
Vorwort

Seit der ersten Auflage dieses Buches sind rund dreieinhalb Jahre vergangen. Nach wie vor erfreuen sich Offene Immobilienfonds in Deutschland großer Beliebtheit bei Anlegern. Knapp sieben Milliarden Euro an Nettomittelzuflüssen haben sie während des Jahres 2007 in Fonds dieser Gattung investiert. Die Zahl der am Markt aktiven Fonds ist weiter angestiegen, und die Produktvielfalt hat deutlich zugenommen.

Die Internationalisierung der Fonds, die sich bereits zum Zeitpunkt der ersten Auflage deutlich abgezeichnet hatte, hat eine völlig neue Qualität erreicht. Heute entfallen bereits mehr als zwei Drittel des von den Offenen Fonds gehaltenen Immobilienvermögens auf ausländische Liegenschaften. Global investierende Offene Fonds sind heute nicht nur in Europa, sondern auch auf den amerikanischen und asiatischen Immobilienmärkten aktiv. Auf allen diesen Märkten spielen sie als Investoren eine wichtige Rolle und stehen dabei in einer Reihe mit den großen internationalen Immobilien-Publikumsgesellschaften.

Gleichwohl hatte die Branche in der Zwischenzeit zwei große Herausforderungen zu bestehen. Zum einen hatte sie um die Jahreswende 2005 / 2006 ihre bislang wohl schwierigste Bewährungsprobe zu bestehen, als hohe Mittelabflüsse bei einigen Fonds zu Liquiditätsproblemen führten und in drei Fällen von der bis dahin noch nie genutzten Möglichkeit Gebrauch gemacht werden musste, die Rücknahme der Fondsanteile vorübergehend auszusetzen. In den folgenden Monaten konnten die Fonds das Vertrauen der Anleger jedoch wieder zurückgewinnen, wozu nicht zuletzt das vom BVI (Bundesverband Investment und Assetmanagement e. V.) beschlossene Paket von Reformmaßnahmen beigetragen hat.

Dies und die positive Entwicklung an den Immobilienmärkten haben letztlich bewirkt, dass das Jahr 2007 zu einem regelrechten Comeback der Offenen Immobilienfonds geworden ist – und das, obwohl sich die Branche in diesem Jahr einer zweiten großen Herausforderung zu stellen hatte. Es war die Einführung von Real Estate Investment Trusts (REITs) in Deutschland, die gelegentlich die Frage aufkommen ließ, ob es denn überhaupt zwei unterschiedliche fungible und diversifizierte Formen der indirekten Immobilienanlage geben müsse und ob der Markt Raum für beide biete. Es hat sich indes gezeigt, dass die Einführung der REITs die Existenz der Offenen Immobilienfonds in Deutschland nicht in Frage stellen konnte, weil beide Produkte unterschiedliche Zielgruppen bedienen. Vielmehr haben sich inzwischen auch andere europäische Länder für die Einführung Offener Immobilienfonds entschieden.

Offene Immobilienfonds sind von ihrer gesamten Konzeption her auf eine möglichst hohe Stabilität und Kontinuität ihrer Wertentwicklung orientiert und richten sich daher vor allem an Anleger, die ihre Kapitalanlage nicht der Volatilität der Aktienmärkte aussetzen wollen. Aus der privaten Altersvorsorge, die vor dem Hintergrund der demografischen Veränderungen in Deutschland immer mehr an Bedeutung gewinnt, sind relativ risikoarme Basisinvestments wie Offene Immobilienfonds nicht wegzudenken. Sie bieten privaten Anlegern eine professionell gemanagte, risikodiversifizierte, fungible und zudem staatlich überwachte Form der Immobilienanlage, wie sie mit keinem anderen Anlageprodukt realisiert werden kann.

Eine umfassende Grundlagendarstellung dieser Form von Investmentfonds ist das zentrale Anliegen dieses Buches. Gegenüber der ersten Auflage waren im Rahmen der Neu-

bearbeitung vor allem die zahlreichen Veränderungen der rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen zu behandeln, die sich seither ergeben haben. Hier sind vor allem die Novellierung des Investmentgesetzes durch das im November 2007 vom Deutschen Bundestag beschlossene Investmentänderungsgesetz sowie die Einführung der Abgeltungsteuer ab 2009 zu nennen. Darstellungen wesentlicher Unterschiede zu anderen Formen der indirekten Immobilienanlage sowie Erläuterungen von Grundzügen der Bewertung und des Portfoliomanagements bilden weiterhin wesentliche Schwerpunkte.

Das Entstehen dieses Buches und die Neubearbeitung der vorliegenden Auflage waren nur möglich durch die Unterstützung einer Reihe von Kolleginnen, Kollegen und Institutionen. Dem Institut für Marktbearbeitung (*Frau Pia Frei*) und der Internationalen Immobilien Institut GmbH (*iii*) danke ich für die Erlaubnis, Teile aus dem „*ima.ThemenReport: Offene Immobilienfonds*“ zu übernehmen. Aus einem Vortrag von Dr. Hermann Wüstefeld an der European Business School konnte ich den Teil zu den Portfoliostrategien gestalten.

