



Michael Trübestein (Hrsg.)

# **Praxishandbuch Immobilieninvestments**

Anlagevehikel, Märkte, Strategien  
in Deutschland und Österreich



Michael Trübestein (Hrsg.)

Praxishandbuch Immobilieninvestments

Michael Trübestein (Hrsg.)

# **Praxishandbuch Immobilieninvestments**

Anlagevehikel, Märkte, Strategien  
in Deutschland und Österreich



Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek  
Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der  
Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über  
<<http://dnb.d-nb.de>> abrufbar.

1. Auflage 2012

Alle Rechte vorbehalten

© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden GmbH 2012

Lektorat: Guido Notthoff

Gabler Verlag ist eine Marke von Springer Fachmedien.

Springer Fachmedien ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.

[www.gabler.de](http://www.gabler.de)



Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Umschlaggestaltung: KünkelLopka Medienentwicklung, Heidelberg

Gestaltung, Satz und Grafiken: Werner Berghofer, 6121 Baumkirchen, Österreich

Druck und buchbinderische Verarbeitung: AZ Druck und Datentechnik, Berlin

Gedruckt auf säurefreiem und chlorfrei gebleichtem Papier

Printed in Germany

ISBN 978-3-8349-3275-4

## Vorwort

Die letzte Dekade war von einem grundlegenden Wandel innerhalb der Immobilienwirtschaft geprägt, erkennbar an der Einführung neuer Immobilienanlageprodukte, dem Markteintritt neuer Immobilieninvestoren sowie einer Professionalisierung und Neuausrichtung der Immobilienanlagestrategien privater und institutioneller Investoren. Die zunächst steigende Bedeutung immobilienbezogener Investitionen war gefolgt von einem Einbruch an den Immobilienmärkten, der durch die „Subprime“-Krise ausgelöst wurde und in der Folge zu Wertänderungen bei Immobilienbeständen und einer Anpassung der Investitionsstrategien führte.

Die Entwicklungen des Anlageverhaltens der Investoren innerhalb dieser letzten Dekade und der damit verbundene Bedeutungswandel innerhalb der immobilienbezogenen Anlagevehikel gaben den Ausschlag für das vorliegende Lehrbuch. Ergänzend dazu bestand die Idee, die zahlreichen in Deutschland und Österreich bestehenden und vergleichbaren Immobilien-Anlagevehikel und Investitionsschwerpunkte zu beleuchten, um dadurch Rückschlüsse auf „optimale“ bzw. „geeignete“ Immobilienanlagevehikel für das Kapitalanlageportfolio von Investoren ziehen zu können.

Das vorliegende Lehrbuch analysiert erstmals in einer direkten deutsch-österreichischen Gegenüberstellung das Anlageverhalten von Investoren sowie ausgewählte Anlagevehikel in Deutschland und Österreich. Ferner werden, im Sinne eines ganzheitlichen Ansatzes, aktuelle Herausforderungen an Investoren und Anlagevehikel kritisch beleuchtet.

Das Buch eignet sich daher in idealer Weise für Investoren, die in den jeweiligen Ländern in Immobilien investieren bzw. investieren möchten, für Praktiker, die sich mit den Immobilienmärkten in beiden Ländern beschäftigen sowie für Studierende der Immobilienwirtschaft.

Ich wünsche allen Leserinnen und Lesern eine angenehme Lektüre und viele erhellende Momente!

*Ihr*

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein*

## Hinweis

Aus Gründen der besseren Lesbarkeit haben wir uns entschlossen, Begriffe in der maskulinen Schreibweise zu verwenden. Daher sind geschlechtsbezogene Formulierungen in diesem Buch für beide Geschlechter und keinesfalls als Benachteiligung von Frauen aufzufassen.

Weiters haben wir uns aus inhaltlich-praktischen Gründen dafür entschieden, bei Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds das Adjektiv für die Anlageform – entgegen den Grammatikregeln – groß zu schreiben, um es vom Adjektiv, das ihren den momentanen Aktivitätsgrad (offen, schließend, geschlossen, abgewickelt etc.) beschreibt, zu unterscheiden.

## Danksagung

Im vorliegenden Lehrbuch analysieren ausgewiesene Experten das Anlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland und Österreich, zentrale Anlagevehikel in Deutschland und Österreich sowie ausgewählte regulatorische Neuerungen für den Bereich des Immobilien-Investments. Daher gilt mein besonderer Dank zunächst den Autoren und Freunden, ohne die das vorliegende Gesamtwerk nicht möglich gewesen wäre, und die mit zahlreichen kritischen und zielführenden Diskussionen über die Schwerpunktsetzungen und den Aufbau des Buches zu seiner Entstehung maßgeblich beigetragen haben. Ich möchte mich besonders für die Einhaltung des engen zeitlichen Bearbeitungsrahmens bedanken.

Ferner wurde ich während des Buchprojektes von zahlreichen „helfenden Händen“ unterstützt, die leider allzu oft nur im Hintergrund wirken, aber für die Entstehung eines Buches unersetzlich sind. Hier möchte ich zunächst den beiden Lektorinnen, Mag. Uta Löser und Dr. Karin Gilmore, danken, die – zum Teil auch noch sehr kurzfristig – alle Lektorate durchgeführt haben.

Insbesondere möchte ich mich bei Werner Berghofer bedanken, der für Gestaltung der Abbildungen, Layout und Satz verantwortlich war: Vielen herzlichen Dank für die endlosen Überarbeitungen und die damit verbundenen Sonderschichten! Überdies möchte ich mich sehr herzlich bei Dipl.-Vw. Daniela Clauß für die konstruktive Unterstützung und die kritischen Diskussionen in der Entstehungszeit des Buches bedanken.

*Ihr*

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein*

*Kufstein, den 7. November 2011*

# Inhalt

## ■ Teil I

## Einführung

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein, Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein*

<b>Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland und Österreich</b>	17
Einleitung	19
Anlagemöglichkeiten in Immobilien	20
Immobilieninvestoren im Überblick	22
Investitionsstrategien im Überblick	27
Ausgewählte Immobilienanlageprodukte im Überblick	31
Zusammenfassung und Ausblick	39
Referenzen	41
Über den Autor	44

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein, Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein*

<b>Strukturierung von Immobilieninvestitionen seit 2000</b>	45
Einleitung	47
Entwicklung der Immobilieninvestitionen	49
Zukünftige Herausforderungen für Immobilieninvestitionen	63
Zusammenfassung und Ausblick	66
Referenzen	67
Über den Autor	68

*Dr. Hans-Georg Häusel, Vorstand der Gruppe Nymphenburg Consult AG*

<b>Finanz- und Immobilienentscheidungen aus Sicht der Psychologie und Hirnforschung</b>	69
Die Vormacht der Emotionen	71
Erkenntnisse der Hirnforschung und Psychologie im Finanz- und Immobilien-Marketing	76
Fazit	87
Referenzen	87
Über den Autor	88

## ■ Teil II

## Institutionelle Investoren

*Dr. Victoria Walbröhl MRICS, Head of Portfolio Management, Allianz Real Estate*

<b>Immobilienanlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland</b>	91
Einleitung	93
Attraktivität von Immobilienanlagen	94
Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen	95
Restriktionen von Immobilienanlagen	97
Case Study: Immobilienanlagestrategie eines Versicherungsunternehmens	99
Referenzen	102
Über die Autorin	103

*Mag. Christoph Roiser, Bereich Immobilienanlagen, Vienna Insurance Group AG*

<b>Anlageverhalten institutioneller Investoren in Österreich</b>	105
Immobilien als Teil der Kapitalanlage von Versicherungen	107
Immobilienstrategie für ein Versicherungsunternehmen	113
Transformation von direkten in indirekte Immobilienanlagen	120
Herausforderungen bei der Strategieumsetzung	124
Zusammenfassung	127
Referenzen	128
Über den Autor	129

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein, Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein*

*Hangama Ghafuri MA, Portfolio Analystin, IPD Investment Property Databank*

<b>Auswirkungen von Solvency II auf Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren</b>	131
Einführung	133
Regulatorische Rahmenbedingungen	134
Kapitalhinterlegung von Immobilieninvestitionen nach Solvency II	147
Zusammenfassung und Ausblick	154
Referenzen	155
Über den Autor und die Autorin	157

### ■ Teil III

### Börsennotierte Immobiliengesellschaften

*Frank Schaich, CEO der Fair Value REIT-AG*

<b>Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investments Trusts (REITs) in Deutschland</b>	161
Einleitung	163
Bedeutung börsennotierter Immobiliengesellschaften aus internationaler Perspektive	164
Praxisbeispiel: Fair Value REIT-AG	175
Zusammenfassung und Ausblick	183
Über den Autor	184

*MMag. Holger Schmidtmayr, MRICS, Mitglied des Vorstands der S IMMO AG*

<b>Entwicklung der Immobilienaktiengesellschaften in Österreich</b>	185
Späte Gründung: Ursachen und Folgen	187
Die erste Marktphase: vom Börsenstart bis zum Jahr 2000	191
Die zweite Marktphase: der Boom von 2000 bis 2007	193
Die dritte Marktphase: vom Beginn der Finanzkrise bis 2011	195
Die S IMMO AG	199
Aktuelle Entwicklungen des Immobilienaktienmarktes	202
Künftige Marktchancen und -risiken für Immobiliengesellschaften	204
Immobilienaktiengesellschaften und Offene Immobilienfonds in Österreich	206
Zusammenfassung	207
Über den Autor	208

Franz Klinger WP StB Partner Real Estate, Deloitte & Touche

Silvia Geberth WP StB Senior Manager, IFRS Advisory Services, Deloitte & Touche

<b>Bilanzierung bei Immobilienaktiengesellschaften</b>	209
Verbindliche Anwendung der IFRS für börsennotierte Unternehmen	211
Die Immobilienkategorien nach IFRS	212
Bilanzierung und Bewertung im Bestandsimmobiliengeschäft	215
Immobilienleasing	230
Zusammenfassung	244
Referenzen	246
Über den Autor	249
Über die Autorin	250

## ■ Teil IV

## Immobilienfonds

Bernd Schöffel, Geschäftsführer, iii-investments

<b>Offene Immobilienfonds in Deutschland</b>	253
Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Deutschland	255
Grundlagen des Offenen Immobilien- Publikumsfonds	256
Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds	266
Grundlagen des Offenen Immobilien- Spezialfonds	271
Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Spezialfonds	275
Zukunftsperspektiven und Ausblick	277
Referenzen	278
Über den Autor	279

Mag. Peter Karl, Geschäftsführer, ERSTE Immobilien KAG mbH

<b>Offene Immobilienfonds in Österreich</b>	281
Vorbemerkung des Autors	283
Warum in Immobilien investieren?	283
Das Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Österreich (ImmoInvFG)	285
Gegenüberstellung von Immobilienfonds und Immobilienaktien	291
Strategische Herausforderungen Offener Immobilienfonds	296
Vorschläge zur Neuregelung des Vehikels	298
Zusammenfassung	300
Über den Autor	301

RA Eric Romba, RA Frederik Voigt, Mag. Kathrin Jäckel, VGF Verband Geschlossene Fonds e. V.

<b>Geschlossene Immobilienfonds in Deutschland</b>	303
Einleitung	305
Konstruktion eines Geschlossenen (Immobilien-)Fonds	306
Entwicklung der Anlagevolumina und Investitionsportfolios	309
Investoren in Geschlossene Fonds	314
Steuerliche Änderungen und Anpassungen	316
Herausforderungen für zukünftige Projekte	319
Zusammenfassung	320
Referenzen	321
Über die Autoren und die Autorin	322

*Gerhard Dreyer, Geschäftsführer, Bank Austria Real Invest GmbH*

<b>Geschlossene Immobilienfonds in Österreich</b>	323
Begriffliche Grundlagen	325
Rechtliche Rahmenbedingungen	328
Marktteilnehmer und Volumina	339
Aktuelle und künftige Herausforderungen bei Geschlossenen Immobilieninvestments	344
Zusammenfassung und Ausblick	346
Referenzen	348
Über den Autor	350

*Dr. Ulrich Nack, Geschäftsführer, LaSalle Investment Management KAG*

<b>AIFM-Richtlinien: Auswirkungen für Offene Immobilienfonds nach dem Investmentgesetz</b>	351
Einleitung	353
Inhalte der AIFM-Richtlinie	354
Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie	358
Zusammenfassung und Ausblick	360
Referenzen	362
Über den Autor	363

## ■ Teil V

## Alternative Immobilienanlagen

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein, Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein*

*Stefan Walldorf CFA, MRICS, Vice-President, Cerberus Deutschland Beteiligungsberatung GmbH*

<b>Real Estate Private Equity Funds</b>	367
Einleitung und Überblick	369
Definitorische Grundlagen zu Real Estate Private Equity Funds	382
Aufbau von Real Estate Private Equity Funds	385
Investoren in Real Estate Private Equity Funds und Marktentwicklung	389
Struktur einer Transaktion	393
Wertschöpfungsstrategien und Case Study	397
Zusammenfassung und Ausblick	403
Referenzen	404
Über die Autoren	405

*David Rückel, Geschäftsführer, Wells Germany GmbH*

*Thomas Bauerfeind, Geschäftsführer, Protinus Beratungsgesellschaft mbH*

<b>Timberland als institutionelle Anlageklasse</b>	407
Einleitung	409
Timber als alternatives Investment	410
AL-Modellierung zur strategischen Bewertung von Timber	426
Fazit: Timber als Substitut und Solvency-II-Asset	436
Zusammenfassung	437
Referenzen	438
Über die Autoren	439

*Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein, Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein*

<b>Zusammenfassung und Ausblick</b> . . . . .	443
Einleitung . . . . .	445
Abgleich der Anlagevehikel . . . . .	446
Zusammenfassung und aktuelle Herausforderungen . . . . .	452
Über den Autor . . . . .	453

# *Einführung*

# Immobilieninvestoren und -anlageprodukte in Deutschland und Österreich

Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein  
Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein

*Immobilieninvestitionen stellen mit ihren Rendite-Risiko-Eigenschaften eine attraktive Ergänzung zum Kapitalanlageportfolio institutioneller und privater Investoren dar und erfolgen als direkte Investition oder mittels indirekter Immobilienanlagevehikel. Investoren und Anlagevehikel können dabei in unterschiedliche Anlagestrategien unterteilt werden: sicherheitsorientiert, wertsteigerungsorientiert oder opportunistisch.*

*Die Anlagestrategien und -vehikel, sowohl nicht börsennotierte wie etwa Offene Immobilienfonds, Geschlossene Immobilienfonds und Real Estate Private Equity Funds als auch börsennotierte Anlagevehikel wie bspw. Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts, sind Gegenstand der nachfolgenden Betrachtungen.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	19
<b>2</b>	<b>Anlagemöglichkeiten in Immobilien</b>	20
2.1	Direkte Immobilieninvestitionen	20
2.2	Indirekte Immobilieninvestitionen	21
<b>3</b>	<b>Immobilieninvestoren im Überblick</b>	22
3.1	Institutionelle Investoren	22
3.2	Private Investoren	24
3.3	Ziele bei der Kapitalanlage im Überblick	25
<b>4</b>	<b>Investitionsstrategien im Überblick</b>	27
4.1	Core-Investitionen	28
4.2	Core-plus-Investitionen	28
4.3	Value-Added-Investitionen	29
4.4	Opportunistische Investitionen	29
<b>5</b>	<b>Ausgewählte Immobilienanlageprodukte im Überblick</b>	31
5.1	Immobilienfonds als Anlagevehikel	31
5.1.1	Offene Immobilien-Publikumsfonds	32
5.1.2	Offener Immobilien-Spezialfonds	33
5.1.3	Geschlossene Immobilienfonds	34
5.1.4	Real Estate Private Equity Funds	35
5.2	Börsennotierte Anlagevehikel	36
5.2.1	Immobilien-Aktiengesellschaften	36
5.2.2	Real Estate Investment Trusts	37
5.3	Bedeutung der indirekten Immobilienanlage	37
<b>6</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	39
	<b>Referenzen</b>	41
	<b>Über den Autor</b>	44

# 1 Einleitung

Investitionen in Immobilien gehören weltweit zu den zentralen Anlageschwerpunkten privater und institutioneller Investoren. Alleine in Deutschland wird das kumulierte Immobilienvermögen auf ca. € 8,5 Bio. geschätzt, davon über € 7,5 Bio. als Immobilienanlagen und über € 1 Bio. als sonstige Anlagen, [1] wobei ca. € 450 Mrd. als Anlagemarkt dienen.

*Immobilien als  
Investitionsschwer-  
punkt*

Immobilien bzw. immobilienbezogene Anlageprodukte sind – neben ihrer originären Funktion – insbesondere aufgrund ihres attraktiven Rendite-Risiko-Profiles als wesentliche Ergänzung für Kapitalanlageportfolios privater und institutioneller Investoren zu betrachten. Allerdings ist der Immobilienmarkt im Allgemeinen und das Wirtschaftsgut Immobilie im Speziellen durch Heterogenität, Intransparenz, Komplexität, Fragmentierung und Informationsineffizienz bzw. Informationsasymmetrien charakterisiert und durch hohe Investitions- und Transaktionskosten geprägt. Dazu kommen unterschiedliche sektorale und typologische Immobilien-teilmärkte und eine Vielzahl immobilienbezogener Anlagevehikel mit unterschiedlichen Investitionsschwerpunkten, rechtlichen Grundlagen und Investoren.

Dieser Beitrag dient als Einführung in den Immobilieninvest-mentmarkt, die handelnden Akteure auf dem Immobilienmarkt sowie in die Zielvorgaben für die Investitionsentscheidung und bedeutende Immobilienanlagevehikel dieser Asset-Klasse. Dabei erfolgt eine Beschränkung auf ausgewählte Investoren in Deutsch-land und Österreich und ferner auf ausgewählte nicht kotierte indirekte Immobilienanlagevehikel, unter anderem Offene Immo-bilienfonds in Deutschland und Österreich, Geschlossene Immo-bilienfonds in Deutschland und Österreich sowie Opportunity Funds und ausgewählte kotierte indirekte Immobilienanlagevehikel, unter anderem Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Invest-ment Trusts in Deutschland, aber auch Immobilien-Aktiengesell-schaften in Österreich. Eine detailliertere Darstellung der jeweiligen Anlagevehikel in Österreich und Deutschland erfolgt in den dafür vorgesehenen Artikeln im Hauptteil dieser Publikation. [2]

*Einführung in die  
Immobilieninvestoren  
und -anlagevehikel*

## 2 Anlagemöglichkeiten in Immobilien

### Investitionsmöglichkeiten in Immobilien

Immobilieninvestoren haben die Möglichkeit, entweder direkt und unmittelbar in eine oder mehrere Immobilien oder indirekt und mittelbar in eine Gesellschaft mit einer Immobilie oder einem Immobilienportfolio zu investieren. Außerdem können sie Anteile an Immobiliengesellschaften über die Börse erwerben (sog. Public-Bereich) oder direkt, d. h. nicht über die Börse (sog. Private-Bereich). Dabei nehmen einige Anlagevehikel eine „Zwitterposition“ zwischen beiden Anlagemöglichkeiten ein und können beiden Bereichen zugeordnet werden (vgl. Abbildung 1).

### Ausgewählte Kapitalanlageprodukte in Immobilien

Abb. 1: Ausgewählte Kapitalanlageprodukte in Immobilien



Quelle: eigene Darstellung

### 2.1 Direkte Immobilieninvestitionen

#### Rechtlicher und wirtschaftlicher Eigentumsübergang

Bei einer „klassischen“, unmittelbaren Immobiliendirektinvestition wird das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum an einem Objekt erworben. Der Investor hat dabei die uneingeschränkte Kontrolle über den Bestand, aber auch die damit verbundenen Rechte, Pflichten und Wertsteigerungspotenziale. Direktinvestitionen sind durch eine hohe und lang anhaltende Kapitalbindung, eine geringe Liquidität bzw. Fungibilität und hohe Transaktionskosten (bspw. Grunderwerbsteuer, Notar- und Grundbuchgebühren, Maklerprovision oder Kosten für die Kapitalbeschaffung) sowie Folgekosten (bspw. durch die Verwaltung der Immobilie) gekennzeichnet. Überdies bestehen die Gefahr eines „Klumpenrisikos“ im Anlageportfolio bei einer geringen Kapitalausstattung des Investors sowie das Risiko von Haftungsübernahmen durch den Investor. Diese Risiken

können durch die Wahl geeigneter Anlagevehikel im Rahmen einer indirekten Immobilienanlage aus Sicht der Investoren jedoch reduziert bzw. vollständig vermieden werden.

## 2.2 Indirekte Immobilieninvestitionen

Bei einer indirekten, mittelbaren Immobilieninvestition erfolgt i. d. R. der Erwerb von Anteilen (bzw. Aktien) an einer Gesellschaft, die wiederum direkt oder indirekt in Immobilien investiert oder investiert ist. Diese Anlageform bringt prinzipiell einen höheren Grad an Fungibilität und geringere Transaktionskosten mit sich und stellt zudem eine schnelle und kostengünstige Möglichkeit dar, ein (weltweit) diversifiziertes Portfolio aufzubauen, auch ohne Fachkenntnisse auf den jeweiligen Märkten. [3] Im Gegensatz zu einer Direktinvestition besteht auch eine Haftung meist nur in Höhe des eingesetzten Eigenkapitals, jedoch haben Investoren auch nur eine geringere Kontrolle über das Objekt bzw. die Wertentwicklung des Objekts.

*Erwerb von Anteilen*

Als gesetzliche Grundlagen für indirekte Immobilieninvestitionen gelten das Investmentgesetz (InvG) in Deutschland bzw. das Investmentfondsgesetz (InvFG) in Österreich sowie die Aktiengesetze (AktG) in Deutschland und Österreich. Darüber hinaus werden diese gesetzlichen Grundlagen durch weitere Spezialgesetzen für bestimmte Anlagevehikel ergänzt, wie bspw. durch das Gesetz für deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz/REIT-G) und für Real Estate Investment Trusts in Deutschland oder das Immobilien-Investmentfondsgesetz (ImmoInvFG) für Offene Immobilienfonds in Österreich.

*Unterschiedliche gesetzliche Grundlagen*

### 3 Immobilieninvestoren im Überblick

Direkte und indirekte Immobilieninvestitionen werden von verschiedenen Investoren mit unterschiedlichen Zielvorgaben getätigt. Dabei sind institutionelle und private Investoren zu unterscheiden.

#### 3.1 Institutionelle Investoren

*Charakterisierung  
institutioneller  
Investoren*

**Institutionelle Investoren** können anhand wesentlicher charakteristischer Eigenschaften definiert und abgegrenzt werden. Entsprechend dem Ansatz von *Gahn* werden ihnen die folgenden vier Attribute zugewiesen (vgl. Abbildung 2): [4]

- Es handelt sich um eine nicht natürliche Person.
- Es besteht eine Organisation.
- Es sind Anlagemittel in erheblichem Umfang vorhanden.
- Es ist eine „gewisse“ Professionalität bei der Kapitalanlage für Dritte gegeben.

*Immobiliendominiertes  
vs. gemischtes Kapital-  
anlageportfolio*

Institutionelle Investoren, wie sie nach *Gahn* definiert werden, [5] unterscheiden sich wiederum in Anleger mit einem immobilien-dominierten Kapitalanlageportfolio (unter anderem mit den zu untersuchenden Immobilieninvestmentvehikeln Offene Immobilienfonds, Geschlossene Immobilienfonds oder Real Estate Investment Trusts) und einem gemischten Kapitalanlageportfolio, in dem nur ein Teil der Anlagemittel in Immobilien allokiert wird (unter anderem Lebensversicherungsunternehmen, Pensionskassen oder berufsständische Versorgungswerke). Dabei sind institutionelle Investoren zum einen selbst Immobilienanlagevehikel, zum anderen werden diese von originären institutionellen Investoren (unter anderem Versicherungsunternehmen und Pensionskassen) als Anlagemöglichkeit genutzt.

