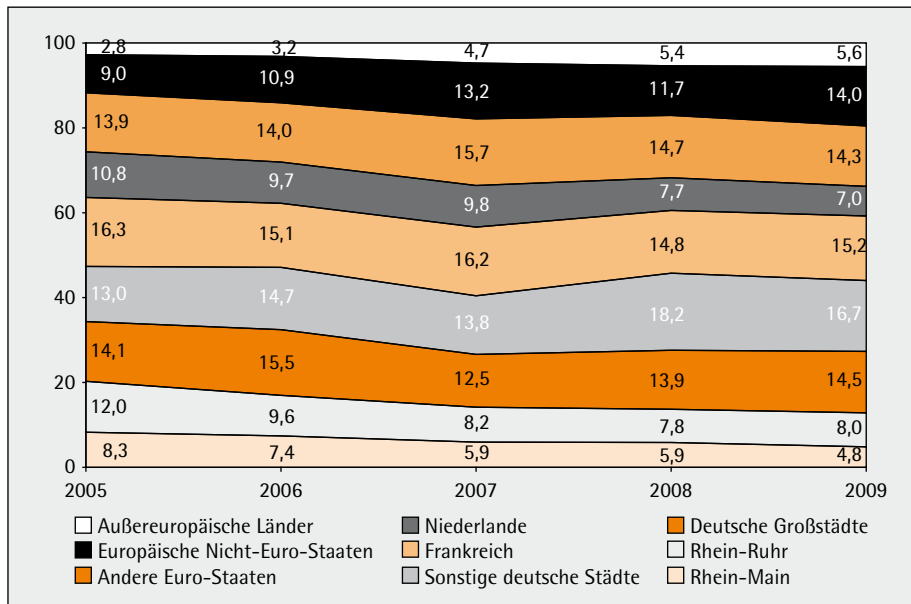
Dezentralisierung in Deutschland, Diversifizierung im Ausland

Auch bei der Allokation der Auslandsimmobilien sind deutliche Verschiebungen erkennbar, die auf eine breitere Streuung und eine stärkere Berücksichtigung weiter entfernt liegender Standorte hinweisen. So reduzierte sich der Anteil niederländischer Immobilien von 10,8 Prozent Ende 2005 auf jetzt noch 7,0 Prozent. Während sich im gleichen Zeitraum in Frankreich (von 16,3 Prozent auf 15,2 Prozent leicht gesunken) und den anderen „Euro-Ländern“ (insgesamt von 13,9 Prozent auf 14,3 Prozent leicht gestiegen) nur geringfügige Verschiebungen ergeben haben, stieg die Bedeutung europäischer Nicht-Euro-Länder (unter anderem die Schweiz, Dänemark, Großbritannien, Norwegen, Polen und Schweden) von 9,0 auf 13,0 Prozent an. Dies dürfte vor allem an einem gegenwärtig sehr ausgeprägten Interesse an skandinavischen Immobilien liegen. Außereuropäische Standorte (vor allem USA und Japan) verdoppelten ihren Anteil von 2,8 Prozent auf 5,6 Prozent.

Die Zusammensetzung der Immobilien nach Alter und nach Restlaufzeit der Mietverträge erweist sich weiterhin als stabil. Der Anteil der über 20 Jahre alten Gebäude ist in den vergangenen fünf Jahren von 21,6 Prozent auf 18,4 Prozent leicht zurückgegangen.

Der Anteil der unter fünf Jahre alten Gebäude schwankt relativ stark im Bereich zwischen 25 Prozent und 30 Prozent, was sich dadurch erklären lässt, dass junge Gebäude eher einmal mit dem Ziel kurzfristiger Gewinne erworben oder gebaut werden und hier die Umschlagshäufigkeit entsprechend höher ist. Ende 2009 betrug der Anteil der unter fünf Jahre alten Gebäude 25,8 Prozent.

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



Quelle: BVI

Generell lässt sich sagen, dass der Anteil der älteren Immobilien am gesamten Portfolio der Immobilien-Spezialfonds ständig abnimmt. Erstmals ist allerdings Ende 2009 der Anteil der fünf bis zehn Jahre alten Gebäude mit 27,6 Prozent leicht höher als der unter fünf Jahre alten Immobilien. Auf die Altersklasse zehn bis 15 Jahre entfallen dann nur noch 15,1 Prozent und 13,1 Prozent auf die weitere fünf Jahre älteren Immobilien. Der Vergleich mit den Vorjahren zeigt bei allen anderen Klassen gewisse Schwankungen, aus denen sich jedoch kein Trend erkennen lässt.