Darüber hinaus ist dieses Buchprojekt auf vielfältige Weise unterstützt worden: vom kritischen Lesen des Manuskripts und den fachlichen Gedankenaustausch über wichtige Hintergrundrecherchen bis hin zu weiteren zahlreichen wertvollen Anregungen. Stellvertretend für alle anderen Beteiligten seien hier genannt: *Joachim Gedamke*, Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, *Bernd Rossmann*, *Wolfgang Glawe*, *Bodo Schrah*, *Dr. Rainer Werum*, *Sascha Zentis*, *Kurt Klauditz*, *Dörte Mehlhorn* sowie *Ann-Kathrin Krug*, *Robert Kramer* und *Dr. René Zemp*. Ihnen Allen gilt mein herzlichster Dank für ihre Mitwirkung an diesem Buchprojekt.

Frankfurt, im Herbst 2008

Walter Klug

Inhalt

Vorwort	V
---------------	---

KAPITEL 1

Investmentsparen im Aufwind	1
1.1 Die Investment-Idee	1
1.2 Die Entwicklung des Investmentfondsgeschäftes	1
1.3 Investmentsparen in Europa	4

KAPITEL 2

Immobilien-Investments	5
2.1 Einleitung	5
2.2 Die indirekte Immobilienanlage	6
2.3 Offene Immobilienfonds	7
2.3.1 Kurzdefinition	7
2.3.2 Wesentliche Grundlagen	8
2.3.3 Immobilien-Spezialfonds	15
2.4 Geschlossene Immobilienfonds	19
2.4.1 Der Markt für Geschlossene Immobilienfonds in Deutschland	19
2.4.2 Boom in den 90er Jahren	20
2.4.3 Beschränkungen des Verlustausgleichs	20
2.4.4 Geschlossene Auslandsimmobilienfonds	22
2.4.5 Emittenten und Vertriebe	23
2.4.6 Unterschiede zu Offenen Immobilienfonds	23
2.5 Immobilienaktien	25
2.5.1 Grundlagen	25
2.5.2 Definition und Entwicklung der Marktkapitalisierung	25
2.5.3 Typologie von Immobilien-Aktien	26
2.5.4 Bewertung von Immobilien-Aktien	27
2.5.5 Unterschiede zu Offenen Immobilienfonds	28
2.6 Real Estate Investment Trust (REIT)	30
2.7 Die Immobilie als Kapitalanlage (Direktanlagen)	34

KAPITEL 3

Grundlagen Offener Immobilienfonds	37
3.1 Historischer Exkurs – Das Kapitalanlagegesellschaftsgesetz (KAGG)	37
3.2 Gründung der Kapitalanlagegesellschaft (KAG)	39
3.3 Errichtung des Sondervermögens	40
3.3.1 Grundlagen	40
3.3.2 Stellung der Anleger gegenüber dem Sondervermögen	42
3.3.3 Vertragsbedingungen	43
3.4 Gesetzes-Novellierungen	44
3.4.1 Grundlagen	44
3.4.2 Marktpotenziale durch neue Fondsprodukte	45
3.4.3 Dienstleister	45
3.4.4 Strategische Allianz	46
3.4.5 Änderungen durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz	46
3.4.6 Investmentänderungsgesetz	47

KAPITEL 4

Das Produkt „Offene Immobilienfonds“	55
4.1 Produktmerkmale	55
4.2 Fondskosten (TER)	57
4.3 Inflationsschutzeigenschaften, Korrelationen, Volatilität	57
4.4 Anlegermotive aus Sicht der Marktforschung	61
4.5 Abgrenzung zu anderen Anlageformen	63

KAPITEL 5

Das Aktivgeschäft	67
5.1 Anlagegrundsätze, Immobilien und Liquidität (Gesetz/ Vertragsbedingungen)	67
5.2 Portfoliostrategien	68
5.2.1 Zieldefinitionen	68
5.2.2 Marktanalyse	68
5.2.3 Portfoliokomponenten	69
5.2.4 Portfolioanalyse und -optimierung	69
5.2.5 Sonstige Portfolioaspekte	71
5.3 Immobilienakquisition im In- und Ausland	71
5.3.1 Einleitende Bemerkungen	71
5.3.2 Erwerbskosten und Fondsrechnung	72

5.3.3 Unterschiede der europäischen Immobilienmärkte	77
5.3.4 Immobilienakquisitionen in Amerika und Asien	80
5.3.5 Ausblick	82
5.4 Das Liquiditätsmanagement	82
5.4.1 Gesetzliche Anforderungen	82
5.4.2 Liquiditätsgrenzen gemäß InvG.....	83
5.4.3 Gebundene Liquidität	84
5.4.4 Einflussfaktoren in der Praxis	84
5.4.5 Anlageformen für das Liquiditätsmanagement	84
5.4.6 Wertsicherungsklausel	85
5.4.7 Fazit	85
5.5 Bewertung/ Rating	86
5.5.1 Wertkomponenten.....	86
5.5.2 Bewertungsverfahren	87
5.5.3 Wertermittlung bei Offenen Immobilienfonds	88
5.5.4 Berechnungsschritte des Ertragswertverfahrens	88
5.5.5 Ermittlung des Liegenschaftszinses	90
5.5.6 Ermittlung des Vervielfältigers	90
5.5.7 Fazit	92
5.6 Ergebniskomponenten der Performance von Offenen Immobilienfonds	94

KAPITEL 6

Das Passivgeschäft	97
6.1 Vertriebsmanagement	97
6.2 Verkaufsförderung	98
6.3 Vertrieb im Ausland und die Partner	99

KAPITEL 7

Muster und Gesetzestexte	101
7.1 Allgemeine Vertragsbedingungen für Immobilien-Sondervermögen	101
7.2 Besondere Vertragsbedingungen für Immobilien-Sondervermögen	113
7.3 Das Investmentgesetz – Auszug	130
Zusammenfassung	146
Glossar	148