*Kapitalanlage von  
institutionellen  
Investoren*

Im Rahmen ihrer Funktion erhalten institutionelle Investoren als juristische Personen Geldbeträge von originären Geldgebern gegen ein Rückzahlungsversprechen. Ersparnisse werden von professionellen Kapitalanlegern bzw. Kapitalsammelstellen verwaltet und angelegt, wobei die Kapitalanlage Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann. [6] Damit stellen institutionelle Investoren Finanzintermediäre dar, die Geldanlagen kollektiv

## Institutionelle Immobilieninvestitionen in Deutschland

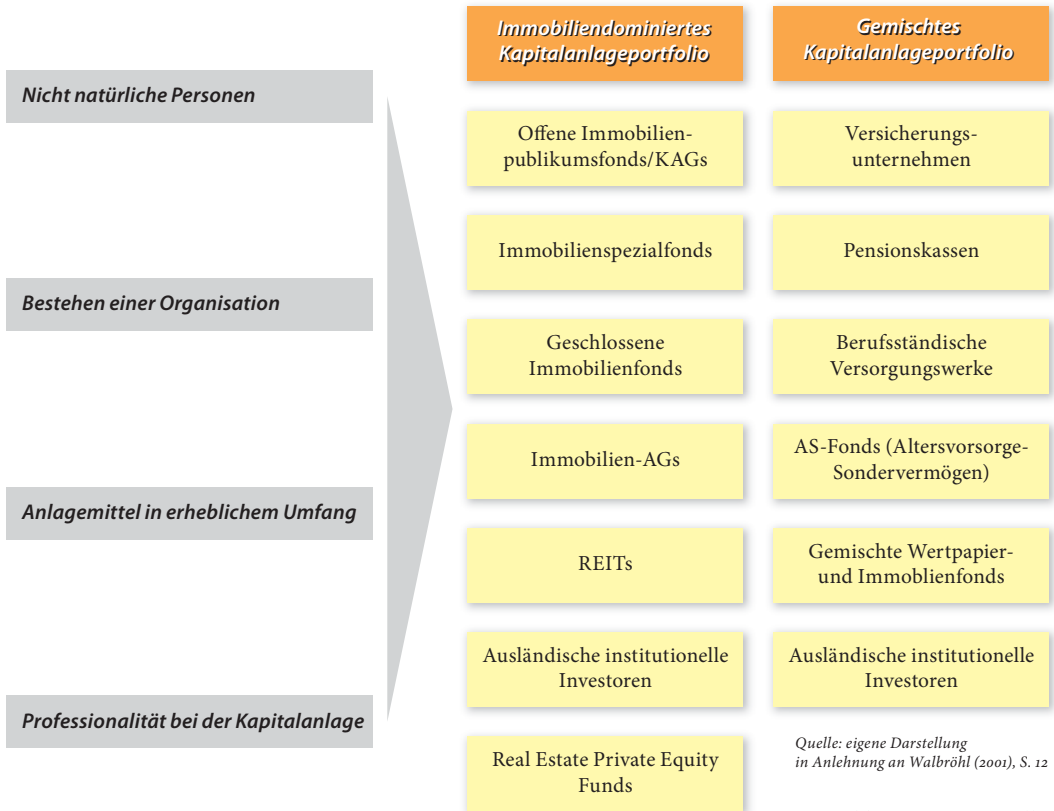


Abb. 2: Institutionelle Immobilieninvestitionen in Deutschland ▲

für Kleininvestoren gegen ein Rückzahlungsversprechen sammeln und betreuen und diese Geldanlagen den Kapitalnachfragern i. d. R. über den Kapitalmarkt offerieren bzw. in unterschiedliche Anlagevehikel investieren und somit zu einem Ausgleich zwischen Anlage- und Finanzbedarf beitragen. [7] In diesem Zusammenhang verfolgen sie ein spezielles Ziel im Hinblick auf Risiko und Rendite in einem vorgegebenen Anlagezeitraum. [8]

Die Kapitalgeber delegieren die Kapitalanlagetätigkeit sowie mit- hin auch die Entscheidung über die Anlage und Verwaltung der Gelder an einen institutionellen Investor [9], der diese Aufgabe wiederum weiterdelegieren kann, bspw. an ein (internes oder externes) Asset-Management (unter anderem Fondsmanagement). Dadurch ergeben sich für institutionelle Investoren bei der Kapitalanlage andere Zielsetzungen und insbesondere rechtliche Restriktionen als bei *rein* privaten Investoren. [10] Diese rechtlichen Restriktionen

Zielsetzungen und Restriktionen bei der Kapitalanlage

*Akkumulation von  
Kapital und Know-how*

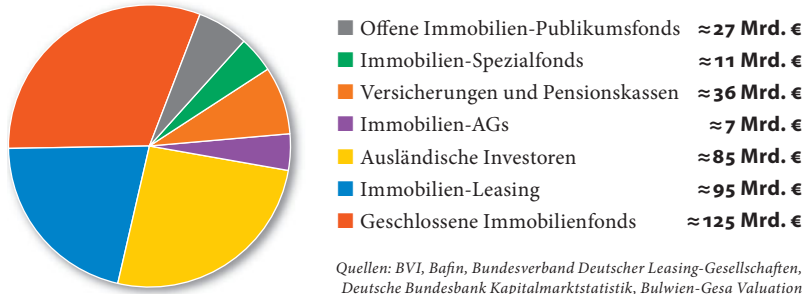
und Schutzfunktionen für die Anleger manifestieren sich insbesondere in den jeweiligen Kapitalanlagebestimmungen für institutionelle Investoren.

Für institutionelle Investoren besteht im Gegensatz zu privaten Investoren bzw. Anlegern (sog. Kleinanlegern) die Möglichkeit, Kapital und Know-how zu akkumulieren, das sie dazu nutzen können, um aus der Transformation von Losgrößen und Fristen Vorteile zu ziehen und eine Risikotransformation durch die Diversifikation der eingesetzten Mittel zu erreichen. [11] Die akkumulierten Kapitalvolumina werden unter anderem auf verschiedene Immobilienanlagen aufgeteilt, wie in Abbildung 3 zu sehen ist.

### Verteilung des Immobilienbestandes institutioneller Investoren auf Anlagearten

in Deutschland 2009: rund 385 Mrd. €

Abb. 3: Verteilung des Immobilienbestands institutioneller Investoren in Deutschland im Jahr 2010 (2010 rund 400 Mrd. €)



*Öffentliche Hand und  
kirchliche Institutionen  
als Investoren*

Darüber hinaus fallen insbesondere zwei weitere Gruppen großer Immobilienbesitzer und -investoren auf: die öffentliche Hand und kirchliche Institutionen. Die **öffentliche Hand** erfüllt jedoch nicht das klassische Kapitalanlagekriterium der hier vorliegenden Ausführungen und wird daher nicht weiter untersucht. **Kirchliche Institutionen** investieren ähnlich wie andere institutionelle Investoren in Immobilien als Kapitalanlagen, wie bspw. die katholische Kirche im Rahmen von Spezialfonds der Aachener Grundvermögen, und werden daher ebenfalls nicht separat betrachtet. [12]

## 3.2 Private Investoren

*Investitionen in Wohn-  
immobilien*

**Private Immobilieninvestoren** erwerben einerseits selbst genutzten Wohnraum und andererseits auch Renditeobjekte und indirekte Anlagevehikel, bspw. im Rahmen der Alterssicherung. Im Gegen-

satz zu institutionellen Investoren zeichnen sich Privatinvestoren durch eine geringere Professionalität und zumeist auch durch geringere Investitionsvolumina aus. Folglich liegen die Ziele dieser Investoren in der Vermögensverwaltung und -sicherung verbunden mit einem kontinuierlichen und risikoadäquaten Zuwachs. Private Investoren sind – im Vergleich zu institutionellen Investoren – verstärkt im Wohnimmobilienbereich engagiert.

In Deutschland beläuft sich das Immobilienvermögen privater Haushalte auf ca. € 3,5 Bio. [13], in Österreich wird das gesamte Immobilienvermögen der privaten Haushalte auf mindestens € 690 Mrd. [14] geschätzt. Immobilienverkäufe im privaten Bereich sind sowohl in Deutschland als auch in Österreich nach einer zehnjährigen Haltedauer steuerfrei („stille Reserven“).

Einen Spezialfall der privaten Investoren stellen wohlhabende Personengruppen dar, sog. High Net Worth Individuals (HNWIs), die über große Kapitalvolumina verfügen und vergleichbar mit institutionellen Investoren agieren. Diese investieren, teilweise auch als Family Offices organisiert, ihr Privatvermögen, aber auch über Gesellschaften und Stiftungen in Immobilienanlagen. [15]

*High Net Worth  
Individuals*

### 3.3 Ziele bei der Kapitalanlage im Überblick

Institutionelle und private Investoren selektieren bei Immobilieninvestitionen – je nach den definierten Kapitalanlagezielen – aus einer Vielzahl von unterschiedlichen Investitionsobjekten und Anlagevehikeln mit verschiedenen Rendite-Risiko-Profilen, um dadurch positive Effekte für die Gesamtrendite- und -risikostuktur des Kapitalanlageportfolios zu erzielen.

*Sicherheit, angemessene Rentabilität, jederzeitige Liquidität sowie ausreichende Mischung und Streuung*

Die Anlageziele, die bspw. bei Versicherungen in § 54 **Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)** und der Anlageverordnung [16] kodifiziert sind, aber auch auf andere Investoren zutreffen, lassen sich unter vier Anlagegrundsätzen subsumieren: möglichst große Sicherheit, angemessene Rentabilität, jederzeitige Liquidität sowie ausreichende Mischung und Streuung. [17] Diese Hauptziele werden durch weitere Nebenziele ergänzt, unter anderem die Bildung stiller Reserven oder die Ausnutzung von Steuervorteilen (vgl. Abbildung 4, Seite 26). Da es nicht möglich ist, alle Zielsetzungen gleichzeitig optimal zu erfüllen [18], obliegt es jedem institutionellen Investor in Abstimmung mit den originären Kapitalgebern,

## Zielhierarchie der Immobilienentscheidung

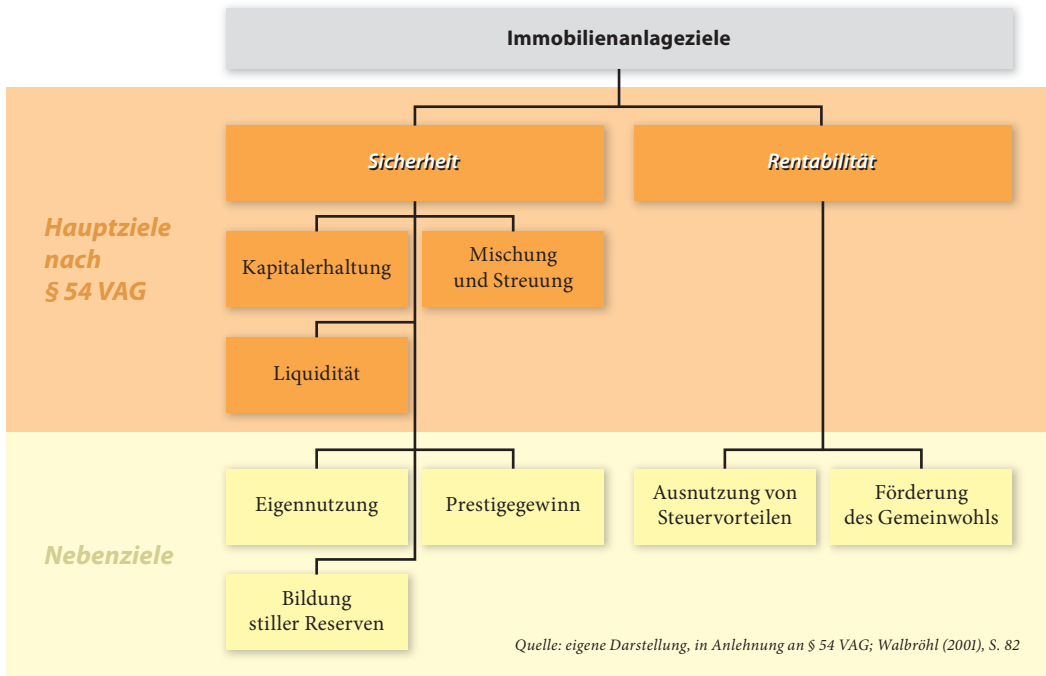


Abb. 4: Zielhierarchie der Immobilienanlageentscheidung ▲

die einzelnen Zielpräferenzen gegeneinander abzuwiegen und eine bestmögliche Kombination der verfolgten Ziele zu finden und zu definieren, wie etwa für das Sicherheitsziel bei Versicherungen und Pensionskassen. [19]

Marginalie: Rendite-Risiko-Profil

Neben der Definition der Ziele im Rahmen der Kapitalanlage sind Investitionsstrategien für die Immobilienanlage festzulegen, um dadurch das gewünschte Rendite-Risiko-Profil des Anlageportfolios umzusetzen. Ein hohes Risiko wird generell mit einer hohen Rendite „erkauft“. Indessen ist es mittels einer Kombination aus verschiedenen Immobilienanlagen bzw. -anlagevehikeln und Nutzungsarten bzw. Regionen möglich, das Rendite-Risiko-Profil zu optimieren und bei vergleichbaren Risiken eine höhere Rendite zu erzielen bzw. bei gleichbleibender Rendite ein geringeres Risiko einzugehen. [20]

Die Investitionen in Immobilien werden aus einer dem jeweiligen Risikoverständnis entsprechenden Kombination aus Eigenmitteln (Eigenkapital) und Fremdmitteln (Fremdkapital, auch Leverage) getätigt.

## 4 Investitionsstrategien im Überblick

Im Rahmen eines Theorie-Praxis-Abgleichs haben sich, wie aus Abbildung 5 hervorgeht, verschiedene Investmentstile und damit verbundene Anlagevehikel herauskristallisiert, die von sicherheitsorientierten Anlagestrategien (sog. Core Investments), wertsteigerungsorientierten Anlagestrategien (sog. Core plus Investments und Value Enhanced Investments) bis zu opportunistischen Anlagestrategien (sog. Opportunistic Investments) reichen. [21]

Auch wenn die Einteilung der einzelnen Rendite-Risiko-Definitionen in Theorie und Praxis variiert, so bieten die beiden Bestandteile des Total Return – die Cashflowrendite und die Wertänderungsrendite – eine Möglichkeit zur Kategorisierung: Je höher der Anteil der Cash Flow Rendite und je „sicherer“ damit die Immobilie ist, desto eher besteht die Tendenz einer Core-Investition, während

*Sicherheitsorientierte bis opportunistische Investmentstile*

*Cashflowrendite und Wertsteigerungsrendite*

### Immobilieninvestitionsstrategien und Anlagevehikel im Überblick

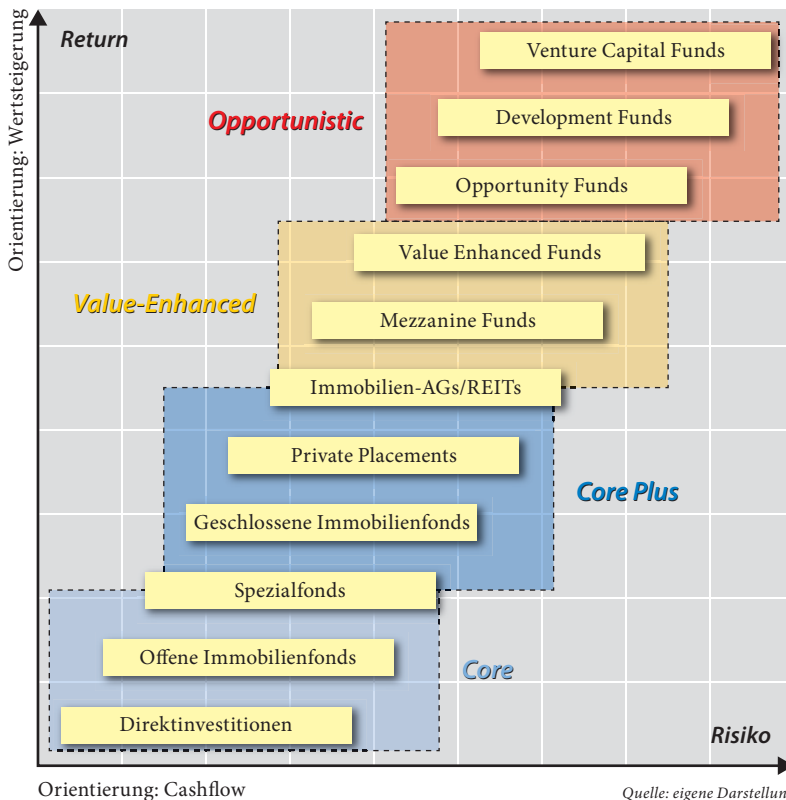


Abb. 5: Immobilieninvestitionsstrategien und Anlagevehikel im Überblick

eine Schwerpunktsetzung auf die Wertsteigerung, bspw. bei Immobilien mit hohen Leerstandsdaten, eine Tendenz in Richtung opportunistischer Immobilieninvestitionsstrategie bedeutet.

Nachfolgend werden einige zentrale Kriterien für die jeweiligen Investitionsstile erläutert, bevor im Anschluss daran auf die jeweiligen genannten Anlagevehikel detaillierter eingegangen wird.

#### 4.1 Core-Investitionen

*Geringes Risiko bei  
geringer Rendite*

**Core-Investitionen** sind durch ein geringes Risiko und folglich auch durch eine geringe Rendite geprägt. Es werden Objekte an etablierten Standorten, i. d. R. bereits existierende, qualitativ hochwertige Immobilien in Ballungsgebieten, insbesondere aus den Bereichen Büro, Handel oder Mietwohnungen erworben. Hierbei handelt es sich um langfristig vermietete Objekte mit einer guten Bonität der Mieter, d. h. mit stabilen Erträgen (Cashflows). Die erworbenen Immobilien werden als langfristiges Investment kategorisiert, mit langfristigen Mietsteigerungen, finanziert mit einem geringen Leverage ( $\leq 50\%$  Fremdkapital). Die erwarteten Renditen liegen unter  $10\%$ , generell zwischen  $5\%$  und  $6\%$ .

*Offene Immobilien-  
fonds*

Neben der klassischen Direktinvestition sind Anlagevehikel, die eine derartige Strategie umsetzen, im Bereich der Offenen Immobilien-Publikumsfonds und auch im Bereich der Offenen Immobilien-Spezialfonds zu finden. Zu den Investoren in diese Fonds gehören i. d. R. eigenkapitalstarke Anlegergruppen, bspw. Lebensversicherungen, Pensionskassen oder Berufsständische Versorgungswerke.

#### 4.2 Core-plus-Investitionen

*Immobilien mit  
leichten Mängeln*

**Core-plus-Investitionen** sind durch ein mittleres Risiko und eine mittlere Rendite gekennzeichnet. Investitionsschwerpunkte stellen Objekte an Potenzialstandorten (1-b-Standorten) dar und auch ein geringer Anteil der Projektentwicklungen oder Refurbishments fällt in diese Kategorie. Der Leverage bei Investitionen dieser Art beträgt zwischen  $50\%$  und  $60\%$  und die damit verbundene Rendite liegt unter  $10\%$ , i. d. R. zwischen  $7\%$  und  $8\%$ .

Die Immobilien dieser Kategorie sind häufig gut gelegene, existierende Objekte, die jedoch leichte Vermietungsprobleme aufweisen

oder bei denen das Mietende in Sicht ist. Häufig bestehen physische Mängel oder eine Überalterung der Substanz. Die Immobilien sind oft durch ein schlechtes Management im Wert vermindert, jedoch besteht die Chance auf langfristige Einnahmen. Meist muss auch zusätzliches Kapital in die Instandhaltung/Modernisierung investiert werden, was i. d. R. mit einer zusätzlichen Fremdkapitalaufnahme einhergeht. Nach der Instandhaltung/Modernisierung und Neuvermietung ist ein Weiterverkauf oder die Beibehaltung als Core-Investment möglich.

In diesen Bereich fallen insbesondere Geschlossene Immobilienfonds und Private Placements, aber auch Immobilien-Spezialfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. Real Estate Investment Trusts.

*Geschlossene  
Immobilienfonds und  
Immobilien-AGs/REITs*

### 4.3 Value-Added-Investitionen

**Value-Added-Investitionen** erwirtschaften bei einem leicht höheren Risiko höhere Erträge als Core-Investments. Bei der Gesamtrendite kommt Wertsteigerungen eine verstärkte Bedeutung zu, weshalb bei derartigen Strategien die Gesamterträge im Mittelpunkt stehen und nicht die aktuellen Erträge aus den Cashflows. Investitionsziele sind leer stehende oder nur teilweise vermietete Bürogebäude, d. h. auch ältere Bürogebäude, die modernisiert werden müssen, um eine höhere Rendite zu erzielen, und ferner auch Shoppingcenter, die renoviert werden sollten und nicht mehr den aktuellen Kundenanforderungen genügen. Investitionen erfolgen im Hinblick auf einen mittelfristigen Zeithorizont und mit der Absicht, die Objekte mit Wertsteigerungen zu veräußern.

*Bedeutung der Wert-  
steigerung*

Anlagevehikel aus diesem Strategiesegment sind Mezzanine Funds, Value Enhanced Funds und teilweise auch Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. Real Estate Investment Trusts.

*Mezzanine Funds,  
Value Enhanced Funds  
und Immobilien-AGs/  
REITs*

### 4.4 Opportunistische Investitionen

**Opportunistische Investitionen** sind durch ein hohes Risiko, aber hohe Renditeaussichten charakterisiert und werden auch spekulative Investitionen genannt. Die Investitionsschwerpunkte liegen auf Objekten und Projektentwicklungen (auch Pionier-Sektoren) mit

*Spekulative  
Investitionen*

deutlichem Wertsteigerungspotenzial an Pionier-Standorten. Um die anvisierte Rendite von 20 % (15–25 %) zu erreichen, bedienen sich die Investoren hoher Anteile an Fremdkapital. Der Leverage liegt typischerweise bei 80 % bis zu 100 %.

Eine Anlagealternative zum Immobilienbereich, aber in Verbindung zu Immobilien, stellen die Akquisition von problembehafteten oder Non-Performing Loans und Mezzanine-Debt-Investitionen sowie M&A-Aktivitäten im Immobilienbereich dar, wobei die Investition auf einen hohen Gesamtreturn abzielt, der mittels Wertsteigerungen realisiert werden soll, bevor die Trennung von dem Portfolio nach drei bis sieben Jahren erfolgt.

*Opportunity Funds,  
Development Funds  
und Venture Capital  
Funds*

Hauptvertreter dieser Investoren sind Opportunity Funds (häufig sog. Real Estate Private Equity Funds), Development Funds und Venture Capital Funds.

## 5 Ausgewählte Immobilienanlageprodukte im Überblick

In den weiteren Betrachtungen werden ausgewählte Immobilienanlagevehikel dargestellt, zunächst aus dem Bereich der Fonds, d. h. Offene Immobilienfonds, Geschlossene Immobilienfonds und Private Equity Funds, gefolgt von börsennotierten Anlagevehikeln, d. h. Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts. Die nachfolgenden Ausführungen geben einen Überblick über die jeweiligen Vehikel, ausführliche Analysen der Vehikel in Deutschland und Österreich sind in den nachfolgenden Kapiteln zu finden. Auch weitere mit Immobilien verbundene Vehikel wie bspw. Leasinggesellschaften, Dachfonds, Derivate oder Indexprodukte werden nicht beschrieben.

*Ausgewählte  
Immobilienanlage-  
vehikel*

### 5.1 Immobilienfonds als Anlagevehikel

Fonds weisen entweder offene Fondsstrukturen (Open End) oder geschlossene Fondsstrukturen (Closed End) auf. [22] Bei offenen Fondsstrukturen ist das Fondsvolumen bzw. die Anzahl der Anteilscheine unbegrenzt, es erfolgt eine laufende Emission der Anteilscheine und es besteht ein permanentes Rückgaberecht der Anteilscheine bzw. eine Rückgabeverpflichtung an die Fondsgesellschaft. Geschlossene Fondsstrukturen zeichnen sich dagegen durch ein definiertes Fondsvolumen aus bzw. eine Begrenzung der Anzahl der Anteilsscheine. Das Fondsvolumen kann nur durch Kapitalerhöhung anwachsen oder durch Rückkäufe sinken. Für die Anleger besteht kein permanentes Rückgaberecht der Anteilsscheine bzw. auch keine Rücknahmeverpflichtung der Fondsgesellschaft, jedoch besteht die Möglichkeit, die Anteilsscheine über einen Zweitmarkt zu verkaufen.

*Closed vs. open*

In Abbildung 6 (Seite 32) sind die zentralen Kriterien für offene Fondsprodukte, Publikums- und Spezialfonds und geschlossene Fondsprodukte, Geschlossene Fonds und Real Estate Private Equity Fonds aufgeführt.