Leichte Verlängerungen der Restlaufzeiten

Bei der Struktur des Gesamtportfolios nach der Restlaufzeit der Mietverträge ist eine leichte Verschiebung zu beobachten. Der Anteil der innerhalb von

zwei Jahren auslaufenden Mietverträge hat sich von 18,1 Prozent Ende 2006 auf 21,9 Prozent Ende 2009 leicht erhöht, während der Anteil der noch mindestens fünf Jahre laufenden Mietverträge von 49,2 Prozent auf 45,5 Prozent gefallen ist. Von diesen noch länger laufenden Mietverträgen weisen stabile 21 Prozent sogar eine Restlaufzeit von neun und mehr Jahren auf.

Eine klare Schwerpunktbildung zeigt die Verteilung der Objekte nach ihren Verkehrswerten. Hier liegt der Schwerpunkt mit zwei Dritteln des Vermögens aller Spezialfonds im Größenbereich zehn bis 50 Millionen Euro pro Objekt. Dabei ist allerdings ein klarer Trend zu größeren Objekten zu erkennen, denn der Anteil der Immobilien in der Größenklasse 50 bis 100 Millionen Euro hat sich von 8,2 Prozent Ende 2005 auf 15,8 Prozent Ende 2009 praktisch verdoppelt. Auch der Anteil der mehr als 150 Millionen

Euro kostenden Immobilien ist von 1,2 Prozent auf 2,6 Prozent gestiegen, hatte allerdings Ende 2008 sogar schon einmal bei 3,3 Prozent gelegen. Hier zeigt sich, dass die Publikumsfonds deutlich größere Volumina zu verwalten haben und dementsprechend auch größere Objekte erwerben. Diese haben nämlich ein ganzes Drittel ihres Vermögens in Objekte im Wert von mehr als 150 Millionen Euro investiert.

Zwei neue Kapitalanlagegesellschaften

Die bereits Ende 2008 gegründete Intreal International Real Estate Kapitalanlagegesellschaft mbH, Hamburg ist eine Tochtergesellschaft der Warburg-Henderson KAG. Letztere war 2001 gegründet worden, um Immobilien-Spezialfonds zu verwalten, und hat sich mit einem Fondsvolumen von inzwischen 1,4 Milliarden Euro (Ende 2009) auf den sechsten Platz der größten Anbieter von Immobilien-Spezialfonds vorgearbeitet.

Das Geschäftsmodell der neuen Gesellschaft ist darauf ausgerichtet, Immobilien-Asset-Managern eine Administrationsplattform für Offene Immobilienfonds anzubieten und auf diese Weise das Konzept der Master-KAG auf den Bereich der Offenen Immobilienfonds zu übertragen. Aktuell wird eine Anzahl von vier Spezial- und einem Publikumsfonds genannt, die jeweils von unterschiedlichen Beratern verantwortet werden.

Eine weitere Neugründung fand im Juni 2010 mit der Real I.S. Investment GmbH (KAG) statt, die ausschließlich Immobilien-Spezialfonds anbieten soll. Die Muttergesellschaft Real I.S. AG legt unter anderem Geschlossene Immobilienfonds und Schiffsfonds auf, bietet Consulting-Dienstleistungen im Immobilienbereich an, hat eine Immobilien-Sicav in Luxemburg gegründet und Anteile an Spezialfonds der LB Immo Invest vermittelt, an der sie bis 2008 zu einem Drittel beteiligt war. Offenbar sieht man jetzt bei der Bayern-LB, zu der die Real I.S. AG gehört, neben der Deka und der LB Immo Invest genügend Potenzial für einen dritten Immobilien-Spezialfonds-Anbieter im Sparkassenbereich. Zunächst sind bis zum Jahresende 2010 vier Spezialfonds mit einem Volumen von 400 Millionen Euro geplant.