Offenen Immobilienfonds, zugelassen seit 1959 in Deutschland bzw. seit September 2003 in Österreich, gliedern sich in Offene Immobilien-Publikumsfonds für Kleinanleger und Offene Immobilien-Spezialfonds für institutionelle Anleger.

Kriterien	Offende Fonds Publikumsfonds	Offene Fonds Spezialfonds	Geschlossene Fonds	REPE-Fonds
Rechtsform	Sondervermögen (Kapitalanlagegesellschaft)	Sondervermögen (Kapitalanlagegesellschaft)	GmbH & Co KG oder GbR	Limited Partnership
Investorentyp	Institutionelle, Privatanleger	Institutionelle	Privatanleger (Retail, HNWI)	Institutionelle, Privatanleger (UHNWI)
Gewichtete Durchschnittslaufzeit	Kein Limit	Kein Limit	> 10–15 Jahre	ca. 6–9 Jahre
Volumen	> 1–10 Mrd. €	< 1 Mrd. €	< 500 Mio. €	1–3 Mrd. €
Leverage	< 50 %	< 50 %	50–70 %	70–90 %
Liquidität	Hoch	Niedrig	Niedrig	Sehr niedrig
Asset-Typen	Hochwertige Assets (1a), hauptsächlich Büro und Einzel- handel	Hochwertige Assets (1a), hauptsächlich Büro und Einzel- handel	Hochwertige bis gute Assets (1a/1b), haupt- sächlich Büro und Einzelhandel	Einzelne Aktiva, Immobilien-Port- folios, Immobilien- Unternehmen, Pro- jektentwicklungen, NPL-Portfolios
Strategischer Anlagefokus	Niedriges Risiko, stetiger Gewinn- und Wertzuwachs	Niedriges Risiko, stetiger Gewinn- und Wertzuwachs	Getrieben durch vergleichsweise hohe und kontinuierliche Auszahlungen	Höhere Risiko-/ Renditephilosophie, Exit-getrieben, Fokus auf EK-Maximierung (IRR)

Quelle: eigene Darstellung

Abb. 6: Fonds-  
strukturen im Über-  
blick ▲

Sondervermögen und  
Kapitalanlagegesell-  
schaft

5.1.1 Offene Immobilien-Publikumsfonds

Ein offener Immobilien-Publikumsfonds ist ein rechtlich unselbstständiges Sondervermögen, das nach den Grundsätzen der Risikostreuung und Gewinnerzielung überwiegend in ein diversifiziertes Immobilienportfolio investiert und von einer Kapitalanlagegesellschaft, von ihrem eigenen Vermögen getrennt, treuhänderisch verwaltet wird. Der Anlageschwerpunkt Offener Immobilienfonds liegt vor allem auf gewerblich genutzten Immobilien in exponierten Lagen. Durch die Ausgabe neuer Anteilscheine bzw. die Rücknahme im Umlauf befindlicher Anteile verändert sich das Vermögen ständig. Die Ausgabe von Anteilsscheinen an die Kapitalgeber mit einer Stückelung ab € 50 ist für die Anteilsscheinzeichner als langfristiges Investment angelegt. Die Anleger selbst erzielen Einkünfte aus dem Kapitalvermögen (Mieteinnahmen und Gewinne aus Immobilienverkäufen). Die allgemeinen und besonderen Vertragsbedingungen, unter anderem Investitionsschwerpunkte und Risikoprofil, werden im Verkaufsprospekt definiert. Zudem werden jährliche Rechenschafts- und Halbjahresberichte veröffentlicht.

Überwachung durch  
BaFin und FMA

Die staatliche Aufsicht und Kontrolle erfolgt durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) in Deutschland

bzw. die Finanzmarktaufsicht (FMA) in Österreich. Die gesetzlichen Grundlagen bilden das Investmentgesetz (InvG) in Deutschland (bzw. dessen Vorgängergesetze, unter anderem das KAGG) bzw. das ImmoInvFG in Österreich.

Offene Immobilien-Publikumsfonds waren seit den 1960er-Jahren (in Deutschland) durch konstante Mittelzuflüsse und aufgrund negativer Aktienmarktentwicklungen über sehr hohe Mittelzuflüsse in den Jahren 2001, 2002 und 2003 im Vergleich zu den Vorjahren geprägt. Zu diesem Zeitpunkt kam es auch zu einer starken Zunahme international investierender Fonds. Ab 2005 setzten Mittelabflüsse ein, die zur teilweisen Schließung einzelner Fonds mit einer anschließenden Restrukturierung der Fonds bzw. zum Teil auch zur Liquidation dieser Fonds führten. Derzeit (Stand: Oktober 2011) sind sechs Fonds in Deutschland geschlossen (Degi German Business, SEB ImmoInvest, KanAm grundinvest Fonds, CS Euroreal, Axa Immosolutions, UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe) und sieben befinden sich in Abwicklung (TMW Immobilien Weltfonds, KanAm US-grundinvest Fonds, Morgan Stanley P2 Value, Degi Europa, Degi Global Business, Degi International, Axa Immoselect).

*Entwicklung Offener Immobilienfonds*

Infolge dieser Entwicklungen wurden neue Regelungen sowie das Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG) eingeführt, unter anderem mit neuen Mindesthaltefristen, Rückgabevolumina, Kündigungsfristen und Fremdfinanzierungsquoten. In Österreich kam es zu einer temporären Schließung mit darauf folgender Wiedereröffnung von Offenen Immobilienfonds. Derzeit sind in Österreich alle Offenen Immobilienfonds geöffnet.

### 5.1.2 Offener Immobilien-Spezialfonds

Immobilien-Spezial-Sondervermögen bzw. Immobilien-Spezialfonds ähneln in ihrer Konstruktion mit einer Kapitalanlagegesellschaft, die das Sondervermögen treuhänderisch verwaltet, den Offenen Immobilien-Publikumsfonds. Sie sind im Investmentgesetz (InvG) vom 15. Dezember 2003 geregelt bzw. in Österreich durch das ImmoInvFG und richten sich ausschließlich an nicht natürliche Anleger (bspw. Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Stiftungen, Banken, sonstige Unternehmen). Basierend auf dieser Schwerpunktsetzung zeichnen sich Offene Immobilien-Spezialfonds im Unterschied zu Immobilien-Publikumsfonds durch einige regulatorische Vereinfachungen aus. Dazu gehört unter anderem auch der Wegfall der Mindestliquidität.

*Institutionelle Anleger*

*Kontrolle durch  
BaFin/FMA*

Immobilien-Spezialfonds werden durch eine Kapitalanlagegesellschaft im eigenen Namen auf Rechnung der Anleger aufgelegt und verwaltet. Eine Kapitalanlagegesellschaft hat den Status eines Kreditinstituts und untersteht daher der Kontrolle der BaFin bzw. FMA.

Immobilien-Spezialfonds gibt es in zwei Varianten: sog. Individualfonds, die für einen einzigen Großanleger aufgelegt werden, und sog. Gemeinschaftsfonds für mehrere Anleger. Eine Sonderform des Individualfonds bildet der sog. Einbringungsfonds, bei dem Immobilien, die im Eigentum eines Einzelanlegers stehen, von diesem Einzelanleger in den Fonds gegen Ausgabe von Investmentzertifikaten eingebracht werden.

*Auslandsinvestitionen*

Institutionelle Anleger nutzen Immobilien-Spezialfonds, um indirekte Immobilieninvestitionen in Deutschland, Österreich und in weiteren Ländern zu tätigen. Vor allem für indirekte Auslandsinvestitionen eignen sich Immobilien-Spezialfonds, da die institutionellen Anleger keine eigene Expertise zur Immobilienanlage im Ausland besitzen müssen und sich der Dienstleistungen und Erfahrungen von Kapitalanlagegesellschaften bedienen können.

In den letzten Jahren hat der Immobilien-Spezialfonds eine positive Entwicklung durchlaufen, mit einem ansteigenden Fondsvolumen auf ca. € 35 Mrd. in Deutschland und Österreich.

### 5.1.3 Geschlossene Immobilienfonds

*Erfolgreiches  
Investitionsvehikel*

Geschlossene Immobilienfonds rangieren unter den beliebtesten indirekten Immobilieninvestmentvehikeln von deutschen Investoren mit einem gesamten Investitionsvolumen von ca. € 130 Mrd. und treten in der Rechtsform GmbH & Co. KG oder GbR auf dem Markt in Erscheinung. Die Gründung eines solchen Fonds erfolgt mit dem Zweck, Investitionen in Immobilieneigentum – in eine oder mehrere im Emissionsprospekt beschriebene Immobilien – und langfristige Vermietungen vorzunehmen. Die Fixierung des Investitionsvolumens und -objekts geschieht zum Emissionszeitpunkt (nachträgliche Fixierung im Rahmen sog. Blindpools). Nach der Platzierung des Emissionskapitals folgt die Schließung des Fonds und die Fungibilität des Anteils ist i. d. R. nicht mehr gegeben. Die Finanzierung der Fondsgesellschaft basiert auf Eigenkapital (ca. 30–40 %) und Fremdkapital (ca. 60–70 %).

*Volumina und Risiken*

Die Fondsinitiatoren kaufen meist Immobilien/Grundstücke mit ihrem Eigenkapital zzgl. Fremdkapital und syndizieren später die Investition unter den Privatinvestoren. Daher trägt in der Mehr-

heit der Fälle der Fondsinitiator auch die Platzierungsrisiken. Der Immobilienfonds kann als Bauherr oder als Erwerber bereits erstellter Gebäude auftreten und erlaubt Privatinvestoren, mit Beträgen ab € 5.000, i. d. R. aber ab € 25.000 in eine professionell geführte Anlageimmobilie zu investieren.

Die Investition in einen geschlossenen Fonds ist eine unternehmerische Teilhabe für den Investor, weshalb auch höhere Risiken – ggf. bis zum Totalverlust des investierten Kapitals – eingegangen werden. Die Einkünfte aus den Fonds im Sinne von Einkünften aus der Vermietung und Verpachtung/Gewerbebetrieb (je nach Gesellschaftsform) waren teilweise mit steuerlichen Verlustzuweisungen verbunden und erhöhten die Attraktivität der geschlossenen Fonds, besonders im Rahmen der einigungsbedingten Sonderabschreibungen.

Die Fonds werden nicht öffentlich gehandelt, daher ist die Investition illiquide. Nur in ausgewählten Fällen ist der Handel auf Sekundärmärkten durch den Fondsinitiator möglich – dieser nimmt dann die Rolle eines Intermediärs ein. Die Liquidation des Fonds erfolgt nach ca. 15–25 Jahren.

*Laufzeit*

Immer weniger Investitionen in geschlossene Fonds seit der Änderung der Sonderabschreibung von 50 % des Investitionsaufwands in Ostdeutschland (Sonder-AfA von 1991 bis 1998) und steuerlichen Neuregelungen ab 2005 begegnen die Initiatoren mit der Entwicklung neuer Produktalternativen in geschlossenen Fonds, bspw. sog. „Holland“-Fonds. In Österreich sind Geschlossene Immobilienfonds auf dem Immobilieninvestmentmarkt noch stark unterrepräsentiert.

*Neue Herausforderungen*

#### 5.1.4 Real Estate Private Equity Funds

Real Estate Private Equity steht grundsätzlich für nicht börsennotiertes, externes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel für diverse Arten von Immobilieninvestitionen. Das Eigenkapital wird von institutionellen Investoren oder HNWI's zur Verfügung gestellt, die als Limited Partners an dem Fonds beteiligt sind. Die Investitionsschwerpunkte bilden Immobilien-(Investment-)Märkte oder -sektoren mit einem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht und/oder starken Wachstumsaussichten. Zur Anwendung kommen i. d. R. komplexe Finanzierungsstrukturen mit Fremdkapitalquoten zwischen 80 % und 100 %, die auf die angestrebte Eigenkapitalverzinsung, zumeist um die 20 %, abgestimmt sind.

*Nicht börsennotiertes, externes Eigenkapital*

*Veräußerungsabsicht*

Real-Estate-Private-Equity-Gesellschaften kommt eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Betreuung ihres Portfolios/ihrer Portfoliounternehmen zu und sie leisten bei Bedarf Managementunterstützung. Zur Realisierung eines Kapitalgewinns besteht von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern, i. d. R. nach vier bis sieben Jahren.

## 5.2 Börsennotierte Anlagevehikel

*Verbreitung  
in Österreich*

Während börsennotierte Immobilienanlagevehikel in Deutschland derzeit noch eine untergeordnete Rolle bei der immobilienbezogenen Kapitalanlage spielen, sind diese Vehikel in Österreich weitverbreitet und insbesondere in den USA und Australien in der Form von Real Estate Investment Trusts zu finden.

### 5.2.1 Immobilien-Aktiengesellschaften

*Organe einer  
Immobilien-Aktiengesellschaft*

Immobilienaktien sind Anteilscheine einer (börsennotierten) Aktiengesellschaft, deren Börsenwert maßgeblich durch den Wert des eigenen Immobilienbestands beeinflusst wird. Diese Form der AG wurde entweder zum Zweck der Investition in Immobilien oder für sonstige immobilienbezogene Tätigkeiten gegründet oder hat ihren Gesellschaftszweck im Zeitablauf überwiegend auf den Geschäftsbereich Immobilien verlagert. Die Aktiengesellschaft ist Eigentümer des Grundstücksvermögens, entweder direkt oder über die Beteiligung an Grundstücksgesellschaften. Die Organe der Immobilien-Aktiengesellschaft (Vorstand, Aufsichtsrat, Hauptversammlung) und die Rechte und Pflichten der Aktionäre sind gleich wie bei jeder anderen Aktiengesellschaft. Die Gesamtbewertung des Unternehmenswerts erfolgt durch die Börse, z. T. auch unter Angabe von Verkehrswerten oder Net Asset Value (NAV) im Geschäftsbericht bzw. durch die Diskontierung von Zahlungsströmen.

Das Anlagespektrum umfasst häufig vorhandenen Grundstücksbestand (z. B. vormals industriell genutzte Grundstücke) und die Tätigkeit über die reine Anlage hinaus die aktive Sanierung, Umnutzung, Entwicklung und die Verwertung der Bestandsobjekte.

*Bedeutendes Anlage-  
vehikel in Österreich*

Während Immobilien-Aktiengesellschaften in Deutschland (noch) einen untergeordneten Platz bei der Kapitalallokation in Immobilien einnehmen, sind Immobilien-Aktiengesellschaften in Österreich ein bedeutendes Anlagevehikel. Dies zeigt sich unter

anderem in der Aufnahme von derzeit drei Immobilien-Aktiengesellschaften in den Zeitindex ATX (Immofinanz AG, CA Immo Anlagen AG, Conwert Immobilien Invest SE).

### 5.2.2 Real Estate Investment Trusts

Real Estate Investment Trusts (REITS) sind eine spezialisierte Form einer Immobilien-Aktiengesellschaft, über die Anleger in ein öffentlich gehandeltes Immobilienportfolio investieren können. Die Besonderheit von REITS liegt in ihrem bevorzugtem Steuerstatus (Freistellung von der Unternehmensbesteuerung), die jedoch an eine hohe Mindestausschüttung gebunden ist, deren Höhe von der nationalen Gesetzgebung anhängt. Die Besteuerung der Ausschüttung findet auf Ebene der Anleger statt.

*Steuerbefreiung und hohe Ausschüttung*

Real Estate Investment Trusts gehören insbesondere in den USA zu bedeutenden Immobilieninvestoren und werden dort nochmals in die Bereiche Equity REITS, die überwiegend in Immobilien investieren, Mortgage REITS, die vornehmlich in Immobilienkredite investieren, und Hybrid REITS, die in beides investieren, unterschieden. Real Estate Investment Trusts wurden aufgrund von weitreichenden Kurskorrekturen auf den Aktienmärkten durch starke Abwertungen geprägt.

Real Estate Investment Trusts wurden rückwirkend zum 1. Januar 2007 in Deutschland eingeführt, in Österreich ist dieses Anlagevehikel nicht zugelassen. Derzeit gibt es nur vier REITS in Deutschland (Alistra Office REIT-AG, Fair Value REIT-AG, Hamborner REIT-AG, Prime Office REIT-AG) sowie weitere Vor-REITS.

*Derzeit nur wenige REITS in Deutschland*

## 5.3 Bedeutung der indirekten Immobilienanlage

Private und institutionelle Investoren wählen aus direkten und unterschiedlichen indirekten Anlagevehikeln ein aus Rendite-Risiko-Sicht optimales Portfolio im Rahmen der Kapitalanlage aus. Das Risiko-Rendite-Verhältnis sowie die zu erwirtschaftende Zielrendite und die Sicherheit der Anlage sind entscheidende Kriterien bei der Auswahl direkter und indirekter Immobilienanlagen. Obwohl viele institutionelle Investoren noch eine langfristig orientierte Buy-and-Hold-Strategie im Immobilienbereich verfolgen (Status quo), ist eine Veränderung hin zu einer Buy-and-Sell-Strategie eingetreten.

*Buy-and-Sell-Strategie*

*Wachsende Bedeutung  
der indirekten  
Immobilienanlage*

Unter Berücksichtigung der Eigenheiten des Immobilienmarkts im Allgemeinen und des Wirtschaftsguts Immobilie im Speziellen sowie des damit verbundenen Organisations- und Kostenaufwands, insbesondere der hohen Transaktions- und Folgekosten, ist im Ergebnis eine Verlagerung der Investitionsströme hin zu indirekten, fungibleren Immobilienanlagevehikeln zu erkennen. [23] Damit verbunden ist eine Fokussierung des Anlagevehikels auf Regionen und Sektoren als ein Mittel zur Optimierung der Risiko-Rendite-Struktur aus Sicht der Investoren erkennbar. Folglich dürfte es zukünftig zu einer starken Zunahme an indirekten Immobilien-Anlagevehikeln kommen, mit Zuwächsen im nicht börsennotierten und im börsennotierten Bereich.

*Herausforderungen bei  
direkten Immobilien-  
beständen*

Weitere Renditesteigerungen des großen, direkt gehaltenen Immobilienbestands erfolgen durch eine strategische Optimierung der Organisationsstruktur und der Investitionsstrategie. Dabei stellt das Ableiten des optimalen Verhältnisses zwischen Eigenleistung und Fremdvergabe von Immobilienmanagementleistungen (Make-or-Buy-Entscheidung) unter Berücksichtigung der Ansätze aus der Transaktionskostentheorie und der Principal-Agent-Theorie eine aktuelle und zentrale Aufgabe dar. Damit einher geht zudem die Implementierung eines geeigneten Kontroll- sowie Anreiz- und Vergütungssystems zwischen Investor und Manager, mit dem Ziel, den Wert der Immobilien bzw. des Immobilienbestands zu maximieren (Win-win-Strategie).

## 6 Zusammenfassung und Ausblick

Immobilieninvestitionen stellen mit ihren Rendite-Risiko-Eigenschaften eine attraktive Ergänzung der Kapitalanlageportfolios institutioneller und privater Investoren dar. Kapitalallokationen in Immobilien können dabei direkt und unmittelbar erfolgen oder indirekt und mittelbar über ein Anlagevehikel. Dazu müssen jedoch die Zielvorgaben der Investoren, unter anderem möglichst große Sicherheit, angemessene Rentabilität, jederzeitige Liquidität sowie ausreichende Mischung und Streuung, auf den Investmentstil der Anlagevehikel abgestimmt werden. Institutionelle Investoren und Anlagevehikel zeichnen sich durch sicherheitsorientierte Anlagestrategien (sog. Core Investments), wertsteigerungsorientierte Anlagestrategien (sog. Core plus Investments und Value Enhanced Investments) sowie opportunistische Anlagestrategien (sog. Opportunistic Investments) aus.

*Immobilieninvestitionen als zielführende Ergänzung von Portfolios*

Weiterführend wurden unterschiedliche Anlagevehikel analysiert: nicht börsennotierte Anlagevehikel (unter anderem Immobilienfonds) und börsennotierte Anlagevehikel (unter anderem Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts).

Offene Immobilienfonds sind durch eine tägliche Handelbarkeit der Anteilsscheine gekennzeichnet und werden in Offene Immobilien Publikumsfonds für Kleinanleger und Offene Immobilien-Spezialfonds für institutionelle Investoren unterteilt.

*Nicht börsennotierte und börsennotierte Vehikel*

Geschlossene Immobilienfonds zeichnen sich durch eine Fondsschließung nach der Platzierung des Kapitals aus und damit durch eine limitierte Handelbarkeit der Anteilsscheine. Eine Spezialform der geschlossenen Immobilienfonds stellen sog. Real Estate Private Equity Funds bzw. Opportunity Funds mit einem hohen Rendite-Risiko-Profil dar. Im Gegensatz dazu stehen börsennotierte Immobilienengesellschaften in Form von Aktiengesellschaften in Österreich bzw. Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts in Deutschland. Während sich Immobilienaktiengesellschaften in ihrer rechtlichen Struktur nicht von „normalen“ Aktiengesellschaften unterscheiden, sind Real Estate Investment Trusts von der Steuer befreit und bieten hohe Ausschüttungsquoten für die Anteilseigner.

Das Anlageverhalten von Immobilieninvestoren ist zurzeit durch ein zunehmend starkes Interesse an indirekten Immobilienanlagen geprägt, mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten, rechtlichen

und steuerlichen Strukturen sowie verschiedenen Eignungen für Investoren. Daher sollen in den weiteren Teilen dieses Buchs die bereits in diesem Artikel genannten und ansatzweise beschriebenen Vehikel detailliert und kritisch analysiert werden. Dabei werden im Rahmen eines ganzheitlichen Ansatzes sowohl die Sicht der (institutionellen) Investoren als auch jedes Anlagevehikels für Deutschland *und* für Österreich erörtert.

## Referenzen

- [1] Vgl. BulwienGesa AG (2011).
- [2] Vgl. die nachfolgenden Ausführungen mit den jeweiligen Anlagevehikeln sowie die dort verwendeten Referenzen.
- [3] Für ein global und sektoral diversifiziertes Portfolio werden mind. € 60 Mrd. angesetzt. Bei einer Immobilienquote i. H. v. 10 % resultiert dies in ein Kapitalvermögen i. H. v. € 600 Mrd.
- [4] Vgl. Gahn, R. (1994): Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich, Diss. Univ. München, München 1994, S. 11; Kaiser, J. (1990): Banken und institutionelle Investoren: Grundlagen, Rahmenbedingungen, Erfolgsfaktoren und bankbetriebliche Gestaltungskonsequenzen, in: Bankwirtschaftliche Forschungen: Band 131, Bern/Stuttgart, zugl. Diss. Univ. St. Gallen, St. Gallen 1990, S. 128 ff.; Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger: Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 15, Köln 2001, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 2000, S. 9.
- [5] Vgl. Gahn, R. (1994): Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich, Diss. Univ. München, München 1994, S. 13; vgl. auch die Umfrage hierzu von Kaiser, J. (1990): Banken und institutionelle Investoren: Grundlagen, Rahmenbedingungen, Erfolgsfaktoren und bankbetriebliche Gestaltungskonsequenzen, in: Bankwirtschaftliche Forschungen: Band 131, Bern/Stuttgart, zugl. Diss. Univ. St. Gallen, St. Gallen 1990, S. 12 f.; Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger: Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 15, Köln 2001, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 2000, S. 11. Zu institutionellen Investoren zählen unter anderem private Versicherungsunternehmen, Erstversicherungen (Lebensversicherungen, Schaden- und Unfallversicherungen, Krankenversicherungen), Rückversicherungen, Sozialversicherungsträger, Pensionskassen, Unternehmen außerhalb des Versicherungssektors, Tarifpartner, Gewerkschaften, Arbeitgeberverbände, kirchliche Einrichtungen, Stiftungen, sonstige Nichtbanken, Kapitalanlagegesellschaften, Unternehmen, die die Kapitalanlage für Dritte betreiben und nicht dem InvG unterliegen, wie bspw. Kapitalanlagegesellschaften innerhalb von Konzernen, oder Fondsgesellschaften, wie geschlossene Immobilienfonds, öffentliche Haushalte, Real Estate Private Equity Funds, ausländische Investoren, Immobilienaktiengesellschaften/REITS und Immobilienleasinggesellschaften. Davis/Steil zählen zu diesen insbesondere Banken, Versicherungen, Investmentgesellschaften, Beteiligungsgesellschaften und Pensionsfonds, vgl. Davis, E. P./Steil, B. (2001): Institutional Investors, 2. Aufl., Cambridge/Hong Kong 2001, S. 14 ff. Die Deutsche Bundesbank sowie die OECD fassen unter der engen Sichtweise einer Kapitalsammelstelle Investmentgesellschaften, Versicherungen und Pensionskassen zusammen, vgl. Blommestein, H. J./Funke, N. (1998): Introduction to Institutional Investors and Institutional Investing, in: OECD (Hrsg.): Institutional Investors in the New Financial Landscape, Paris 1998; OECD (2004): Was ist Wirtschaftswachstum?: Eine Betrachtung aus makroökonomischer, branchenbezogener und betriebswirtschaftlicher Sicht, Paris 2004, S. 15.
- [6] Vgl. Steiger, M. (2000): Institutionelle Investoren im Spannungsfeld zwischen Aktienmarktliquidität und Corporate Governance, Baden-Baden 2000, zugl. Diss. Univ. Erlangen-Nürnberg, Nürnberg 1999, S. 27.
- [7] Vgl. Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger: Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 15, Köln 2001, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 2000, S. 10.
- [8] Vgl. Davis, E. P./Steil, B. (2001): Institutional Investors, 2. Aufl., Cambridge/Hong Kong 2001, S. XXIII.
- [9] Vgl. Frauenlob, T. (1998): Anlagephilosophien von Schweizer Pensionskassen, Bern/Stuttgart/Wien 1998, S. 25.
- [10] Vgl. Gast, C. (1998): Asset Allocation-Entscheidung im Portfolio Management, Bern/Stuttgart/

- Wien 1998, S. 21 ff.; Kaiser, J. (1990): Banken und institutionelle Investoren: Grundlagen, Rahmenbedingungen, Erfolgsfaktoren und bankbetriebliche Gestaltungskonsequenzen, in: Bankwirtschaftliche Forschungen: Band 131, Bern/Stuttgart, zugl. Diss. Univ. St. Gallen, St. Gallen 1990, S. 130.
- [11] Vgl. Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger: Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 15, Köln 2001, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 2000, S. 10.
- [12] Vgl. Ausführungen in Schäfers, W. et al. (Hrsg.) (2006): Handbuch Public Real Estate Management, Köln 2006; Reiß-Fechter, D. (Hrsg.) (2010): Kirchliches Immobilienmanagement: Der Leitfaden, Berlin 2010.
- [13] Schätzungen BulwienGesa (2007), eigene Research.
- [14] Vgl. OeNB (2011).
- [15] Vgl. Schäfer, J. (2011): Immobilieninvestitionen privater Anleger in Schäfer, J./Conzen G. (Hrsg.) Praxishandbuch Immobilien-Investitionen, München 2011, S. 261–194.
- [16] Die Anlageverordnung (AnlV) konkretisiert die Anlagegrundsätze des VAG und enthält einen Katalog zulässiger Anlageformen im Sinne der Anlagegrundsätze des VAG, unter anderem die Immobilienquote (§ 1 Abs. 1 Nr. 14 AnlV; § 1 Abs. 1 Nr. 15 AnlV; § 1 Abs. 1 Nr. 16 AnlV) oder die Beteiligungsquote (§ 1 Abs. 1 Nr. 13 AnlV).
- [17] Für eine genaue Erläuterung der Anforderungen und Ziele vgl. Berg, B./Schumacher, C./Trübsenstein, M. (2007): G-REITS aus der Sicht von Versicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Bone-Winkel, S./Schäfers, W./Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch: Real Estate Investment Trusts (REITS), Köln 2007, S. 358–861; Bone-Winkel, S./Thomas, M./Allendorf, G. J./Walbröhl, V./Kurzrock, B.-M. (2005): Immobilien-Portfoliomanagement, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Immobilienökonomie: Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Aufl., München 2005, S. 786; Berg, B./Deisenrieder, B. (2007): Versicherungsgesellschaften: Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und -dienstleistern, in: Schulte, K.-W./Thomas, M. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Portfoliomanagement, Köln 2007, S. S. 469 ff.; Walbröhl, V. (2001): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalmanagements institutioneller Anleger: Eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 15, Köln 2001, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 2000, S. 48–87.
- [18] Dies gilt insbesondere für das Ziel der jederzeitigen Liquidität. Folglich kann dieses Ziel bei der Investition in direkte Immobilienanlagen auch als Nebenziel aufgefasst werden.
- [19] Im Rahmen von Zieldefinitionen spielen weitere Faktoren eine Rolle, wie bspw. der rechtliche Rahmen oder institutionsspezifische Aspekte, vgl. Gahn, R. (1994): Delegiertes Portfolio Management deutscher institutioneller Anleger aus dem Nichtbanken-Bereich, Diss. Univ. München, München 1994, S. 19 ff.
- [20] Vgl. allgemein zur Portfoliotheorie Markowitz, H. M. (1952): Portfolio Selection, in: The Journal of Finance, 7. Jg., März 1952, Malden 1952, S. 77–71, Ableitung eines Minimum-Varianz-Portfolios. Auf die Portfoliotheorie wird hier nicht näher eingegangen, sondern auf zahlreiche empirische Untersuchungen verwiesen. In den vergangenen Jahren wurde analysiert, ob und wie sich das Markowitz-Modell – ursprünglich für das Asset-Management von Wertpapieren vorgesehen – auf die Analyse der Rendite-Risiko-Eigenschaften von Immobilienportfolios anwenden lässt, wobei dies grundsätzlich möglich ist, jedoch durch die mangelnde Verfügbarkeit von Daten erschwert wird, vgl. Geipel-Faber, U. (2002): Immobilien Asset Management als Geschäftsfeld von Banken am Beispiel der HypoVereinsbank, in: Schulte, K.-W. et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S., S. 728. Exemplarisch für die Durchführung einer Analyse vgl. Hoesli, M./Lekander, J./Wirkiewicz, W. (2004): International Evidence on Real Estate as a Portfolio Diversifier, in: Journal of Real Estate Research, 26. Jg., Nr. 2/2004, S. 162 ff.; ferner zur Anwendung vgl. Kloess, S. G. C. (1999): Konzeption eines Aktiven Immobilien-Managements als Dienstleistung für institutionelle Investoren: Kritische Erfolgsfaktoren einer zukunftsorientierten Dienstleistung, Schefflitz 1999, zugl. Diss. Univ. St. Gallen, St. Gallen 1999, S. 69; Hübner, R./Schwaiger, M. S./Winkler, G. (2004): Indirekte Immobilienanlagen im Portfoliomanagement am Beispiel des deutschen Marktes, in:

- Financial Markets and Portfolio Management, 18. Jg., Nr. 2/2004, S. 181; Bone-Winkel, S./Müller, T. (2005): Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Immobilienökonomie: Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. Aufl., München 2005, S. 38; Ibbotson, R. G./Kaplan, P. D. (2000): Does Asset Allocation Policy Explain 40%, 90%, or 100% of Performance, in: Financial Analyst Journal, Jan. - Feb. 2000, 56. Jg., Nr. 1, New York 2000, S. 26–33, für weitere aktuelle Ergebnisse vgl Sebastian, S./Schätz, A. (2009): Real Estate Equities: Real Estate or Equities, in: EPRA – European Public Real Estate Association, Brüssel 2009, S. 4 ff.
- [21] Vgl. NCREIT (2011) und INREV (2011).
- [22] Vgl. Vöth, A. (1999) Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT, Diss. European Business School, Oestrich-Winkel 1999, S. 23.
- [23] Vgl. Schäfers, W./Trübstein, M. (2006): Anlageverhalten institutioneller Immobilieninvestoren in Deutschland im Spiegel der Zeit, in: Schäfers, W. et al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie: Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Köln 2006, S. 109–136; Trübstein, M. (2007): Institutional Investments in Real Estate, Conference Paper, London 2007; Trübstein, M. (2011): Real Estate Asset Management für institutionelle Investoren: Eine theoretische Konzeption und empirische Untersuchung aus Sicht institutioneller Investoren in Deutschland, in Schulte, K.-W./Schäfers, W./Bone-Winkel, S. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie – Band 59, Köln 2011, S. 186 ff.

## Über den Autor



**Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *University of Illinois at Urbana-Champaign* (IL/USA) und an der *Ecole Supérieure de Commerce de Dijon* (F).

Von Oktober 2004 bis Oktober 2008 forschte und lehrte Michael Trübestein als wissenschaftlicher Assistent und Promotionsstudent bei Herrn Prof. Dr. Wolfgang Schäfers am Lehrstuhl für Immobilienmanagement an der *Universität Regensburg*.

Im April 2008 schloss er das Intensivstudium Real Estate Asset Management in Berlin ab und erhielt im September 2008 einen Ruf zur Professur für Immobilienmanagement an der *Fachhochschule Kufstein*. Ferner lehrt er an der *Politecnico di Milano* in Mailand (I) und am *PRATT Institute* in New York (USA). Der Schwerpunkt der wissenschaftlichen Tätigkeit liegt insbesondere in den Bereichen Real Estate Investment and Finance, Real Estate Asset Management, Real Estate Capital Markets und Real Estate Valuation.

# Strukturierung von Immobilieninvestitionen seit 2000

Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein

Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein

*Die letzte Dekade war in unterschiedlichen Zeiträumen von verschiedenen Investitionsvehikeln dominiert und von verschiedenen Investitionsschwerpunkten seitens der Investoren geprägt, wie etwa Immobilienpublikumsfonds, Real Estate Private Equity Funds und MBS-Portfolios. Dabei kam es zu divergierenden Auffassungen von Immobilieninvestitionen – von einer Rückbesinnung auf das Asset Immobilie zu Beginn des neuen Jahrtausends bis hin zu einer verstärkten Sichtweise von Immobilien als Finanzprodukt ab dem Jahr 2003.*

*In diesem Beitrag werden zentrale Investitionsperioden bestimmt und die Investmentinteressen institutioneller Investoren kritisch diskutiert.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	47
<b>2</b>	<b>Entwicklung der Immobilieninvestitionen</b>	49
2.1	„Rückbesinnung“ auf die Immobilie	50
2.2	Hohe Liquidität und neue Investmentprodukte	51
2.3	Die „Subprime-Krise“	53
2.4	Die Finanzkrise	57
2.5	Die Krise der Realwirtschaft und institutionelle Maßnahmen	60
<b>3</b>	<b>Zukünftige Herausforderungen für Immobilieninvestitionen</b>	63
3.1	Refinanzierung	63
3.2	Staatliche Regulierungen	64
3.3	Aktuelles Marktumfeld und Tendenzen	65
<b>4</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	66
	<b>Referenzen</b>	67
	<b>Über den Autor</b>	68

# 1 Einleitung

Die letzte Dekade war von einem grundlegenden Wandel in der Immobilienwirtschaft geprägt, der in der Einführung neuer Immobilienanlageprodukte, einer verstärkten Globalisierung der Finanz- und Investitionsströme sowie einer Professionalisierung und Neuausrichtung des Immobilienmanagements resultierte. Diese Veränderungen und Neuerungen wurden durch einen langen Aufschwung auf den Immobilienmärkten mit steigenden Transaktionsvolumina gefördert und durch die Subprime-Krise – in Kombination mit erheblichen Wertänderungen bei Immobilien – einer kritischen Diskussion unterworfen. Die zyklische Entwicklung aus Aufschwung und Abschwung auf den Immobilienmärkten und Immobilienkapitalmärkten führte schließlich zu einer Diskussion über die Zukunft immobilienbezogener Investitionen und neuen gesetzlichen Regularien zur Eindämmung von (Immobilien-)Risiken wie bspw. der Alternative-Investment-Fund-Managers-Richtlinie der Europäischen Union oder der Festlegung der Höhe der risikoorientierten Eigenkapitalhinterlegung nach Solvency II bei Versicherungsunternehmen oder BASEL III bei Banken.

*Grundlegender Wandel  
in der Immobilienwirtschaft*

Die Entwicklung des Investitionsverhaltens und der Anlageprodukte vollzieht sich in Wellenbewegungen und wurde dabei durch unterschiedliche makroökonomische Rahmenbedingungen bestimmt und gefördert wie bspw. die Zinsentwicklung oder staatliche Eingriffe und Regelungen. Im Zuge dieser Entwicklung kam es auch zu sich ändernden Auffassungen vom Asset Immobilie, das zunächst als sicheres Investitionsobjekt, später vermehrt als Finanzprodukt betrachtet wurde. Damit verbunden war die Diskussion über die passende Strukturierung von Immobilieninvestitionen innerhalb eines immobilienbezogenen Anlagevehikels wie bspw. in offenen Immobilienfonds, Immobilienaktiengesellschaften/Real Estate Investment Trusts oder Real Estate Private Equity Funds. [1] Der immense Wertverfall bei Immobilien ab 2008 resultierte schließlich in einer Finanz- und Wirtschaftskrise samt der Rettung systemrelevanter Banken durch die Regierungen bzw. der Abspaltung von „Bad Banks“ und der Insolvenz von renommierten Bankinstituten.

*Wellenbewegung bei  
Investitionsvehikeln*

Die verschiedenen Anlagevehikel und Finanzierungsmöglichkeiten aufseiten der Investoren resultierten – neben den bis dato haupt-

*Zeitraum 2000 bis 2011*

sächlich durchgeführten Einzeltransaktionen – auch in erstmals sehr großen Portfoliotransaktionen und Non-Performing-Loan-Transaktionen in Deutschland, insbesondere in den Jahren 2002 bis 2007 (vgl. Abbildung 1). [2] Das variierende Verständnis bei Immobilieninvestitionen und die daraus folgenden Wellenbewegungen und Investmentvehikel sind Betrachtungsgegenstand der nachfolgenden Ausführungen. Aus Gründen der Aktualität wird dabei ein Schwerpunkt auf den Zeitraum zwischen der Dotcom-Krise ab 2000 und den heutigen Entwicklungen gesetzt. Die genannten Investitionsvehikel werden nicht weiter analysiert, stattdessen wird auf die detaillierteren Ausführungen zu den jeweiligen – deutschen und österreichischen – Investitionsvehikeln im Anschluss an dieses Kapitel verwiesen.

### Transaktionsvolumina in Deutschland 2000 bis 2011 in Milliarden €

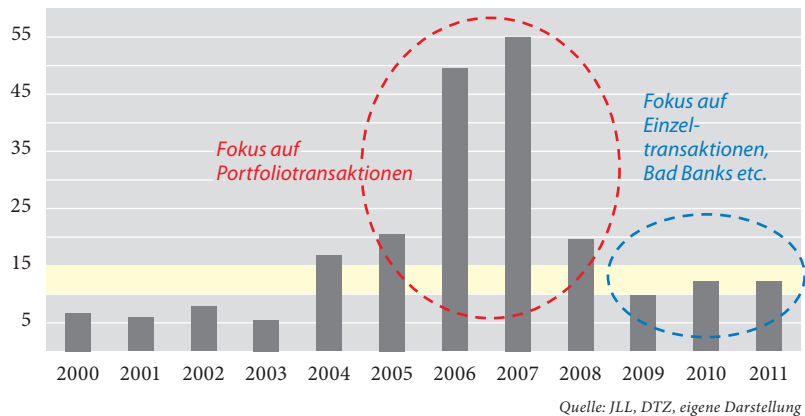


Abb. 1: Transaktionsvolumina in Deutschland 2000 bis 2011

## 2 Entwicklung der Immobilieninvestitionen

Die „Wellenbewegungen“ bei den Immobilieninvestitionen der letzten zehn Jahre lassen sich in mehrere Phasen unterteilen, wobei nachfolgend eine Differenzierung in fünf zentrale Zeitabschnitte vorgenommen wird (vgl. Abbildung 2), die für die weitere Analyse herangezogen werden und nach den unterschiedlichen Leitthemen und dem typischen Investorenverhalten benannt wurden:

*Die fünf zentralen Zeitabschnitte*

- „Rückbesinnung“ auf die Immobilie als Investitionsobjekt
- „Volumina und Strukturierung“ durch hohe Liquidität auf dem Markt und neue Investitionsvehikel
- „Subprime-Krise“
- „Finanzkrise“
- „Krise der Realwirtschaft“ und die „zukünftige Rolle“ des Staats und des Finanzsystems

Diese Phasen dienen als Grundgerüst für die nachfolgenden Analysen und lassen sich naturgemäß in weitere Teilbereiche gliedern.

### Überblick über zehn Jahre Investitionen in Immobilien

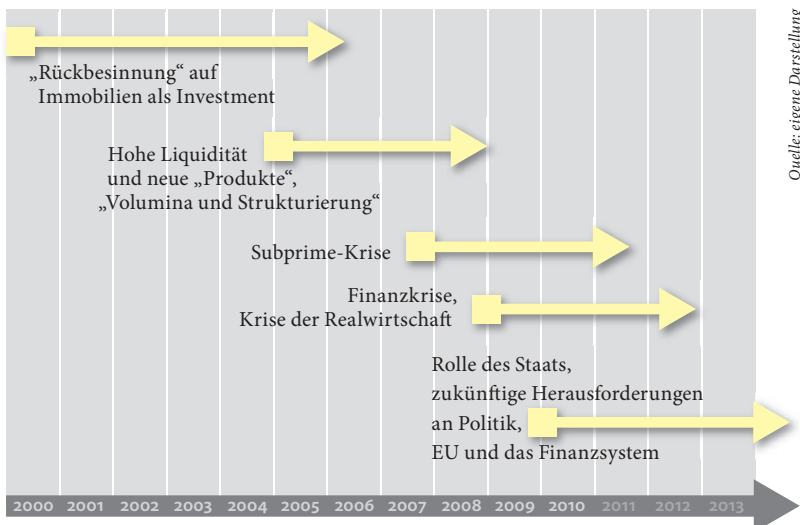


Abb. 2: Überblick über zehn Jahre Investitionen in Immobilien

## 2.1 „Rückbesinnung“ auf die Immobilie

*Kursverluste an den  
Börsen und niedrige  
Leitzinsen*

Die Jahre 2000 bis 2003 waren durch starke Kursverluste an den Börsen gekennzeichnet, hervorgerufen durch einen Abschwung auf den weltweiten Märkten, aber auch durch eine vorhergehende starke Überbewertung von Unternehmen der New-Media- bzw. Internetbranche (sog. Dotcom-Blase) und eine damit verbundene Kurskorrektur. Die Zentralbanken, unter anderem die Europäische Zentralbank (EZB) und die US-amerikanische Zentralbank Federal Reserve (Fed), reagierten auf diese Entwicklung mit starken Leitzinssenkungen von 4,75 % auf 2 % im Fall der EZB und von 6,5 % auf 1 % bei der Fed (vgl. Abbildung 3). [3] Diese aus Sicht von sicherheitsorientierten Investoren „ungünstige“ Kombination aus fallenden Aktienkursen und niedrigen Leitzinsen und damit auch niedrigen Verzinsungen von Staatsanleihen führte in der Folge zu einer Rückbesinnung auf das zielführende Rendite-Risiko-Profil von Immobilienanlagen und brachte eine verstärkte Auseinandersetzung mit dem Bereich Immobilien bzw. immobilienbezogener Investitionsmittel mit sich. Insbesondere die langfristigen, nicht volatilen Renditeaussichten bei Core- und Core-plus-Immobilieninvestitionen mit Zielrenditen um 5–6 % galten als attraktiv.

### Leitzinsen in den USA und in der Eurozone seit Bestehen der EZB

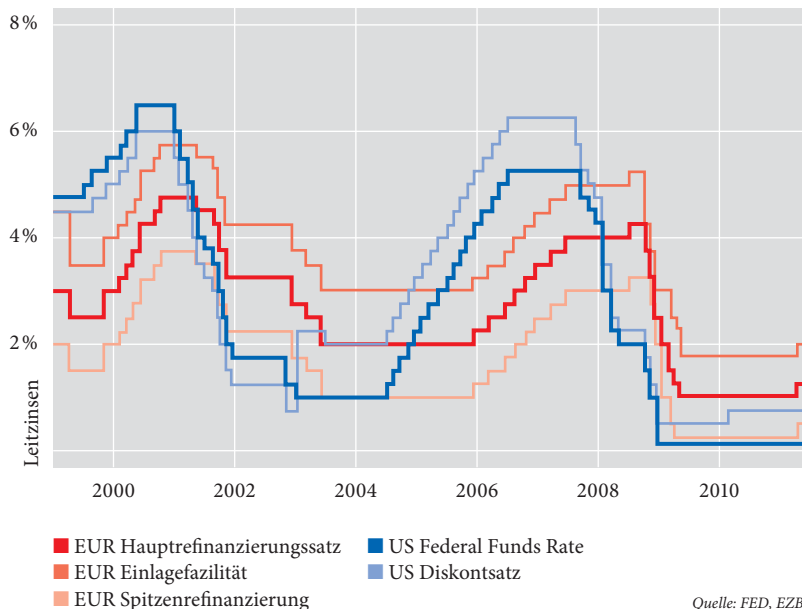


Abb. 3: Leitzinsen in  
den USA und in der  
Eurozone

Folglich wurden in Deutschland hohe Investitionen in Vehikel getätigt, die direkt mit dem Immobilienbestand in Verbindung stehen wie bspw. in Offene Immobilienpublikumsfonds. Diese konnten in den Jahren 2000 bis 2004 Nettomittelzuflüsse in Höhe von über € 35 Mrd. verzeichnen, wobei das Fondsvolumen von € 50 Mrd. im Jahr 2000 auf über € 90 Mrd. im Jahr 2004 stieg. [4] In Österreich wurde auf die Entwicklung der Kapitalströme und die Investorenpräferenzen mit dem ImmoInvFG als Grundlage für Offene Immobilienpublikumsfonds, das im September 2003 in Kraft trat, reagiert.

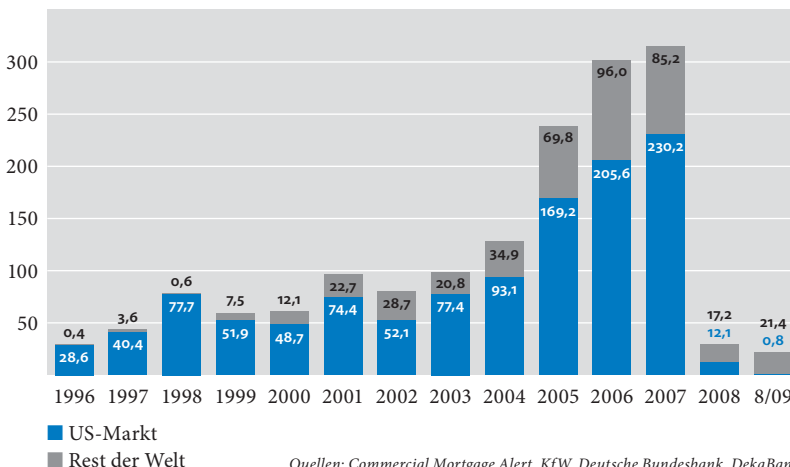
*Investitionen in Offene Immobilienfonds*

## 2.2 Hohe Liquidität und neue Investmentprodukte

Die Jahre ab 2003 waren von einem historisch niedrigen Zinsniveau in den zentralen Volkswirtschaften bei gleichzeitig positiven wirtschaftlichen Aussichten gekennzeichnet. Das niedrige Zinsniveau der Zentralbanken wurde von opportunistischen Investoren genutzt, um (Portfolio-)Transaktionen durch hohe und günstige Fremdkapitalanteile zu finanzieren und die prognostizierten Renditen durch den hohen und preiswerten Einsatz von Fremdmitteln zu erreichen. Dadurch kam es zu einer deutlichen Marktverzerrung bei Immobilieninvestments durch die extreme Liquidität, die – basierend auf dem starken Wettbewerb im Bankensektor – in großem Stil von

*Günstiges Fremdkapital führt zu hoher Liquidität*

### Entwicklung der CMBS-Emissionen in Mrd. US\$



*Abb. 4: Entwicklung der CMBS-Emissionen*

Finanzinstituten bereitgestellt wurde. Zugleich kam es aufseiten der Banken, insbesondere der US-Banken, zu einer starken Zunahme von Verbriefungen von Darlehen (sog. „strukturierter“ Produkte) (vgl. Abbildung 4, Seite 51). [5] Diese Darlehen wurden von internationalen Investoren erworben, unter anderem von deutschen und österreichischen institutionellen Investoren.