Die Deka verwaltete Ende 2009 ein Spezialfondsvolumen von 1,1 Milliarden

Tabelle 2: Anbieter Offener Immobilien-Spezialfonds

Gesellschaft	Fondsvermögen*)	Marktanteil	Veränderung gegenüber 2008
	In Millionen Euro	in Prozent	
IVG Institutional Funds GmbH	7 543,3	26,4	- 2,9
Internationales Immobilien-Institut GmbH	3 391,5	11,9	+ 4,0
SEB Investment GmbH	1 551,4	5,4	+ 3,5
Hansainvest Hanseatische Investment-GmbH	1 514,7	5,3	- 0,5
LB Immo Invest GmbH	1 478,8	5,2	- 0,6
Warburg - Henderson Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH	1 383,6	4,8	+ 0,1
Aachener Grundvermögen Kapitalanlagegesellschaft mbH	1 350,2	4,7	- 0,3
RREEF Spezial Invest GmbH	1 245,7	4,4	- 0,2
Commerz Real Spezialfondsgesellschaft mbH	1 208,1	4,2	- 0,8
Meag Munich Ergo Kapitalanlagegesellschaft mbH	1 111,1	3,9	- 0,7
Deka Immobilien Investment GmbH	1 076,0	3,8	- 0,2
APO Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft mbH (aik)	968,8	3,4	- 0,0
Union Investment Institutional Property GmbH	954,1	3,3	- 0,6
TMW Pramerica Property Investment GmbH	890,6	3,1	+ 0,0
Axa Investment Managers Deutschland GmbH	835,3	2,9	- 0,4
Aberdeen Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH	328,9	1,2	- 0,1
Schroder Property Kapitalanlagegesellschaft mbH	328,5	1,1	- 0,3
PATRIZIA Immobilien KAG mbH	299,5	1,0	+ 0,7
AmpegaGerling Investment GmbH	259,5	0,9	- 0,2
Union Investment Real Estate GmbH	194,8	0,7	- 0,2
SEB Asian Property Fund SICAV-FIS	186,9	0,7	- 0,3
Westinvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH	177,7	0,6	+ 0,1
Morgan Stanley Real Estate Investment GmbH	171,9	0,6	- 0,2
UBS Real Estate Kapitalanlagegesellschaft mbH	114,4	0,4	+ 0,0
	28 565,3	100,0	100,00

*) zum Stichtag 31. Dezember 2009 – Quelle: BVI

Euro (Platz 11 der Marktanteilstatistik), die LB Immo Invest brachte es mit ihrem Konzept der Themenfonds auf 1,5 Milliarden Euro.

Trotz eines Wachstums um 70 Millionen Euro wurde die LB Immo Invest allerdings von ihrem dritten Platz in der Marktanteilsstatistik auf den fünften Platz verdrängt. Zum einen wurde sie von der Hansainvest überholt, die beim verwalteten Volumen seit mehreren Jahren Kopf an Kopf lag und in diesem Jahr mit 50 Millionen Euro die Nase leicht vorne hat. Vor allem aber hat die SEB Investment ihr Volumen durch zwei neue Mandate um 1,1 Milliarden Euro gesteigert und ihren Marktanteil hierdurch von 1,9 Prozent auf 5,4 Prozent fast verdreifacht.

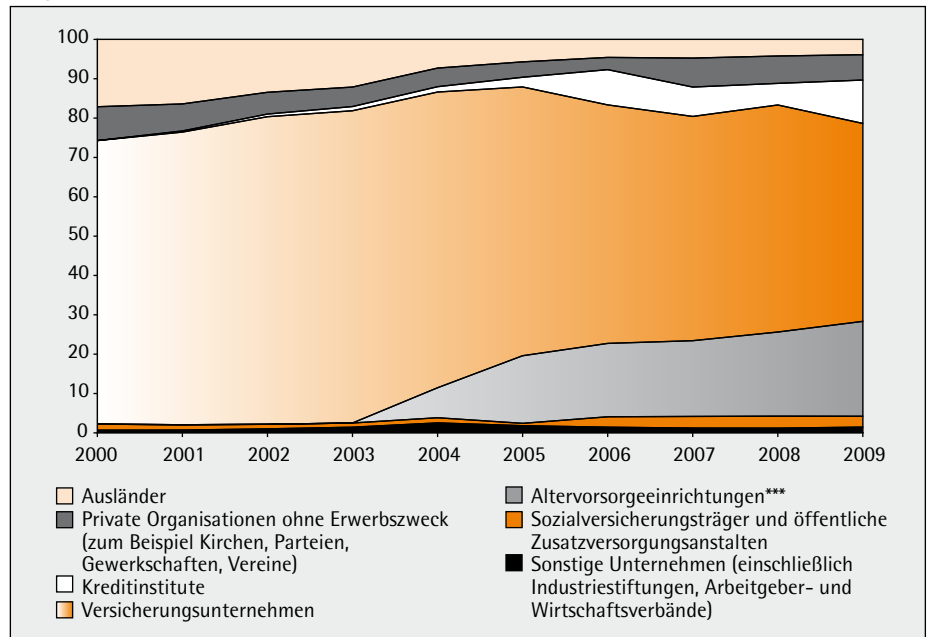
Weiterhin unangefochtener Marktführer ist die IVG, die das Volumen ihrer Spezialfonds um eine halbe Milliarde Euro auf gut 7,5 Milliarden steigerte. Allerdings konnten diese Akquisitionserfolge nicht verhindern, dass der Marktanteil weiter abschnitzte und jetzt „nur“ noch 26,4 Prozent beträgt.