Real Estate Private  
Equity Funds als  
Marktteilnehmer

Diese Entwicklung wurde vom Auftreten „neuer“ immobilienbezogener Investmentprodukte und -disziplinen, unter anderem Real Estate Private Equity Funds ab 2002, bzw. der Einführung neuer Anlagevehikel wie bspw. des German Real Estate Investment Trust (G-REIT) rückwirkend zum 1. Januar 2007, begleitet. [6] Auf Käuferseite traten in Deutschland in diesen Jahren erstmals verstärkt angloamerikanische Real Estate Private Equity Funds auf, die ihre Transaktionen insbesondere durch hohe (günstige) Fremdkapitalmittel finanzierten bzw. strukturierten (Fremdkapitalanteile von ca. 90 %). Bei den Verkäufern war hingegen vor allem der Kapitalbedarf auf Unternehmensseite als Veräußerungsgrund zu erkennen

Transaktionsvolumina in Deutschland  
in Mrd. €

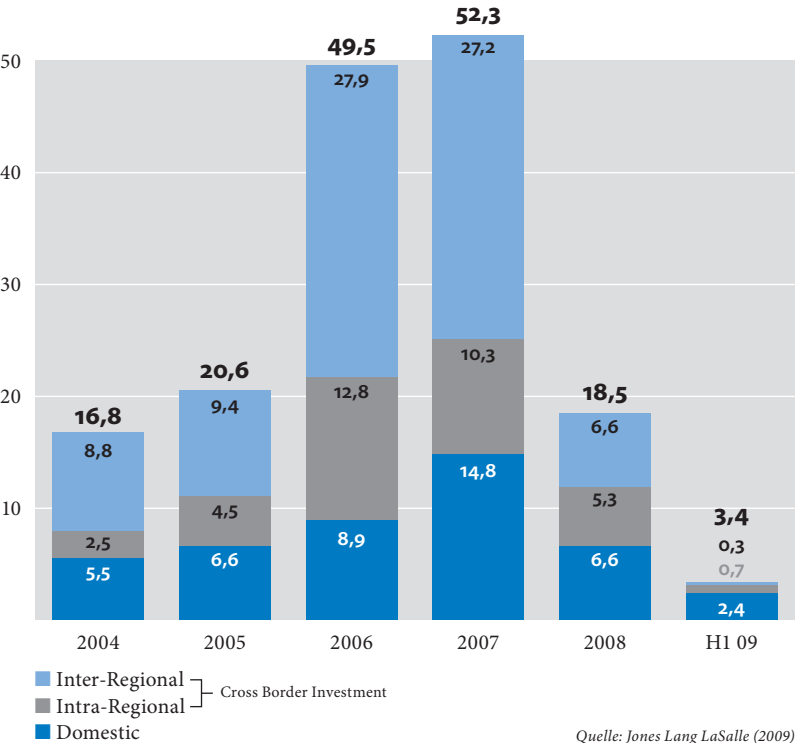


Abb. 5: Transaktionsvolumina in Deutschland nach Herkunft

Quelle: Jones Lang LaSalle (2009)

(die sog. Monetarisierung des Immobilienbestands und damit verbundene Investitionen im Kerngeschäft). Begleitet wurden diese Transaktionen – wie in Abbildung 5 dargestellt – von einer starken Internationalisierung der Käufergruppen bzw. einem starken Anstieg des Cross-Border-Investmentgeschäfts. [7]

Basierend auf der hohen Liquidität auf dem Markt und den prognostizierten Entwicklungen der Cashflows wurden Immobilien in dieser Phase vermehrt als „Finanzprodukt“ verstanden. Das heißt, das der Transaktion zugrunde liegende Asset Immobilie spielte eine „untergeordnete“ Rolle und diente „lediglich“ der Generierung von Cashflows, die prognostiziert und gehandelt wurden bzw. wurde die Immobilie als „Real Estate equals Space  $\times$  Money  $\div$  Time“ [8] bewertet.

*Immobilie als „Finanzprodukt“*

Bestimmt wurde dieser Zeitraum insbesondere durch die Termini „Volumina“ und „Strukturierung“ bzw. durch die Lage des Objekts, die Strukturierung der Transaktion mittels Fremdkapital und das Asset Management des erworbenen Bestands durch lokale Marktpartner.

*Volumina, Strukturierung und Asset Management*

### 2.3 Die „Subprime-Krise“

Der Ursprung der sog. Subprime-Krise ist in den USA zu suchen. Sehr niedrige Zinsen, ein positives wirtschaftliches Umfeld und eine hohe Nachfrage nach Immobilien in den USA (unter anderem auch aufgrund der demografischen Entwicklung) begünstigten die Vergabe von Darlehen an Privatkunden ab 2001. Diese Darlehen wurden durch steigende Immobilienpreise abgesichert, verbunden mit zins- und tilgungsfreien Zeiten für die Darlehensnehmer. Der starke Aufschwung auf dem Immobilienmarkt führte schließlich zu einer Vergabe von Finanzierungen auch an „nicht bonitätsstarke“ Kunden (später sog. Subprime- oder ausfallgefährdete Darlehen). Die variablen Darlehenszinsen orientierten sich – nicht zuletzt aufgrund der sehr niedrigen Zinsvorgaben – an dem Leitzins der Federal Reserve zzgl. verhandelbarer (Risiko-)Aufschläge und Margen der Banken bzw. Darlehensvermittler.

*Darlehensvergabe in den USA*

Die an private Haushalte und Unternehmen vergebenen Darlehen (sog. Mortgage Backed Securities [MBSs] bzw. Residential Mortgage Backed Securities [RMBSs] oder Commercial Mortgage Backed Securities [CMBSs]) wurden ihrerseits von den Banken im

*Massiver Weiterverkauf von Darlehen*

Rahmen der Eigenkapital- und Bilanzentlastung in SPVs ausgegliedert und an MBS-Manager mit Abschlägen weiterverkauft. Diese Manager bzw. auch die Banken selber strukturierten die erworbenen Darlehen in neue Pakete mit definierten Rendite-Risiko-Klassen, teilweise bis zu 30 Mal. Die Risikoklassen wurden in der Regel wiederum durch zwei Ratingagenturen, unter anderem Moody's, Standard & Poor's oder Fitch, ermittelt. Die so generierten Portfolios mit verschiedenen Rendite-Risiko-Strukturen wurden – je nach Risikoneigung der Erwerber – an unterschiedliche internationale institutionelle Investoren weiterverkauft, die diese Pakete zu Anlagezwecken hielten. Aufgrund der niedrigen Leitzinssätze und damit der niedrigen Verzinsung von Staatsanleihen bestand ein hohes Interesse, bei gleichbleibendem Risiko eine höhere Rendite mittels immobilienverbundener Anlagevehikel zu erzielen. Im Abgleich kann somit festgestellt werden, dass aufseiten der Darlehensnehmer großes Interesse an Finanzierungen bestand und auf der Seite der Käufer eine hohe Nachfrage nach diesen Darlehenspaketen.

Steigende Zinsen und  
Rückgang in der Neu-  
bautätigkeit

In Abbildung 6 ist die Entwicklung der Fed-Leitzinsen abgetragen, die in konstanten Schritten von 1 % auf 5,25 % angepasst wurden, um eine Überhitzung der Konjunktur und Inflation zu vermeiden. Zudem ist der S & P Supercomposite Homebuilding Index zu sehen, der die Entwicklung der Bauwerte/Bauindustrie abbildet. [9] Ab 2006 ist ein Abfall dieses Homebuilding Index zu beobachten. Das heißt, es kam zu einer verlangsamten Neubautätigkeit und damit zu ersten Anzeichen für eine verlangsamte Darlehensaufnahme bzw. ein Abkühlen des Immobilienmarkts. Ferner näherten sich die

Bau- und Zinsentwicklung in den USA

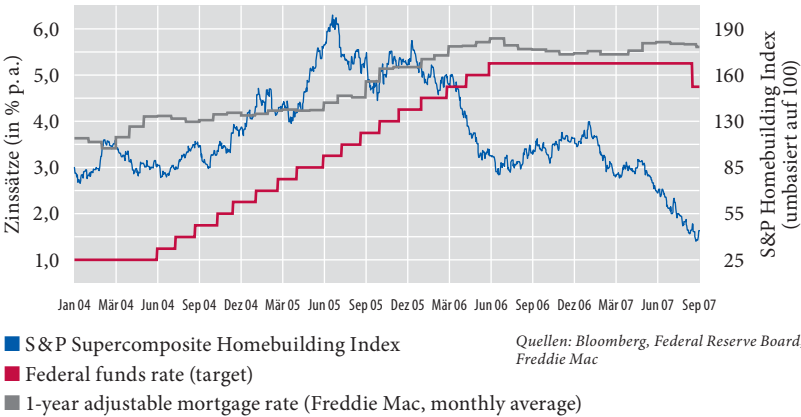


Abb. 6: Entwicklung  
der Leitzinsen und der  
Bautätigkeit

Leitzinsen und die variable jährliche Zinsrate der beiden größten Immobilienfinanziers Fannie Mae und Freddie Mac an.

Aufgrund der variablen ansteigenden Verzinsung der Darlehen waren immer mehr Hauseigentümer nicht mehr in der Lage, die gestiegenen Zinsbelastungen für die aufgenommenen Darlehen zu erwirtschaften, und es kam zu ersten, dann vermehrten Kreditausfällen und in weiterer Folge zu einem Verkaufszwang aufgrund der mangelnden Verfügbarkeit von Finanzierungen bzw. Anschlussfinanzierungen. Erschwerend kam hinzu, dass die Kreditforderungen bei sinkenden Marktwerten über dem Wert der Objekte lagen. Mithin führten steigende Zinsen zu Forderungsausfällen bei US Subprime Mortgages und schließlich zu einer restriktiveren Vergabe von Darlehen durch die finanzierenden Banken.

*Forderungsausfälle  
führen zu ein-  
geschränkten Dar-  
lehensvergaben*

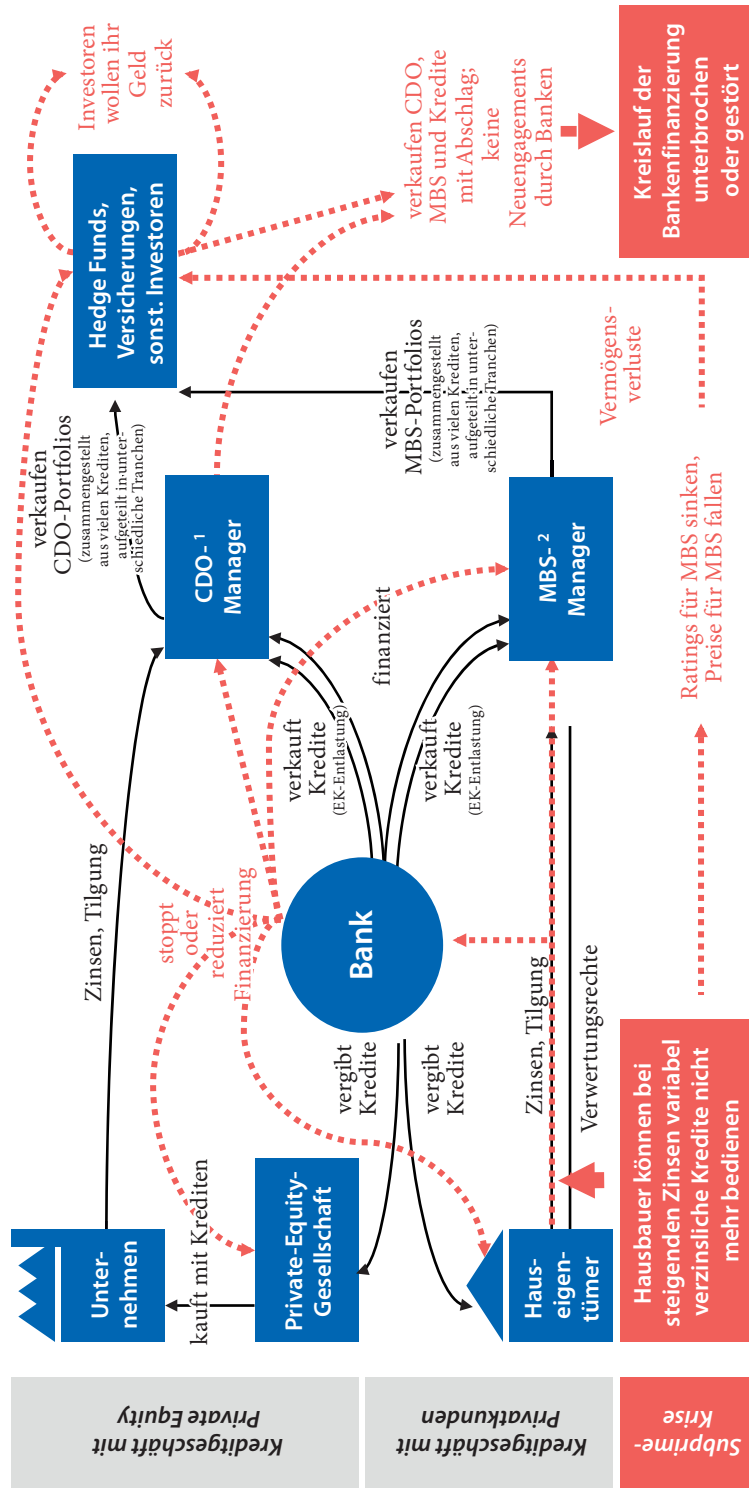
Die unklaren Risiken bedingten einen Vertrauensverlust in Asset-Backed-Securities-Papiere und in deren Konzeption bzw. die Strukturierung des Prozesses. Die Ratings verschlechterten sich und damit sanken auch die Preise für MBS-Portfolios, da sich das Rendite-Risiko-Profil dieser Pakete zuungunsten eines erhöhten Risikos bzw. sinkender Renditen verschob. Die beschriebene Entwicklung impliziert Vermögensverluste bei den investierten institutionellen Investoren, die ihr Geld zurückforderten und MBS-Portfolios verkauften bzw. keine Neuengagements in diese Papiere mehr vornahmen.

*Fallende Preise  
für MBSs*

Diese Entwicklung mündete im Verkauf der MBS-Portfolios mit hohen Abschlägen auf den Märkten und mangelnde Neuengagements der Banken, derartige Portfolios zu strukturieren. Folglich war der „normale“ Kreditkreislauf gestört bzw. unterbrochen (vgl. Abbildung 7) und die Subprime-Krise ging in eine Bankenkrise bzw. Finanzkrise über. [10]

*Keine Neuengagements  
seitens der Investoren  
und Banken*

Abb. 7: „Gestörter“  
Kreislauf der Banken-  
finanzierung



Quelle: eigene Darstellung (in Anlehnung an Schäfers/Trübstein, 2007)

<sup>1</sup> CDO – Collateral Debt Obligations

<sup>2</sup> MBS – Mortgage Backed Securities

## 2.4 Die Finanzkrise

Die Abwertung der Immobilienbestände und damit auch der ABS-Papiere führte zu Liquiditätsengpässen bei den Banken selbst, da Unsicherheit darüber herrschte, welche Bank in welchem Umfang durch Abwertungen auf das Kreditportfolio betroffen sein würde, sowie ferner auf dem Immobilienmarkt, da die Immobilienwerte sanken und die tatsächlichen Werte der Objekte nicht bekannt waren. Als Konsequenz hielten Banken Liquidität zurück und die Refinanzierungskosten der Banken, die Liquidität benötigten, stiegen. Die Möglichkeit zur Refinanzierung über den Interbankenmarkt kam zum Erliegen (sog. Vertrauenskrise der Banken). Ferner bestand bei den Banken, aufgrund des mangelnden Engagements von anderen Banken und Investoren, nur noch in geringem Umfang die Möglichkeit, ihre durch starke Abwertungen geprägten MBS-Pakete zu verkaufen.

*Liquiditätsengpässe bei den Banken*

Einen ersten Höhepunkt erfuhr die Bankenkrise mit dem Zusammenbruch der Bank Lehman Brothers im September 2008 (vgl. Abbildung 8, Seite 58). [11] Die Banken nahmen keine neuen Kreditengagements mehr vor und die Kunden erhielten keine neuen Darlehen oder Anschlussfinanzierungen bzw. nur zu hohen Zinsbelastungen.

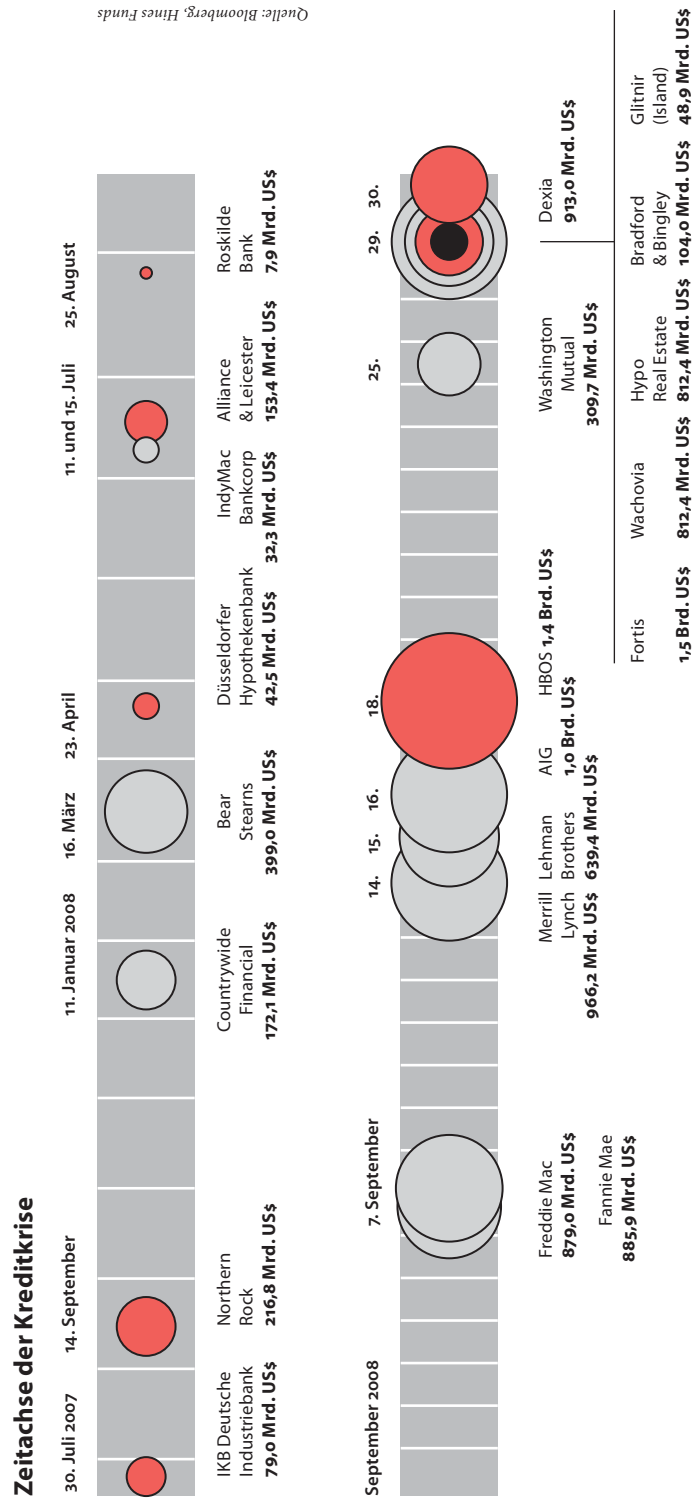
Um einen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, stützten die Zentralbanken mit der Bereitstellung von mehreren Milliarden Euro die Refinanzierung der Banken. Um einen Abzug der Kapitalanlagen abzuwenden bzw. die Insolvenz systemrelevanter Banken und damit einen vollständigen Zusammenbruch des Finanzsystems zu verhindern, kam es zu staatlichen Garantien (bspw. für Spareinlagen durch Bundeskanzlerin Angela Merkel), Staatsbeteiligungen/Bürgschaften bei Banken (bspw. Commerzbank AG), Versicherungen (bspw. AIG American Insurance Group) oder Verstaatlichungen (bspw. Hypo Real Estate AG).

*Stützung durch Zentralbanken*

Infolge sinkender Aktienkurse und eines unsicheren Investmentmarkts mit von Abwertungen betroffenen Immobilien zogen sich viele Investoren – auch große institutionelle Investoren – aus direkt mit Immobilien verbundenen Investmentvehikeln zurück. Von dieser Entwicklung waren insbesondere die offenen Immobilienpublikumsfonds betroffen: Einige offene Immobilienpublikumsfonds wurden wegen hoher Mittelrückflüsse von Großanlegern (bspw. Abzug von € 5 Mrd. im Oktober 2008) geschlossen. Teilweise kam

*Kapitalabzug aus Immobilienfonds*

Abb. 8: Zeitachse der Kreditkrise



Zeitachse der Rettungen, Notverkäufe und Übernahmen in den ○ USA und ● Europa seit dem Einsetzen der Subprime-Krise (die Durchmesser der Kreise stehen für die relative Größe der Assets).

es zu einer Wiederaufnahme der Anteilsrücknahmen 2009/Anfang 2010, jedoch blieben mehrere Fonds bis heute geschlossen bzw. werden abgewickelt.

Die steigenden Zinssätze betrafen insbesondere Investmentvehikel, die den Leverage-Effekt als Renditehebel nutzen, unter anderem Real Estate Private Equity Funds, was zu einem starken Rückgang des Engagements bzw. zu einer Verschiebung der Investitionsziele führte. Das suboptimale Kapitalmarktumfeld ab 2007 mit sinkenden Börsenkursen hemmte und verhinderte Börsengänge. Obwohl der G-REIT eingeführt wurde, sind nur wenige G-REITS in Deutschland notiert (2011: die Alistra Office REIT AG, die Fair Value REIT AG, die Hamborner REIT AG und die Prime Office REIT AG).

Auf dem Immobilienmarkt kam es zu einem temporären Einbruch der Nachfrage nach Immobilien auf Mieter- und Investorenseite, während in Zeiten unsicherer ökonomischer Rahmenbedingungen eine Rückbesinnung auf Sachwerte, unter anderem Gold und Immobilien, erfolgt. Daraufhin wurden Core-Immobilien stärker von Investoren nachgefragt und die Rendite seitens institutioneller Investoren sank (vgl. Abbildung 9). [12]

*Geringes Engagement bei REPE Funds und G-REITS*

### Immobilieninvestmentstruktur in Deutschland nach Risikoklassen

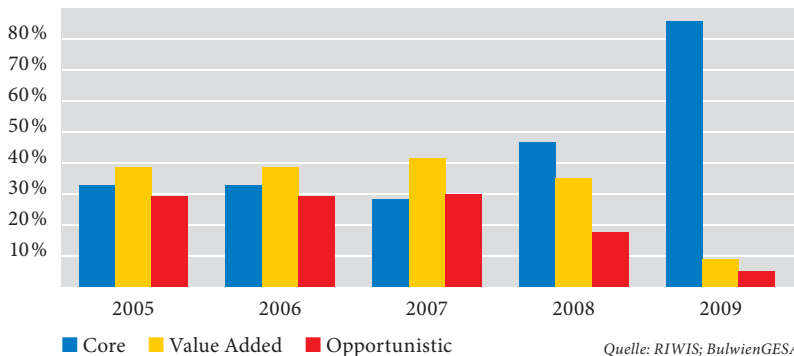


Abb. 9: Immobilieninvestmentstruktur nach Risikoklassen

## 2.5 Die Krise der Realwirtschaft und institutionelle Maßnahmen

*Rückgang in der Darlehensvergabe*

Aufgrund der Auswirkungen der Finanzkrise mit einem unzureichenden Vertrauen der Banken untereinander kam es schließlich zu einer Krise der Realwirtschaft in den USA und Europa. Die Kreditvergabe an Nichtfinanzinstitutionen verlangsamte sich und wurde zusätzlich an höhere Anforderungen, bspw. höhere Sicherheiten und höhere Eigenkapitalquoten, an die Kreditnehmer gekoppelt. Dadurch reduzierten die Banken kurzfristig ihre (Export-)Finanzierung für die Realwirtschaft und angelaufene und geplante Investitionsprojekte wurden gestoppt. Die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung belastete das Vertrauen, weshalb Unternehmen weniger Aufträge vergaben, die Konsumenten große Anschaffungen aufschoben und der Welthandel einbrach.

*Einbrechen der globalen Börsenkurse*

Zugleich kam es zu einem Verfall der globalen Börsenkurse und einer extremen Unsicherheit auf den Märkten. Die schlechten Börsennachrichten lösten eine „Schockstarre“ bei den Verbrauchern und Unternehmen aus, die Sparer erhöhten ihre Ersparnisse und schränkten ihre Konsumausgaben ein und Investoren wurden vorsichtiger, da ihre Aktienanlagen an Wert verloren und sich ihre Bilanzen dadurch verschlechterten. Dies hatte zur Folge, dass sich Unternehmen nur bedingt über Neuemissionen an der Börse finanzieren konnten und die Investitionstätigkeit nachließ. Abschließend verringerten Unternehmen ihre Gewinnerwartungen und schoben Investitionen in die Zukunft auf, wodurch andere Unternehmen ebenfalls ihre Gewinnerwartungen reduzierten und Investitionen aufschoben. In Summe drohten Entlassungen, das Konsumklima wurde geschwächt und eine Rezession schien möglich.

*Konjunkturprogramme*

In Anbetracht der Krise der Realwirtschaft und aus Angst vor einer Rezession wurden Konjunkturprogrammen durch staatliche Institutionen initiiert, und Zentralbanken „boten“ ihre Unterstützung an (vgl. Abbildung 10, Seite 61). [13] Dies resultierte in hohen Staatsgarantien für Banken und Anleihenkäufe sowie Garantien durch Notenbanken.

*Neue Herausforderungen und Schutzmechanismen*

Die Staatengemeinschaft steht im Augenblick vor neuen wirtschaftlichen und politischen Herausforderungen, bspw. der Rettung des Euro bzw. ganzer Staaten (z. B. Griechenland). Dazu werden neue Schutzmechanismen implementiert, wie etwa die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) bzw. ab 2013 der Europäische

## Weltweite Anleihekäufe

	<i>Federal Reserve (Fed)</i>	<i>Europäische Zentralbank</i>	<i>Bank of England (BoE)</i>	<i>Bank of Japan (BoJ)</i>	<i>Schweizer Nationalbank (SNB)</i>
<i>Programminhalte</i>	Die US-Notenbank hat seit Herbst 2008 eine Reihe von Kaufprogrammen gestartet. Im November 2008 begann sie mit der ersten quantitativen Lockerung, im November 2010 mit der zweiten (QE2).	Zwischen Juli 2009 und Juni 2010 lief das Pfandbriefkaufprogramm CBPP. Im Mai 2010 begann die EZB mit dem Kauf von Staatsanleihen aus den Krisenländern Griechenland, Irland, Portugal und seit Juli 2011 auch Italien und Spanien.	Im Januar 2009 richtete die Bank of England einen Fonds zum Kauf von Wertpapieren ein. Dieser kauft seither Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Geldmarktpapiere.	Die Bank of Japan hat die quantitative Lockerung vor zehn Jahren quasi erfunden, um trotz eines Zinses von fast null die Wirtschaft weiter stimulieren zu können. Im Frühjahr 2009 hat sie mit zwei Programmen nachgelegt.	Die SNB hat kürzlich angekündigt, den Wechselkurs zum Euro bei 1,20 Franken zu stabilisieren. Dazu kauft sie Anleihen in Euro. Das macht sie allerdings schon seit 2009. Inzwischen kauft sie nur noch deutsche und französische Anleihen.
<i>Ankaufvolumina</i>	Das erste Programm hatte ein Volumen von rund 1.700 Mrd. Dollar. QE2 umfasste noch einmal 600 Mrd. Dollar. Damit hat sich die Bilanz der Fed von 800 auf 2.800 Mrd. Dollar ausgeweitet.	Aktuell liegt das Volumen bei 152,5 Mrd. Euro. Die nationale Aufteilung ist nicht bekannt.	Der Umfang beträgt 200 Mrd. Pfund (230 Mrd. Euro). Seit Januar 2010 ist das Volumen konstant.	Das Programm umfasste 1.000 Mrd. Yen (9 Mrd. Euro).	Der Umfang ist unbekannt.
<i>Wertung</i>	Kritik kam von rechts außen. In der Tea-Party-Bewegung ist die Empörung groß: Republikaner Rick Perry nannte Bernankes Politik „fast Landesverrat“. In der etablierten Wissenschaft gibt es dagegen kaum Zweifel an deren Notwendigkeit.	Kritik kommt von deutschen Vertretern im EZB-Rat, wie den zurückgetretenen Mitgliedern Jürgen Stark und Axel Weber, sowie Bundesbank-Chef Jens Weidmann.	Kritik gab es in Großbritannien, weil die Notwendigkeit der Maßnahmen allgemein eingeesehen wurde.	Die Bank of Japan wurde oft kritisiert, weil sie in den 1990er-Jahren zu zögerlich agiert hatte. Inflationsgefahren sind in Japan nicht auszumachen, Kritik gibt es daher kaum.	Einige Ökonomen bezweifeln, ob die SNB erfolgreich sein kann. Allerdings wird betont, dass jede Notenbank grundsätzlich unendlich viel Munition hat.

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Bucher (20. 9. 2011), Federal Reserve, EZB

Abb. 10: Anleihekäufe der Zentralbanken

Stabilitätsmechanismus (ESM). Mit diesem Fonds werden Instrumente freigegeben, die unter anderem einen Ankauf von Staatsanleihen umfassen sowie die Vergabe von Krediten oder Garantien ermöglichen. Die Auswirkungen auf die Immobilienmärkte der Garantiegeber (unter anderem Deutschland und Österreich) und der Hilfeländer – unter anderem Griechenland mit Unterstützungen in Höhe von € 109 Mrd., Portugal mit € 26 Mrd. und Irland mit € 18 Mrd. – werden zurzeit diskutiert. [14]

### 3 Zukünftige Herausforderungen für Immobilieninvestitionen

Die zukünftigen Herausforderungen werden vor allem von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen beeinflusst, allerdings sind einige „Grundtendenzen“ erkennbar. Das „schlechte“ Rendite-Risiko-Profil in vielen Anlageklassen und die hohen Volatilitäten lassen Immobilieninvestmentmärkte (wieder) attraktiver werden und zahlreiche opportunistische Investoren, aber auch sicherheitsorientierte institutionelle Investoren nutzen die sich bietenden Kaufgelegenheiten. Verbunden sind diese Investitionen mit einer Reduktion des Angebots an neuen Büro- und Handelsimmobilien durch eine restriktive Kreditvergabe.

Nachfolgend werden einige zukünftige Herausforderungen bei Immobilieninvestments auf politischer und internationaler Ebene analysiert.

*Attraktivität der Immobilienmärkte*

#### 3.1 Refinanzierung

In den „Boomjahren“ der Immobilientransaktionen und -investitionen wurden günstige Finanzierungen in hohen Volumina in Anspruch genommen, die einer definierten Rendite-Risiko-Klasse zugeordnet wurden und mittels Covenants, bspw. Loan to Value (LTV) oder Debt Service Coverage Ratio (DSCR), überwacht wurden. Die Gesamtemissionen betrugen Schätzungen zufolge zwi-

*Anstehende Refinanzierungen aus Immobilien-transaktionen*

#### CMBS-Fälligkeiten weltweit in Mrd. US\$

Gesamtemissionen 2003–2009:  
 ■ EU 170–270 Mrd. US\$  
 ■ USA 710–1.000 Mrd. US\$

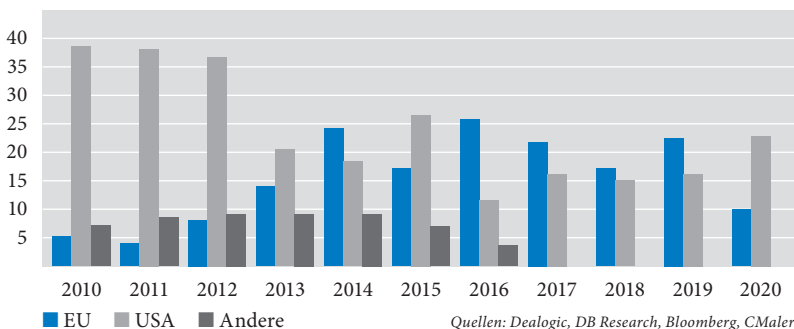


Abb. 11: CMBS-Fälligkeiten weltweit

schen 2003 und 2009 zwischen \$ 170 Mrd. und \$ 270 Mrd. in der EU sowie zwischen \$ 710 Mrd. und \$ 1.000 Mrd. in den USA, die in der Regel nach fünf bis sieben Jahren refinanziert wurden und werden. [15]

Derzeit sind weitere Abschreibungen auf Immobilienwerte fraglich bzw. kam es bereits zu Wertverlusten bei den erworbenen Immobilienbeständen. Diese Wertänderungen verändern das Rendite-Risiko-Profil und damit die Möglichkeit der Refinanzierung: Darlehensnehmer müssen höhere Zinsen akzeptieren oder mehr Eigenkapital vorhalten. Erschwerend kommt hinzu, dass Banken nur noch geringere Volumina finanzieren, weshalb für mögliche Refinanzierungen (Bank-)Konsortien häufig gebildet werden.

Abbildung 11 (Seite 63) verdeutlicht die zukünftigen Refinanzierungsvolumina in den USA, der EU und anderen Staaten bei Commercial Mortgage Backed Securities. Damit werden die nächsten zwei bis fünf Jahre durch zahlreiche neue Finanzierungsstrukturen geprägt sein und eventuell auch durch neue Verbriefungen auf dem CMBS-Markt.

### 3.2 Staatliche Regulierungen

*Auswirkungen von  
BASEL III, Solvency II  
und AIFM*

Die Regierungen unterstützten weltweit Banken und Versicherungen mit Kapital, Bürgschaften und teilweise vollständigen Übernahmen von Institutionen. Verbunden mit diesen Maßnahmen wurden Diskussionen über die Sicherheit und die zukünftige Struktur von Banken, Fonds und Versicherungen national und international diskutiert. Diese Diskussionen mündeten in „neuen“ Regulierungen für die betrachteten Gruppen, unter anderem BASEL III mit einer stärkeren risikoorientierten Eigenkapitalhinterlegung für Darlehen bei Banken, Solvency II mit einer risikoorientierten Eigenkapitalhinterlegung für Immobilieninvestitionen und Anlagevehikel bei Versicherungen oder die Alternative Investment Fund Management Directive für Fonds. Die neuen Regelungen für eine Eigenkapitalhinterlegung nach Solvency II werden das Anlageverhalten in direkte Immobilien und Immobilienvehikel durch institutionelle Investoren verändern und im Falle von BASEL III Anlagen in opportunistische Vehikel erschweren.

Diese regulatorischen Maßnahmen und Auswirkungen auf Immobilieninvestments werden im Folgenden kritisch diskutiert.

### 3.3 Aktuelles Marktumfeld und Tendenzen

Das aktuelle Marktumfeld wird von starken Schwankungen auf den Immobilieninvestmentmärkten und unterschiedlichen Prognosen beherrscht. Seitens der börsennotierten Vehikel kam es 2011 zu zahlreichen immobilienbezogenen Börsengängen in Deutschland, bspw. der GSW Immobilien AG oder der Prime Office REIT AG, bzw. in Österreich zur Aufnahme der Immofinanz AG, der CA Immo AG und der Conwert AG in den österreichischen Leitindex ATX.

*Börsengänge und weitere Immobilieninvestitionen*

Großes Interesse an Immobilien ist auch wieder bei institutionellen Investoren erkennbar. So sollen Milliarden in Immobilien und Private Equity allokiert werden, bspw. bei der Allianz SE mit jeweils € 15 Mrd. in beiden Bereichen. Gleichzeitig verfügen die Top Ten der Real Estate Private Equity Funds über € 25 Mrd. bzw. \$ 37 Mrd. an „uncalled capital“ und geschlossene Immobilienfonds können mangels passender Objekte nicht initiiert werden.

In Ergänzung zu den beschriebenen Entwicklungen können einige Schwerpunktbereiche („Megatrends“) für die Immobilienwirtschaft identifiziert werden, deren Auswirkungen zukünftig die Immobilieninvestition maßgeblich beeinflussen werden: [16]

*Zukünftige „Megatrends“*

- Demografie
- Energieeffizienz und Nachhaltigkeit
- Globalisierung
- Offenheit der Gesellschaft
- Informatik und Informationswissenschaften

## 4 Zusammenfassung und Ausblick

*Wellenbewegungen  
mit unterschiedlichen  
Investitionsschwer-  
punkten*

In diesem Beitrag konnte dargelegt werden, dass innerhalb der letzten Dekade mehrere sich teilweise überschneidende Zeiträume von unterschiedlichen Investitionsvehikeln dominiert wurden, im Investitionsmittelpunkt der Investoren standen und durch starke Mittelzuflüsse bzw. -abflüsse geprägt waren. Dabei kam es zu unterschiedlichen Auffassungen von Immobilieninvestitionen – von einer Rückbesinnung auf das Asset Immobilie zur Jahrtausendwende bis hin zu einer Sichtweise als Finanzprodukt ab 2004.

*Zukünftige Heraus-  
forderungen*

Zukünftig sind – wie bereits in der letzten Dekade – Immobilieninvestitionen mit bedeutenden Herausforderungen verbunden. Dazu zählen generelle Problematiken wie etwa die Zinsentwicklung oder die Stabilität von Staaten, neue Richtlinien und Gesetze wie bspw. BASEL III, Solvency II oder AIFM und direkt mit Immobilieninvestitionen zusammenhängende externe Effekte wie bspw. Demografie, Energieeffizienz/Nachhaltigkeit, Globalisierung, Offenheit der Gesellschaft und Informatik/Informationswissenschaften.

Diese Entwicklungen werden Auswirkungen auf die zukünftige Bedeutung von Investmentvehikeln haben, deren Wirkungsweisen, Konzeptionen und Herausforderungen in den nachfolgenden Ausführungen nochmals detaillierter und kritisch analysiert werden.

## Referenzen

- [1] Diese und weitere Anlagevehikel werden in den nachfolgenden Betrachtungen kritisch analysiert und diskutiert.
- [2] Vgl. JLL (2010), DTZ (2010), eigene Research (2011).
- [3] Vgl. Federal Reserve (2011), Europäische Zentralbank (2011).
- [4] Vgl. BVI (2011).
- [5] Vgl. Commercial Mortgage Alert (2009), KfW (2009), Deutsche Bundesbank (2009), Deka Bank (2009).
- [6] Vgl. REIT-Gesetz (2007).
- [7] Vgl. Jones Lang LaSalle (2009).
- [8] Graaskamp.
- [9] Bloomberg (2007), Federal Reserve (2007), Freddie Mac (2007), in Anlehnung an Schäfers (2007).
- [10] In Anlehnung an Schäfers/Trübstein (2007).
- [11] Bloomberg (2008), Hines Funds (2008).
- [12] Vgl. RIWIS (2009), BulwienGESA (2009).
- [13] Vgl. Federal Reserve (2011), Europäische Zentralbank (2011), FTD 2011, eigene Research.
- [14] Inklusive Hilfe von Banken und anderen privaten Investoren, Stand: September 2011, vgl. Deutsche Bank (2011), EFSF (2011).
- [15] Vgl. Dealogic (2010), Bloomberg (2010), CMAlert (2010), in Anlehnung an DB Research (2010).
- [16] Vgl. gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e. V., Arbeitskreis Real Estate Investment Management (2011).

## Über den Autor



**Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *University of Illinois at Urbana-Champaign* (IL/USA) und an der *Ecole Supérieure de Commerce de Dijon* (F).

Von Oktober 2004 bis Oktober 2008 forschte und lehrte Michael Trübestein als wissenschaftlicher Assistent und Promotionsstudent bei Herrn Prof. Dr. Wolfgang Schäfers am Lehrstuhl für Immobilienmanagement an der *Universität Regensburg*.

Im April 2008 schloss er das Intensivstudium Real Estate Asset Management in Berlin ab und erhielt im September 2008 einen Ruf zur Professur für Immobilienmanagement an der *Fachhochschule Kufstein*. Ferner lehrt er an der *Politecnico di Milano* in Mailand (I) und am *PRATT Institute* in New York (USA). Der Schwerpunkt der wissenschaftlichen Tätigkeit liegt insbesondere in den Bereichen Real Estate Investment and Finance, Real Estate Asset Management, Real Estate Capital Markets und Real Estate Valuation.

# Finanz- und Immobilien- entscheidungen aus Sicht der Psychologie und Hirnforschung

Dr. Hans-Georg Häusel

Vorstand der Gruppe Nymphenburg Consult AG,  
München

*Die moderne Hirnforschung zeigt, dass Emotionen die wahren und mächtigen Entscheider im menschlichen Gehirn darstellen. Auch der Umgang mit Geld ist hoch emotional.*

*Im folgenden Beitrag wird im ersten Teil gezeigt, wie die Emotionsstrukturen im Kundengehirn aussehen, und im zweiten Teil, wie sich dieses Wissen für das Finanz- und Immobilienmarketing nutzen lässt.*

# Inhalt

<b>1 Die Vormacht der Emotionen</b>	71
1.1 Wie Entscheidungen im Gehirn wirklich fallen	71
1.2 Die Emotionslogik des Geldes	72
1.3 Die Limbic Map®: Der Emotions- und Werteraum	73
1.4 Limbic® Types: Die individuelle emotionale Persönlichkeitsstruktur des Kunden beeinflusst sein Entscheidungsverhalten	74
<b>2 Erkenntnisse der Hirnforschung und Psychologie im Finanz- und Immobilien-Marketing</b>	76
2.1 Finanzverhalten aus der Sicht des emotionalen Gehirns	76
2.2 Wie sich die Limbic® Types im Finanzverhalten unterscheiden	78
2.3 Wie sich die Limbic® Types beim Immobilienkauf unterscheiden	79
2.4 Die Limbic® Types im Verkaufs- und Beratungsgespräch	80
2.5 Die Limbic® Types im Direktmarketing	83
<b>3 Fazit</b>	87
<b>Referenzen</b>	87
<b>Über den Autor</b>	88

# 1 Die Vormacht der Emotionen

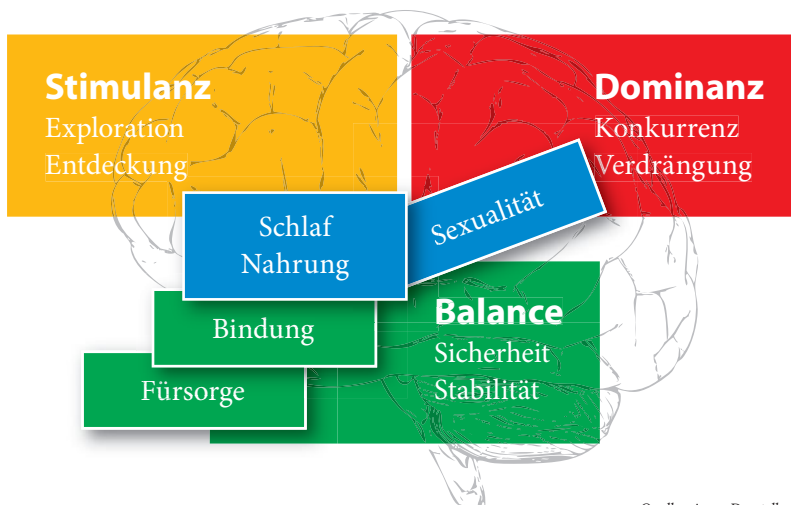
## 1.1 Wie Entscheidungen im Gehirn wirklich fallen

Die Frage, wie Kauf- und Finanzentscheidungen tatsächlich im Kopf fallen, ist für das Anlegerverhalten von hohem Interesse. Offensichtlich nicht so, wie wir selbst und die Konsumenten den Entscheidungsablauf im Kopf erleben. Über 70–80 % der Entscheidungen werden nämlich unbewusst getroffen. Ferner sind die eigentlichen Machthaber jene Bereiche im Gehirn, die hauptsächlich mit der emotionalen Verarbeitung beschäftigt sind. Diese Hirnbereiche werden als *limbisches System* bezeichnet. Damit einhergehend stellt sich die Frage, was man unter Emotionen versteht. Vereinfacht gesagt, sind Emotionen „Relevanz-Detektoren“, die uns wissen lassen, was wichtig und bedeutend für uns ist, und die uns aktivieren.

*Die meisten Entscheidungen werden unbewusst getroffen*

Nun stellt sich die Frage, welche Emotionen oder Emotionssysteme es im Gehirn überhaupt gibt. In einer mehrjährigen Forschungsarbeit wurden Erkenntnisse der Hirnforschung mit bestehendem Wissen der Psychologie und umfangreichen eigenen Untersuchungsergebnissen unter dem Namen *Limbic®* zu einem Emotions-Gesamtmodell verknüpft. Ziel war und ist es, ein Modell zu formulieren, das auf festem wissenschaftlichen Boden steht, aber gleichzeitig leicht verständlich und universell einsetzbar ist. Abbildung 1 gibt einen Überblick über das „emotionale Betriebssystem“ im Konsumentengehirn.

*Das emotionale Betriebssystem*



*Abb. 1: Die Emotionssysteme im Gehirn*

*Quelle: eigene Darstellung*

Im Zentrum aller Emotionssysteme stehen die sogenannten physiologischen Vitalbedürfnisse, wie Nahrungsaufnahme (inklusive Appetit / Ekel), Schlaf und Atmung. Diese Bedürfnisse sind nicht Gegenstand der weiteren Untersuchung. Neben diesen Vitalbedürfnissen gibt es drei große Emotionssysteme. Diese sind:

- Das **Balance-System** (Sicherheit, Stabilität, Ordnung)
- Das **Dominanz-System** (Macht, Autonomie, Status)
- Das **Stimulanz-System** (Neugier, freudige Überraschung)

Im Laufe der Evolution haben sich zusätzliche Emotionssysteme im Gehirn entwickelt, die allerdings nicht ganz die Bedeutung der aufgezeigten *Big Three* haben. Die wichtigsten sind:

- Bindung (positiv: Geborgenheitsgefühl, negativ: Verlassenheitsgefühl)
- Fürsorge (positiv: Liebe, negativ: Gefühl, von niemandem gebraucht zu werden)

## 1.2 Die Emotionslogik des Geldes

*Warum ist Geld  
so attraktiv?*

Den heutigen Stand in der Hirnforschung in puncto Emotionen als kaufentscheidende Faktoren kann man wie folgt zusammenfassen: Je stärker die (positiven) Emotionen sind, die von einem Produkt, einer Dienstleistung oder/und einer Marke vermittelt werden, desto wertvoller sind Produkt und Marke für das Gehirn und umso eher ist der Konsument auch bereit, Geld dafür auszugeben. Auch das scheinbar rationale Geld kann sich dieser emotionalen Neurologik nicht entziehen. Man muss sich nur fragen, warum Geld für uns so attraktiv erscheint

Die Antwort ist relativ einfach: weil wir uns mit Geld alle unsere Wünsche erfüllen können. Wir können in den Urlaub fahren, ein neues Auto kaufen oder auch unsere Altersvorsorge verbessern. Alle diese Wünsche und Motive sind aber höchst emotional. Geld ist ein generalisiertes „Wertsymbol“, ein „Universal-Joker“ zur Befriedigung vieler Wünsche. Die Rechnung des Gehirns folgt einer einfachen Logik: Der generalisierte Emotionswert des Geldes wird mit dem konkreten Emotionswert des Angebots verrechnet. Löst das Angebot nur schwache Emotionen aus, bleibt das wertvolle Geld



Die Beziehung der Emotionssysteme im Gehirn folgt einer Systemlogik. Das Dominanz- und Stimulanz-System sind unsere aktivierenden und risikoorientierten Emotionssysteme. Sie sind auf Wachstum und Veränderung ausgelegt; das Balance-Emotionssystem dagegen ist ihr großer Gegenspieler im emotionalen Gehirn – als Programm der Risikovermeidung und Sicherheit.