An zweiter Stelle liegt weiterhin iii-Investments mit 3,4 Milliarden Euro Spezialfonds-Volumen und einem Marktanteil von 11,9 Prozent. Diese Gesellschaft konnte von allen Wettbewerbern im Jahr 2009 mit 1,5 Milliarden Euro die höchsten Nettomittelzuflüsse verzeichnen. Eine Steigerung des Marktanteils von 0,7 Prozent auf 1,0 Prozent lässt das vergangene Jahr auch für die Patrizia KAG in einem erfreulichen Licht erscheinen.

Die übrigen Wettbewerber haben durchweg nur geringfügige Veränderungen ihrer Marktanteile erfahren, die, soweit sie negativ sind, nicht auf einen Rückgang des eigenen Spezialfondsvolumens zurückgehen, sondern durch Verschiebungen wegen der großen Zuflüsse bei iii-Investments und SEB Investment bedingt sind.

Nicht in der Aufstellung erscheint das von der Kanam Grund Spezialfondsgesellschaft verwaltete Sondervermögen, dessen Volumen 2009 um 33 auf 409 Millionen Euro anstieg. Dies würde einem Marktanteil von 1,4 Prozent entsprechen. Dieses Sondervermögen wird zwar nicht öffentlich vertrieben und nur von Anlegern (zur Zeit 29) mit mindestens fünf Millionen Euro Anlagevolumen gehalten, jedoch handelt es sich rechtlich nicht um einen Spezialfonds sondern um einen Publikumsfonds.

Abbildung 5: Anlegerzusammensetzung bei Immobilien-Spezialfonds
(Angaben in Prozent)



Quelle: BVI

Die Entwicklung der Anlegerzusammensetzung zeigt 2009 eine recht kräftige Verschiebung zugunsten der Kreditinstitute, die ihren Anteil am Gesamtvolumen der Immobilien-Spezialfonds von 5,5 Prozent auf 11,0 Prozent verdoppelt haben. Da keine der anderen Anlegergruppen ihr Anlagevolumen reduziert hat, geht diese Verschiebung allein auf überproportionale Mittelzuflüsse zurück, die teilweise mit den neuen Mandaten bei iii-Investments respektive SEB Investment korrespondieren dürften.

Kreditinstitute entdecken den Immobilien-Spezialfonds

Während bei den Versicherungen nur eine marginale Erhöhung von 13,4 auf 13,7 Milliarden Anlagevolumen zu beobachten war, haben die erst seit 2004 gesondert gemessenen Altersvorsorgeeinrichtungen ihr Volumen um 1,6 Milliarden Euro auf 6,6 Milliarden Euro beziehungsweise 24 Prozent gesteigert. Damit besitzen sie gemeinsam mit den Versicherungen knapp 75 Prozent des Gesamtvolumens und stellen, noch deutlich stärker als bei den Wertpapier-Spezialfonds, die absolut dominierende Anlegergruppe dar.

Die ausländischen Spezialfondsanleger besaßen Ende 2009 Anteile im Wert von 1,06 Milliarden Euro, etwa 80 Millionen Euro mehr als ein Jahr zuvor. Der lang erhoffte Durchbruch bei der Vermarktung des Immobilien-Spezialfonds ins

Ausland ist also auch im Jahr 2009 wieder ausgeblieben.

Ausblick

Die größte Gefahr droht dem Offenen Immobilienfonds vom Gesetzgeber, der mit dem Entwurf zur Stärkung des Anlegerschutzes eine Reihe schädlicher und unnötiger Vorschläge in die Diskussion gebracht hat.

Dem Immobilien-Spezialfonds droht die größte Gefahr ebenfalls vom Gesetz beziehungsweise Ordnungsgeber, falls den Versicherungen für ihre Immobilienanlagen übermäßige Eigenkapitalanforderungen auferlegt und sie auf diesem Weg zur Umschichtung in Vermögensgegenstände mit geringeren Unterlegungsverpflichtungen getrieben werden. Schädlich für die Branche wäre ferner die Umsetzung der noch nicht verabschiedeten AIFM-Richtlinie, die in ihrer jetzigen Fassung einen erheblichen und den Anlegerschutz in keiner Weise verbessernden Aufwand verursachen würde.

Sofern es der Investmentbranche jedoch gelingt, diese Gefahren weitestgehend abzuwenden, steht dem weiteren Wachstum des Immobilien-Spezialfonds nichts weiter im Wege.

Fußnote

¹⁾ Trendbarometer „Immobilienanlagen der Assekuranz 2010“, veröffentlicht von der Ernst & Young Real Estate GmbH.