#### **1.4 Limbic® Types: Die individuelle emotionale Persönlichkeitsstruktur des Kunden beeinflusst sein Entscheidungsverhalten**

*Der emotionale Schwerpunkt bestimmt die Typ-Zuordnung*

Viele aktuelle Forschungen zeigen, dass die übergreifenden emotionalen Persönlichkeitsstrukturen das menschliche Entscheidungsverhalten und damit auch das Finanzverhalten erheblich beeinflussen. Zwar verfügen alle Menschen über alle Emotionssysteme, doch variieren ihre Stärken und Schwerpunkte in der Ausprägung individuell ganz erheblich. So lassen sich Konsumenten praxisnah typisieren: Der emotionale Persönlichkeits-Schwerpunkt bestimmt die Typ-Zuordnung. Auf diese Weise lassen sich sieben *Limbic*® Types unterscheiden. Diese sind (vgl. Abb. 3):

- **Harmoniser(in)**  
Hohe Sozial- und Familienorientierung, geringere Aufstiegs- und Statusorientierung, geringe Risikobereitschaft
- **Offene(r)**  
Offenheit für Neues, Wohlfühlen, Toleranz
- **Hedonist(in)**  
Aktive Suche nach Neuem, hoher Individualismus, hohe Spontaneität, höhere Risikobereitschaft
- **Abenteurer(in)**  
Hohe Risikobereitschaft, geringe Impulskontrolle
- **Performer(in)**  
Hohe Leistungsorientierung, Ehrgeiz, hohe Statusorientierung
- **Disziplinierte(r)**  
Hohes Pflichtbewusstsein, geringe Konsumlust, hohe kognitive Auflösung
- **Traditionalist(in)**  
Geringe Zukunftsorientierung, Wunsch nach Ordnung und Sicherheit

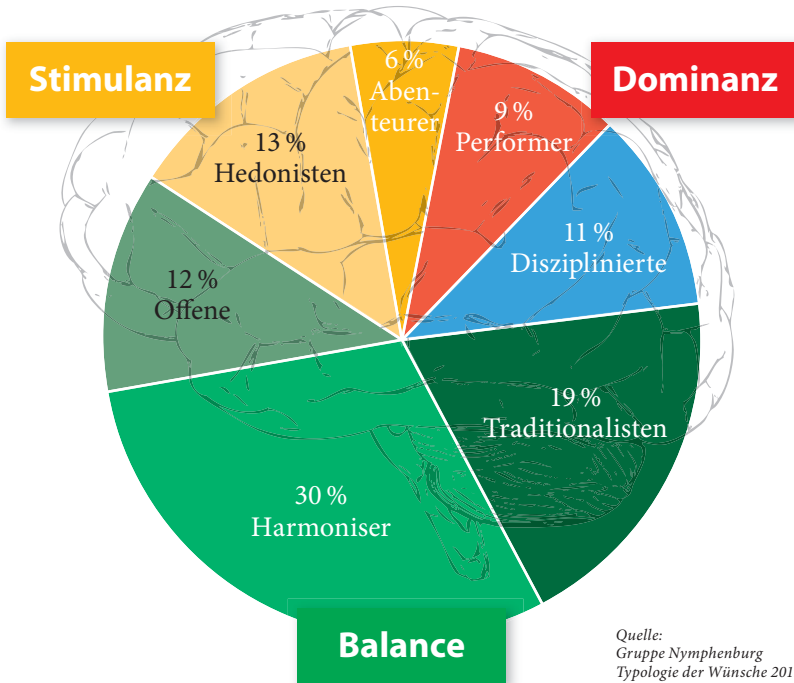


Abb. 3: Die Limbic® Types – (Verteilung Deutschland 2011)

Mithilfe des Limbic®-Ansatzes hat die Gruppe Nymphenburg gemeinsam mit der Burda-Verlagsgruppe im Rahmen der „Typologie der Wünsche“ (TDW) eine repräsentative Limbic®-Type-Verteilung für Deutschland ermittelt.

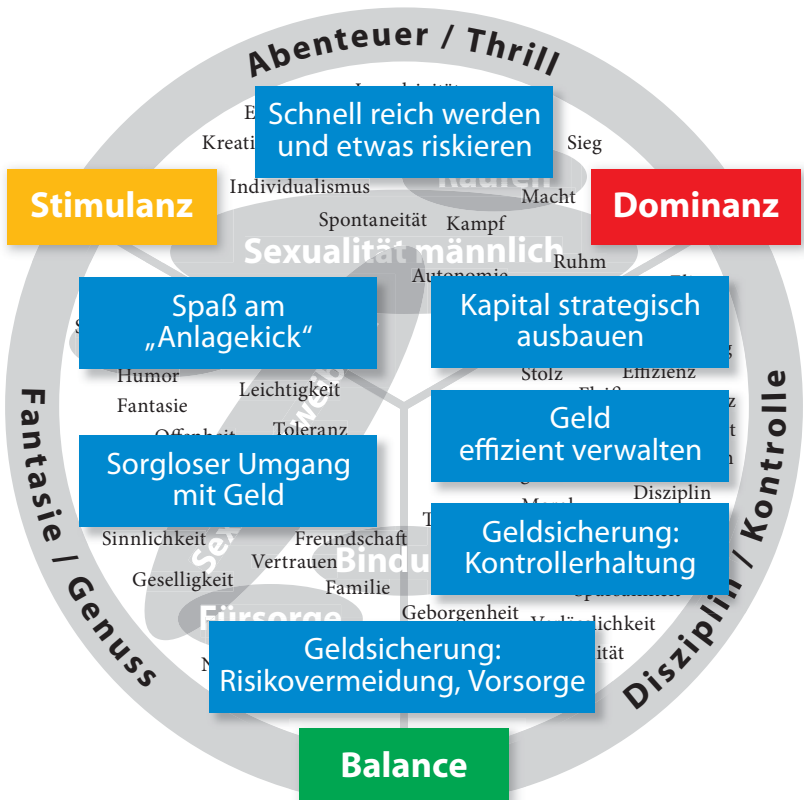
Basis der TDW-Untersuchung sind etwa 20.000 Personen, die in zweijährigem Rhythmus befragt werden. Auf Basis dieser Daten ist es möglich, die Erkenntnisse der Hirnforschung mit konkreten Aussagen zu Konsum- und Finanzverhalten zu verknüpfen.

## 2 Erkenntnisse der Hirnforschung und Psychologie im Finanz- und Immobilien-Marketing

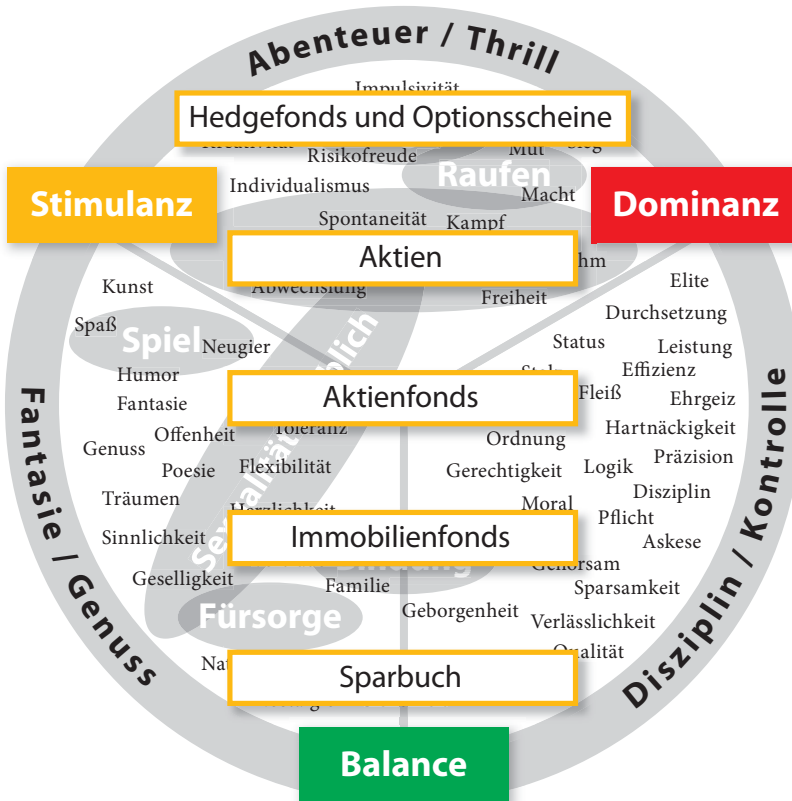
Nachdem nun ein Überblick über die Emotionsstrukturen gewonnen wurde, folgt ein konkretes Fallbeispiel, das zeigt, wie man diese Kenntnisse im Finanz- bzw. Immobilien-Marketing und -Vertrieb nutzen kann.

## 2.1 Finanzverhalten aus der Sicht des emotionalen Gehirns

Zunächst wird mit der Frage des Umgangs mit Geld begonnen. Hier gibt es große Unterschiede, die weitgehend auf den Einfluss unserer Emotionssysteme zurückgeführt werden können. Abbildung 4 zeigt diesen Zusammenhang auf.



*Abb. 4: Der Umgang mit Geld*



Das klassische „Sicherheitssparen“ liegt im Bereich des Balance-Systems, die penible Geldkontrolle (umgangssprachlich: „Geiz“) dagegen im Bereich Kontrolle. Der strategische Ausbau des Vermögens hat seine Heimat im Dominanz-System. Der Wunsch viel zu riskieren, um schnell reich zu werden, ist im Bereich Abenteuer zu lokalisieren. Der sorglos-hedonistische Umgang mit Geld wird, wie nicht anders zu erwarten, vom Stimulanz-System gespeist. Aber auch verschiedene Formen der Geldanlage haben eine klare emotionale Logik, die sich aus dem jeweils damit verbundenen Risiko ergibt. Abbildung 5 zeigt den Zusammenhang auf.

Sparbücher und Bundesschatzbriefe befinden sich im Balance-Bereich, während Hedgefonds und Optionsscheine durch ihr hohes Risiko im Bereich Abenteuer liegen. Zwischen diesen beiden Polen positionieren sich u. a. Aktien- und Immobilienfonds.

2.2 Wie sich die Limbic® Types im Finanzverhalten unterscheiden

Weil der Umgang mit Geld emotional so unterschiedlich ist, ist es nicht verwunderlich, dass die verschiedenen *Limbic*® Types auch sehr divergierende Interessen in Bezug auf Finanzprodukte sowie eine unterschiedliche Risikobereitschaft haben.

Abb. 6: Interesse an Aktienfonds. Das Interesse für komplexe Produkte wie Aktienfonds ist zwischen den Limbic® Types sehr unterschiedlich

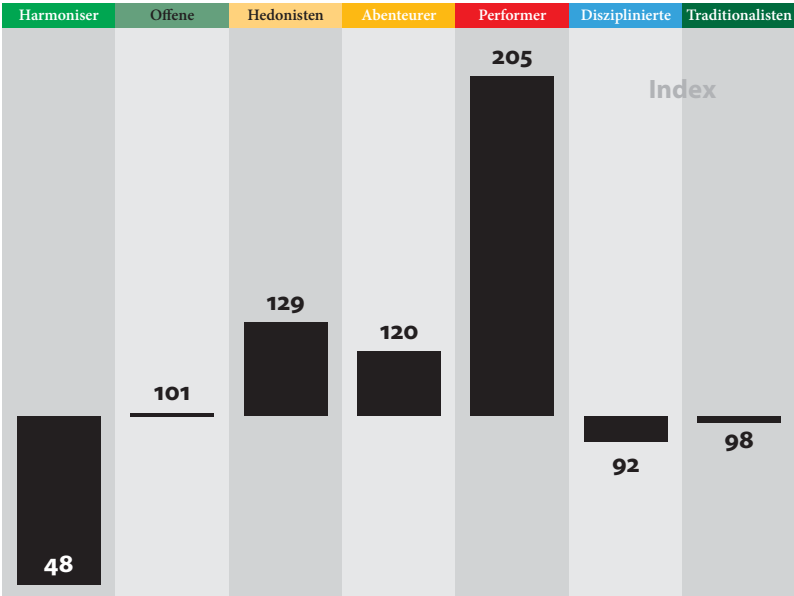
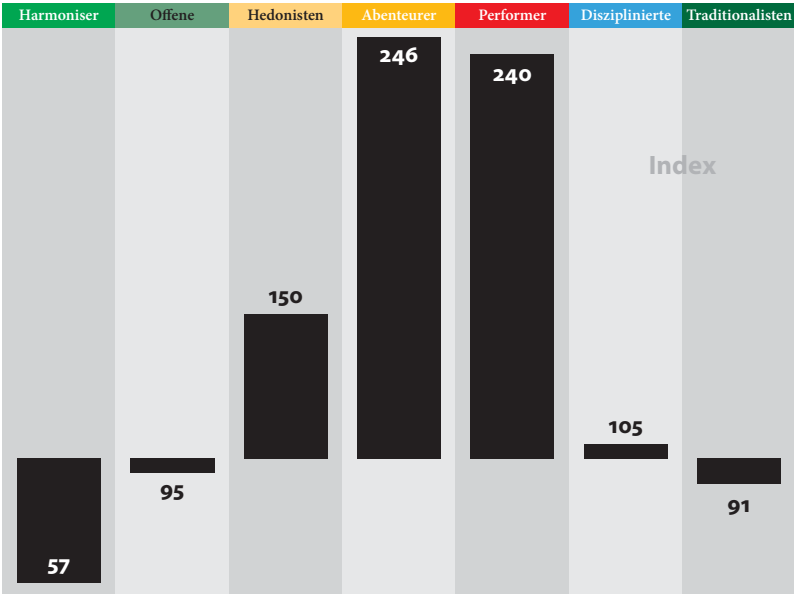


Abb. 7: „Ich akzeptiere ein höheres Risiko bei Geldanlagen.“



Anhand der nebenstehenden Grafiken soll dies anschaulich gemacht werden: Index 100 bedeutet Durchschnitt. Wenn beispielsweise der Indexwert „Interesse bei Aktienfonds“ bei Harmonisern bei 48 liegt, bedeutet das, dass die Harmoniser 52 % weniger Interesse an Aktienfonds als der Durchschnitt der Bevölkerung haben. Komplexere Finanzprodukte, wie zum Beispiel Aktienfonds, stoßen bei Performern auf weit überdurchschnittliches Interesse (Index = 205), was bedeutet, dass sie doppelt so stark daran interessiert sind wie der Durchschnitt der Bevölkerung. Die Abbildungen 6 und 7 zeigen diese Zusammenhänge auf.

Für eine emotional wirksame und kosteffiziente Kundenansprache müssen diese Unterschiede berücksichtigt werden.

### 2.3 Wie sich die *Limbic*® Types beim Immobilienkauf unterscheiden

Wenn es um Immobilienentscheidungen geht, muss zwischen selbst genutzten Immobilien und Immobilien als Finanzanlage unterschieden werden. Das Entscheidungsverhalten der *Limbic*® Types bei Immobilien als Finanzanlage verhält sich fast gleich wie jenes in Bezug auf Finanzprodukte. Die Immobilienanlage wird überwiegend nach Ertrag/Risiko bewertet und es sind auch hier die Performer, die die höchste Kompetenz haben. Beim Kauf von Immobilien für den Eigenbedarf sehen die Motivstrukturen anders aus. Immobilien sind hier keine abstrakten Geldanlagen mehr, sondern Lebensräume, in denen man sich wohlfühlen und häufig auch sozialen Status repräsentieren will. Am Beispiel von drei *Limbic*® Types werden die Unterschiede kurz beschrieben.

#### ■ Die Harmoniser

Für sie ist eine Immobilie in erster Linie eine kuschelige Höhle. Im Vordergrund steht das eigene Haus. Traditionelle Bau- und Einrichtungsstile werden bevorzugt. Statusaspekte spielen fast keine Rolle. Bevorzugte Lagen sind Stadtrandgemeinden mit familiärem Umfeld.

*Immobilien als kuschelige Höhle*

#### ■ Die Performer

Für sie ist eine Immobilie Lebensraum und Statusproklamation zugleich. Je nach Familiensituation suchen sie ein Haus oder eine

*Immobilien sollen repräsentieren*

Eigentumswohnung. Repräsentative Baustile werden bevorzugt. Besonderer Wert wird der Lage beigemessen – nicht zuletzt deshalb, weil diese ebenfalls Teil der Statusinszenierung ist.

#### ■ Die Hedonisten

*Immobilien  
als Ausdruck wider  
Individualität*

Für sie ist eine Immobilie Basis der individuellen Selbstverwirklichung. Bevorzugt werden Eigentumswohnungen in Hotspots von Städten. Der Einrichtungsstil ist kreativ und nonkonformistisch.

Diese kurze Aufzählung zeigt, dass ein zielgruppenorientiertes Immobilienmarketing eine wichtige Basis zum Verkaufserfolg ist. Die *Limbic*® Types müssen im Marketing sowie im Verkaufs- und Beratungsgespräch unterschiedlich angesprochen werden. Mit letzterem befassen sich die folgenden Ausführungen.

### 2.4 Die *Limbic*® Types im Verkaufs- und Beratungsgespräch

*Jedes Finanzgespräch  
basiert auf Vertrauen*

Es liegt auf der Hand, dass die *Limbic*® Types völlig unterschiedliche Beratungserwartungen, Geldanlagestrategien und Finanzproduktinteressen haben. Aber in Finanzberatungsgesprächen geht es nicht nur um Geld, jedes Finanzgespräch basiert auf Vertrauen zwischen dem Finanzberater und seinen Kunden. Es entsteht durch Vertrauenserfahrungen über eine längere Zeit, Vertrauen entsteht aber auch in Gesprächen über Gott und die Welt, über Hobbys, Familie und sonstige Interessen. Daher ist es wichtig zu berücksichtigen, dass sich die *Limbic*® Types auch im Small Talk und seinen Inhalten wesentlich unterscheiden.

Während der Hedonist begeistert vom letzten Rockkonzert berichtet, unterhält sich der Disziplinierte lieber über Haus und Garten. Und während der Harmoniser von der gemütlichen Fahrradtour schwärmt, kann es der Performer kaum erwarten, über sein verbessertes Golf-Handicap zu berichten.

*Die Inszenierung will  
bedacht sein*

Doch damit nicht genug. Nicht nur in den Inhalten des Small Talks und des eigentlichen Beratungsgesprächs unterscheiden sich die *Limbic*® Types, auch die Inszenierung des Beratungsraums will bedacht sein. An billigen Plastikkgelschreibern und Strohlumen im Beratungszimmer stört sich der Harmoniser nicht, im Gegenteil, solche heimeligen Signale sind für ihn Vertrauen auslösend

und senken seine Ehrfurchts-Schwelle gegenüber Finanz- oder Immobilienanbietern. Auf den Performer hingegen wirkt eine solche „Wohnzimmeratmosphäre“ minderwertig. Aber auch die Kleidung des Beraters spielt eine Rolle. Präsentiert sich der Finanz- oder Immobilienverkäufer mit goldenen Manschettenknöpfen und Einstecktuch, wird er für den ungezwungenen Hedonisten zum Anti-Typ, während ihn der Performer als seinesgleichen akzeptiert.

### ■ Die Harmoniser

#### *Finanzinteressen und Beratungserwartung*

Komplexe, unbekannte und risikoreichere Finanzprodukte lehnen Harmoniser als die risikoscheueste Zielgruppe im Finanzbereich ab. Einfache und risikoärmere Finanzprodukte sind ihre erste Wahl. Bundesschatzbriefe, Bausparverträge, Festgelder, festverzinsliche Wertpapiere und eventuell noch Unternehmensanleihen bekannter Firmen werden gekauft.

Das Beratungsziel ist es, das finanzielle Leben und finanzielle Entscheidungen so einfach und überschaubar wie möglich zu machen. Finanzfachbegriffe sollten dabei möglichst vermieden werden.

*So einfach und überschaubar wie möglich*

#### *Small Talk*

Harmoniser empfinden bei größeren Finanzanlagen meist Angst und Unsicherheit, deshalb ist für sie der vertrauensbildende Small Talk von allergrößter Wichtigkeit. Sie genießen es, wenn man sich viel Zeit für sie nimmt und auf ihre Sorgen und Lebensnöte eingeht. Die Freizeit- und Lebensinteressen drehen sich um Familie, Haus und Garten und um die Besorgung des täglichen Lebens.

Die regionale Nähe, auch im gemeinsamen Dialekt zwischen Berater und Kunden, wirkt auf Harmoniser besonders positiv.

#### *Umfeld-Inszenierung*

Alles, was die Ehrfurchtsschwelle senkt, ist förderlich. Kühles High-tech-Design und Designermöbel lösen Unwohlsein aus. Am liebsten mag der Harmoniser eine heimelige Wohnzimmeratmosphäre mit Signalen der Gemütlichkeit.

Warmes Holz und weiche Teppiche entsprechen der Welt des Harmonisers. Bankberater sollten ordentlich gekleidet sein, aber nicht zu modisch und auch nicht zu streng. Das adrette Aussehen schafft Vertrauen in die Bank.

*Ordentliches Aussehen schafft Vertrauen*

## ■ Die Hedonisten

### *Finanzinteressen und Beratungserwartung*

Die Hedonisten sind offen für neuere und ungewohnte Finanzprodukte. Zudem sind sie auch bereit, Risiken einzugehen. Investmentfonds, Aktien und Aktienfonds sowie Firmenanleihen – auch von ausländischen und weniger bekannten Unternehmen – werden überdurchschnittlich häufig gezeichnet.

*Geldanlage und  
Aktienhandel als  
spannendes Spiel*

Hedonisten betrachten Geldanlage und Aktienhandel zudem als spannendes Spiel. Da sie eine relativ kurzfristige Belohnungserwartung haben, lehnen sie Anlagen mit langer Bindung und ohne Flucht- oder Ausstiegsmöglichkeit ab. Der belohnende Zugriff auf das Geld sollte immer möglich sein.

### *Small Talk*

Bei Hedonisten sind Lockerheit und Lebensfreude angesagt. Nach dem Motto „Was gibt es Neues in der Stadt? Welche Themen beherrschen die Szene? Und darf es ein Latte macchiato oder eine Bionade sein?“ Das Beratungsgespräch soll schnell gehen – draußen wartet ja das spannende Leben.

### *Umfeld-Inszenierung*

Hedonisten lieben moderne Kunst und modernes Design. Bankberater sollten ordentlich gekleidet sein – das Jackett darf aber abgelegt werden.

## ■ Die Performer

### *Finanzinteressen und Beratungserwartung*

*Auch die steuerliche  
Auswirkung ist wichtig*

Performer sind Profis in Sachen Finanzanlagen oder halten sich zumindest dafür. Der Performer liebt komplexe und risikoreichere Finanzprodukte bis hin zu Derivaten und Hedgefonds. Der Vermögensaufbau wird strategisch und steueroptimierend geplant, deswegen reicht es nicht aus, nur Produkte mit hohen Renditen anzubieten, auch die steuerliche Auswirkung will bedacht sein.

Der Finanzberater muss deshalb bestens auf das Gespräch vorbereitet sein. Einen einsatzbereiten Laptop, mit dem er zwischendurch schnell einmal eine Analyse rechnet, empfindet der Performer als Ausdruck von Professionalität. Der Performer mag es übrigens auch, wenn sein Berater zum Gespräch bei bestimmten Themen einen Fachspezialisten hinzuzieht (der Harmoniser dagegen würde Angst bekommen).

### Small Talk

Der Small Talk sollte beim Performer „small“ bleiben. Er hat nur wenig Zeit, die er effizient einsetzen möchte. Trotzdem erwartet er Bewunderung: Man muss ihm ausreichend Gelegenheit geben, über seine beruflichen und sportlichen Erfolge zu sprechen.

### Umfeld-Inszenierung

Der Performer arbeitet täglich an seiner eigenen Perfektion, und das Gleiche erwartet er auch von seinem Immobilien- bzw. Finanzanbieter. Während der Hedonist und der Harmoniser über kleine Schlampigkeiten gnädig hinwegsehen, erwartet der Performer Perfektion im Detail.

*Performer sind  
Perfektionisten*

Ein Berater mit billigem Plastikkugelschreiber, zerknautschtem Anzug und nachlässigem Schuhwerk wird unbewusst als inkompetent und als „nicht satisfaktionsfähig“ abgelehnt.

## 2.5 Die Limbic® Types im Direktmarketing

Zielgruppenorientierte Ansprache ist aber auch im Direktmarketing ein wichtiger Schlüssel zum Erfolg. Anlageprodukte werden besser verkauft, wenn sie zielgruppenorientiert verpackt werden. Eine deutsche Bank wollte dies genauer wissen und führte ein Testmailing mit verschiedenen Varianten durch, Variante 1 war das „Basismailing“ – dieses wurde nach dem üblichen Schema konzipiert: „Eine Aussage für alle“. Die Argumentation für das beworbene Finanzprodukt wurde dann auf drei *Limbic*® Types zugeschnitten – im konkreten Fall Abenteurer, Harmoniser und Performer.

*Im zielgruppenorientierten Finanz-Marketing stecken gewaltige Erfolgspotenziale*

Durch Geomarketing-Verfahren (weitere Ausführungen folgen) konnten die Kunden der Bank den verschiedenen *Limbic*® Types zugeordnet werden. Das Ergebnis dieses Tests wird in der folgenden Tabelle dargestellt. Es zeigt, welche gewaltigen Erfolgspotenziale in einem zielgruppenorientierten Finanz-Marketing stecken.

<i>Mailing</i>	<i>Responsequote</i>	<i>Kaufquote</i>
Basismailing	1,67 %	0,67 %
Abenteurer	11,33 %	4,00 %
Performer	12,67 %	5,00 %
Harmoniser	10,33 %	4,33 %

*Was Zielgruppenorientierung bringt*

Wie kann man nun große Adress- oder Kundendatenbestände nach den *Limbic*® Types selektieren? Die Lösung lautet: Mikro- und Geomarketing.

Performer leben anders als Harmoniser, sie kaufen andere Dinge, haben andere Interessen, wohnen an anderen Orten und in anderen Wohnungen, fahren andere Autos. Zudem gibt es deutliche Geschlechts- und Alterszuordnungen zu bestimmten *Limbic*® Types. Keine dieser Informationen alleine würde genügen, um einen Menschen zu klassifizieren, doch jedes dieser Details trägt eine Information bei. Durch die Einpflege der *Limbic*® Types in die *Typologie der Wünsche* der Burda-Verlagsgruppe wurde ein sehr detaillierter Einblick in die Konsum- und Interessenstruktur der *Limbic*® Types herausgearbeitet.

Wenn man diese Information mit anderen Verhaltensdaten, die im Markt vorliegen, abgleicht und ausgeklügelte Statistikprogramme heranzieht, ist eine relativ genaue Zuordnung der Gesamtbevölkerung möglich. Neben dem Einsatz im Mailing kann man auch geografische Potenzialanalysen durchführen.

Die Abbildungen 8 und 9 zeigen die Verteilung der Performer und der Disziplinierten in Deutschland und legen deutliche regionale Unterschiede offen.

Anteil Disziplinierte  
an allen Haushalten

- stark unterdurchschnittlich
- unterdurchschnittlich
- durchschnittlich
- überdurchschnittlich
- stark überdurchschnittlich

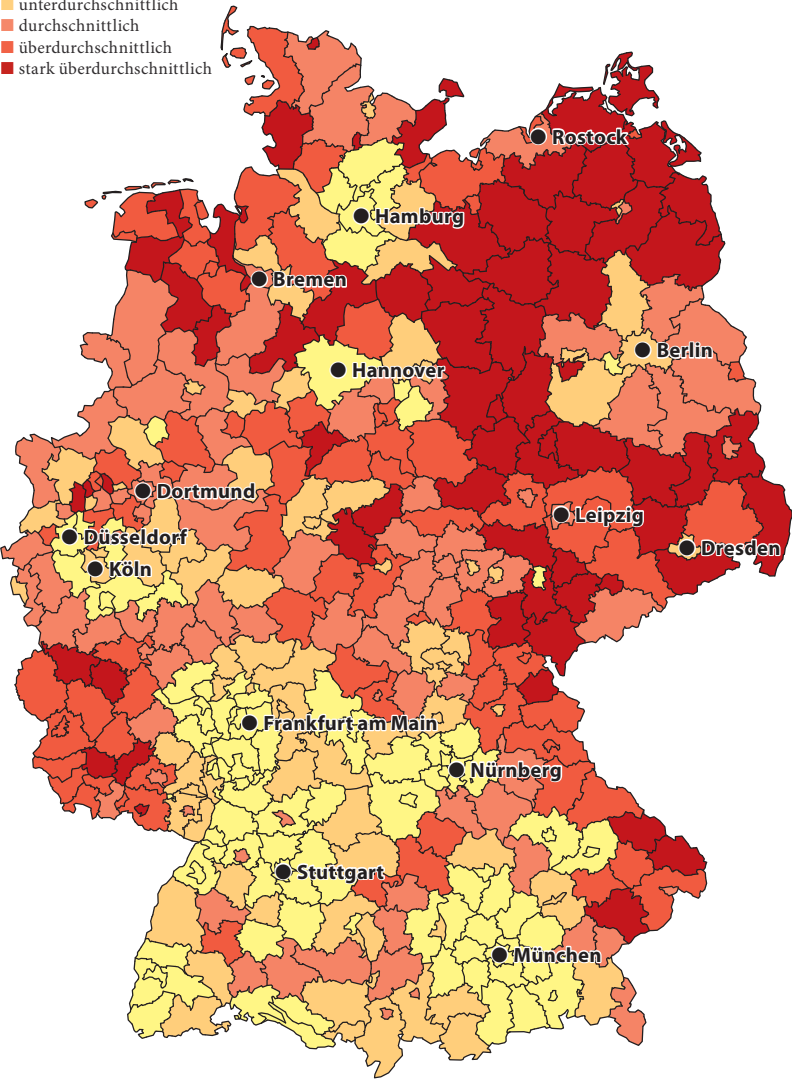


Abb. 8: Verteilung  
der Limbic® Types:  
Disziplinierte

Quelle: microm Consumer Marketing

Anteil Performer  
an allen Haushalten

- stark unterdurchschnittlich
- unterdurchschnittlich
- durchschnittlich
- überdurchschnittlich
- stark überdurchschnittlich

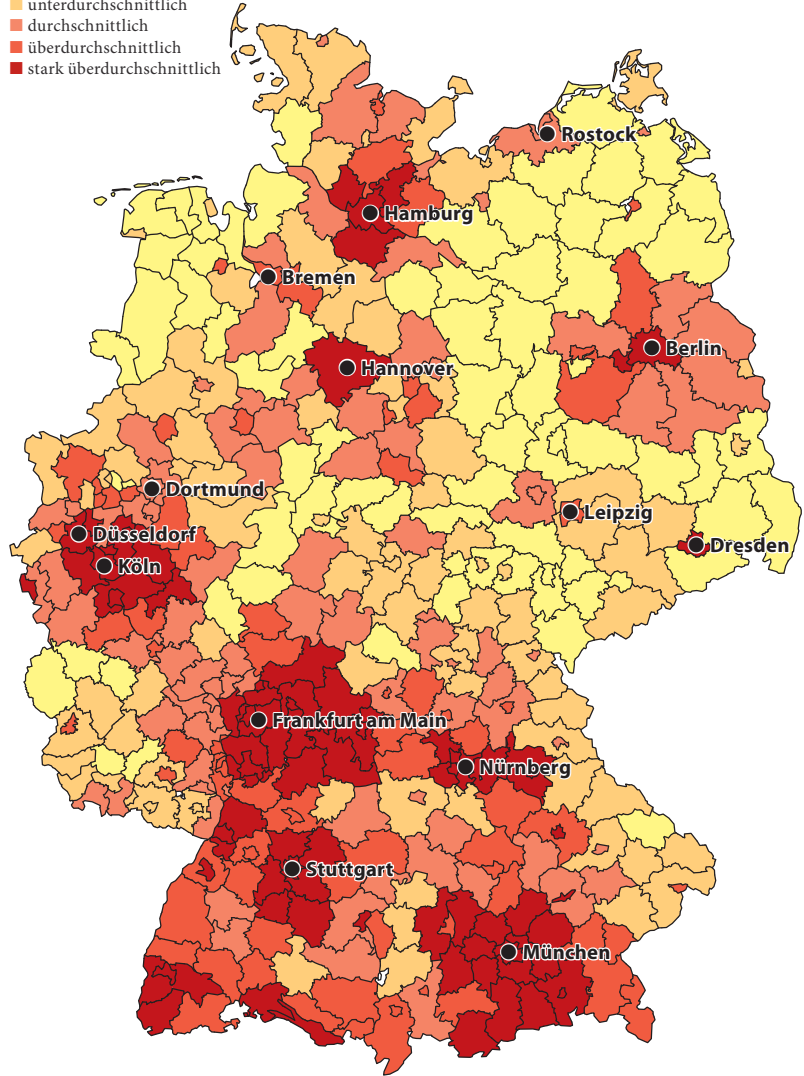


Abb. 9: Verteilung der  
Limbic® Types: Per-  
former

Quelle: microm Consumer Marketing

### 3 Fazit

Psychologie und Hirnforschung helfen heute dabei, Kunden und ihr Entscheidungsverhalten besser zu verstehen und diese Erkenntnisse für das Finanz- und Immobilienmarketing zu nutzen. Es gibt nun Kritiker, die die Anwendung dieses Wissens als Manipulation ablehnen. Dazu sei gesagt, dass jede Art von Kommunikation immer auch Manipulation bedeutet – eine Frau, die sich morgens schminkt, betreibt ebenfalls Manipulation, und ein Arbeitssuchender, der sich für ein Bewerbungsgespräch einen neuen Anzug kauft, tut das auch.

Aus Sicht der Ethik gibt es nun im Hinblick auf die Manipulation eine klare Aussage: Manipulation ist dann verwerflich, wenn sie dem anderen nachweislich schadet, beispielsweise wenn ein Finanz- und Immobilienverkäufer seinem Kunden ein Produkt verkauft, das dieser nicht versteht und das für ihn ungeeignet ist. Wenn er aber Produkt und Argumentation an die Lebenswelt, die Bedürfnisse und die Persönlichkeit des Kunden anpasst und dadurch eine höhere Verkaufsquote erreicht, ist dies völlig legitim.

*Manipulation ist dann verwerflich, wenn sie nachweislich schadet*

### Referenzen

- [1] Die wissenschaftliche Dokumentation des *Limbic*®-Ansatzes ist im vorliegenden Textrahmen nicht möglich. Interessierte Leser können sich eine ausführliche Darstellung der „*Limbic*® Science“ unter [www.nymphenburg.de](http://www.nymphenburg.de) downloaden.
- [2] Die praktische Anwendung des *Limbic*®-Ansatzes wird anschaulich in diesem Buch beschrieben: Häusel, H.-G. (2009) „Emotional Boosting – Die hohe Kunst der Kaufverführung“. Haufe, Freiburg.

*Limbic*® ist ein patent- und urheberrechtlich geschütztes Verfahren.

## Über den Autor



### **Dr. Hans-Georg Häusel**

Diplom-Psychologe, Vorstand der Gruppe  
Nymphenburg Consult AG, München.

Promotion bei Prof. Dr. med. Dr. phil.

Brengelmann, Direktor am Max-Planck-Institut  
für Psychiatrie, München, und Prof. Dr. Bäuml,  
Technische Universität München, über neuro-

psychologische Grundlagen des Geldverhaltens (2001).

In der Marketing-Hirnforschung und ihrer Übertragung auf Fragen des Konsumverhaltens, Marketings und Marken-Managements zählt er weltweit zu den führenden Experten. Zu den Beratungskunden zählen viele internationale Markenartikel-Hersteller, Handelskonzerne sowie Dienstleistungsunternehmen und Banken. Er ist Mitglied im wissenschaftlichen Beirat der Zeitschrift „NeuroPsychoEconomics“ und Dozent an der Hochschule für Wirtschaft in Zürich.

Autor der Bestseller „Think Limbic! – Die Macht des Unbewussten verstehen und nutzen für Motivation, Management und Marketing“ (2000/2003) und „Brain Script /Brain View – Warum Kunden kaufen“ (2004/2008), „Neuromarketing“ (2007) und „Emotional Boosting – Die hohe Kunst der Kaufverführung“ (2009).

# *Institutionelle Investoren*

# Immobilienanlageverhalten institutioneller Investoren in Deutschland

Dr. Victoria Walbröhl MRICS,  
Head of Portfolio Management, Allianz Real Estate

*Institutionelle Investoren werden allgemein als eine Gruppe von Anlegern beschrieben, die für Dritte Gelder professionell investieren. Zu ihnen zählen insbesondere Versicherungsunternehmen, die traditionell – neben anderen Kapitalanlagen – auch Immobilieninvestitionen tätigen.*

*Der folgende Beitrag beschreibt das Immobilienanlageverhalten am Beispiel deutscher Versicherungsunternehmen. Dabei werden zunächst die Vorteile und Restriktionen von Immobilienanlagen allgemein diskutiert und danach am Praxis-Beispiel eines Versicherungsunternehmens erläutert.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>93</b>
<b>2</b>	<b>Attraktivität von Immobilienanlagen</b>	<b>94</b>
<b>3</b>	<b>Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen</b>	<b>95</b>
<b>4</b>	<b>Restriktionen von Immobilienanlagen</b>	<b>97</b>
<b>5</b>	<b>Case Study: Immobilienanlagestrategie eines Versicherungsunternehmens</b>	<b>99</b>
	<b>Referenzen</b>	<b>102</b>
	<b>Über die Autorin</b>	<b>103</b>

# 1 Einleitung

Institutionelle Investoren werden allgemein als Anleger beschrieben, die Gelder für Dritte professionell investieren. Nach dieser weiten Definition lässt sich eine große Bandbreite von Investoren, angefangen von Versicherungsunternehmen über Fondsgesellschaften bis hin zu Stiftungen unter diesem Begriff subsumieren. Auch wenn die professionelle Geldanlage für Dritte als gemeinsamer Nenner gelten kann, so unterscheiden sich diese Investoren jedoch in ihren Zielsetzungen, den Rahmenbedingungen der Kapitalanlage sowie in der inhaltlichen und prozessualen Ausgestaltung ihrer Investitionstätigkeit. Um die Komplexität des Themas zu reduzieren, soll im Folgenden das Immobilienanlageverhalten am Beispiel deutscher Versicherungsunternehmen dargestellt werden.

*Institutionelle Investoren sind eine sehr heterogene Anlegergruppe*

## 2 Attraktivität von Immobilienanlagen

*Versicherungsunter-  
nehmen investieren  
traditionell  
in Immobilien,  
zunehmend auch  
indirekt*

Immobilien zählen traditionell zum Anlagespektrum von Versicherungsunternehmen, und innerhalb dieser Branche insbesondere von Unternehmen, die aus der Natur ihres Geschäftszwecks heraus über sehr lange Zeiträume investieren, wie z. B. Lebensversicherungen und Pensionskassen. Im Fokus standen in der Vergangenheit besonders direkte Anlagen in Immobilien, die sich durch unmittelbares Eigentum an der Immobilie und volle Managementkontrolle charakterisieren lassen. Zunehmend haben sich Versicherungsunternehmen aber in den letzten Jahrzehnten indirekten Immobilienanlagen – etwa in Form von Immobiliengesellschaften, Fondsanteilen oder Immobilienaktien – zugewandt. Darüber hinaus hat die internationale Diversifikation der Investments zur Erweiterung des Universums der Immobilienanlagen beigetragen.

*Anlagen in Immobilien  
warten mit einigen  
Vorteilen auf*

Immobilienanlagen waren und sind für Versicherungsunternehmen attraktiv. Zum einen lassen sich insbesondere mit langfristig vermieteten Bestandsobjekten stetige Erträge über einen langfristigen Anlagehorizont erzielen. Zum zweiten ist die Wertentwicklung von Immobilienanlagen traditionell von geringer Volatilität geprägt. Zudem bieten Immobilienanlagen zumindest partiell einen Schutz vor Wertverlust durch inflationäre Entwicklungen. Im Kontext des gesamten Anlagenportfolios weisen Immobilienanlagen eine niedrige Korrelation mit anderen Anlageklassen auf und unterstützen somit die Diversifikation des Portfoliorisikos. Aus bilanzpolitischer Sicht tragen Wertsteigerungspotenziale und die Fähigkeit zur Reservenbildung zur Attraktivität der Immobilienanlagen bei. Nicht zuletzt nutzen auch heute noch viele Versicherungsunternehmen im Eigentum stehende Immobilien zu betrieblichen Zwecken, obgleich die Eigennutzung von Immobilien als Investitionsargument in den letzten Jahrzehnten an Bedeutung verloren hat.

Die zunehmende Bandbreite von Immobilienanlagen trägt auch dazu bei, die Nachteile klassischer, d. h. direkter Grundstücksinvestitionen, zu überwinden. Indirekte Anlageformen, wie Anteile an Immobilienfonds, bieten den Vorteil der Teilbarkeit, sodass auch kleinere Investoren (wie etwa Pensionskassen) die Vorteile der Immobilie für ihr Kapitalanlagenportfolio nutzen können.

### 3 Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen

Das Anlageverhalten von Versicherungsunternehmen leitet sich aus ihrem eigentlichen Geschäftszweck ab, der sich generell als die Absicherung von Risiken beschreiben lässt. Versicherungsnehmer zahlen laufend gleichmäßige Beiträge ein, um im Schadensfall von der Versicherung eine Leistung zu erhalten. Damit sie diese Leistungen erbringen können, sind Versicherungsunternehmen darauf angewiesen, die eingehenden Versicherungsprämien zu bündeln und rentierlich anzulegen. Zum Schutz der Interessen der Versicherungsnehmer unterliegen Versicherungsunternehmen in Deutschland der staatlichen Aufsicht, die durch das Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (Versicherungsaufsichtsgesetz – VAG) geregelt und durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ausgeübt wird.

*Die Kapitalanlagetätigkeit von Versicherungsunternehmen unterliegt der staatlichen Aufsicht*

Das Versicherungsaufsichtsgesetz schreibt Versicherungsunternehmen in § 54 Abs. 1 vor, das Vermögen zur Absicherung der Versichertenansprüche „unter Berücksichtigung der Art der betriebenen Versicherungsgeschäfte sowie der Unternehmensstruktur so anzulegen, dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität des Versicherungsunternehmens unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht wird“. Neben diesem Grundsatz definiert das Gesetz in § 54 Abs. 2 den Kanon zulässiger Anlageformen, zu denen auch Investitionen in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte zählen. [1]

*Das Gesetz fordert Sicherheit und Rentabilität der Anlagen*

Die Anlagevorschriften für Immobilieninvestitionen werden durch die Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen (Anlageverordnung – AnlV) genauer spezifiziert. Zulässig sind gemäß § 2 Abs. 1 Nr. 14 AnlV Investments in Grundstücken, Grundstücksgesellschaften, REITs sowie Immobilienfonds. Die AnlV regelt auch, dass unter dem Gesichtspunkt der Mischung der Anteil von Immobilien am Vermögen 25 % nicht überschreiten darf (§ 3 Abs. 5 AnlV). Zusätzlich ist nach § 4 Abs. 5 AnlV die Streuung der Einzelinvestments durch eine 10 %-Anteilsgrenze für Grundstücke und Immobilienbeteiligungen bezogen auf das Sicherungsvermögen und sonstige gebundene Vermögen einzuhalten. [2]

*Auch bei Immobilieninvestments sind Anlageformen und -grenzen geregelt*

Die entstandene Vielfalt der indirekten Immobilienanlageformen erschwert die aufsichtsrechtliche Einordnung und führt teilweise

*Deutsche Versicherungsunternehmen investieren deutlich weniger in Immobilienanlagen als gesetzlich erlaubt*

dazu, dass sich Immobilienanlagen aufgrund ihrer Strukturierung nicht mehr der Immobilienquote zurechnen lassen.

Nach den Statistiken der BaFin betrug das Kapitalanlagevermögen deutscher Erstversicherungsunternehmen per Ende Juni 2011 € 1,2 Billionen, wovon 63 % auf Lebensversicherungsunternehmen entfielen. Der Anteil der Immobilienanlagen wird in der Statistik mit 2,2 % im Durchschnitt aller Erstversicherer angegeben. Dieser Prozentwert umfasst allerdings nur Anlagen in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte. Der Anteil indirekter Immobilienanlagen, z. B. in Form von Beteiligungen an Immobiliengesellschaften oder Immobilienfonds, wird durch die Statistik nicht reflektiert, sodass die Quote aller Immobilienanlagen unterschätzt wird. [3] Der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) schätzt den Bestand an direkt und über Fonds gehaltenen Immobilienanlagen deutscher Erstversicherer (ohne Pensionskassen und Pensionsfonds) per 31. 12. 2010 auf € 34,7 Milliarden, wovon rund 36 % auf Immobilienfonds entfallen. Bei einem Gesamtanlagevolumen von rund € 1,0 Billionen ergibt sich somit nach der GDV-Statistik eine Immobilienquote von 3,3 %. [4]

Der Anteil der Immobilienanlagen am Gesamtportfolio deutscher Versicherungsunternehmen bleibt damit deutlich unter der aufsichtsrechtlich vorgegebenen Maximalallokation von 25 % am Gesamtvermögen. Zahlreiche deutsche Versicherungsunternehmen haben sich die Erhöhung der Immobilienquote zum Ziel gesetzt – ein Ziel, das in der Praxis aber in kurzer Frist nicht leicht umzusetzen ist. Dort zeigt sich nämlich, dass weniger die aufsichtsrechtlichen Einschränkungen die Immobilienallokation von Versicherungsunternehmen begrenzen, sondern vielmehr marktseitige und organisatorische Restriktionen.

## 4 Restriktionen von Immobilienanlagen

Anders als bei Investoren, die sich auf Immobilienanlagen spezialisiert haben, repräsentiert die Immobilie bei Versicherungsunternehmen nur eine der zulässigen Anlageformen. Damit befindet sich die Immobilie im Wettbewerb mit anderen Anlageklassen. Dieser Aspekt wurde in der letzten Zeit besonders im Rahmen der Diskussion über die Solvency-II-Richtlinie offenbar, die die Attraktivität von Immobilienanlagen im Vergleich zu anderen Anlagenklassen beeinflussen wird.

*Immobilien stehen im Wettbewerb mit anderen Anlageklassen*

Auch wenn zahlreiche Versicherungsunternehmen eine Erhöhung der Immobilienquote anstreben, besteht die Grundproblematik marktseitig darin, geeignete Immobilieninvestments zu finden, die ein attraktives Rendite-Risiko-Profil aufweisen. Immobilienanlagen sind nach wie vor ein knappes Gut; Suche und Erwerb sind mit hohen Transaktionskosten verbunden. Auch wenn sich die Transparenz der Immobilienmärkte in Europa in den letzten Jahrzehnten verbessert hat, so sind doch die Transaktionskosten durch die höhere Komplexität der Anlagen – insbesondere bei Erwerb von Gesellschaftsstrukturen – und durch die strengeren Anforderungen an die Prüfung von Investments vor Ankauf weiter gestiegen. Das Angebot von Immobilienanlagen, sowohl bei direkten Anlageformen wie auch bei indirekten Fondsanlagen, ist begrenzt und der Wettbewerb um attraktive Immobilienanlagen ist unter den institutionellen Investoren entsprechend groß. Dies gilt insbesondere für sogenannte Core-Investments, d.h. Immobilien mit stabilen Cashflows und geringer erwarteter Wertvolatilität, die von den traditionell risikoavers agierenden Versicherungsunternehmen besonders gesucht werden. Das begrenzte Angebot bei nachfragebedingt hohen Einstandspreisen und in der Konsequenz niedrigen Renditen hat Versicherungsunternehmen gerade in den letzten Jahren häufig im Wettbewerb mit anderen Investorengruppen nicht zum Zuge kommen lassen.

*Das Angebot an attraktiven Immobilieninvestments ist knapp, der Wettbewerb darum entsprechend hart*

Auch um diesen marktseitigen Restriktionen im Heimatmarkt zu entgehen, haben Versicherungsunternehmen ihren Investitionshorizont um Immobilienanlagen im Ausland, vorrangig im Euroraum, erweitert. Die internationale Diversifikation stellt jedoch besondere Anforderungen an die Organisation des Immobilienmanagements. Obgleich sich durch die Auslagerung von Dienstleis-

*Immobilienanlagen sind management- und daher kostenintensiv*

tungen an externe Dritte das Management von Immobilienanlagen flexibel gestalten lässt, sind und bleiben Immobilienanlagen im Vergleich zu anderen Anlageklassen managementintensiv und damit auch mit hohen Verwaltungskosten verbunden. Dies gilt nicht nur für das Management direkter Immobilienanlagen, sondern auch für indirekte Formen, wie z. B. Investments in Immobilienfonds, die neue Herausforderungen an das Beteiligungsmanagement und -controlling stellen.

*Indirekte Immobilienanlagen sind vor allem für kleinere Versicherungsunternehmen zunehmend attraktiv*

Indirekte Immobilienanlagen haben insbesondere für kleinere Versicherungsunternehmen in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen, lassen sich doch mit ihnen eine Reihe von Problemen der direkten Anlage umgehen. Einerseits kann über Beteiligungen das Volumen von Investments unabhängig vom Anlagevolumen der Immobilie bestimmt werden, womit auch mit geringerem Kapitaleinsatz die Beteiligung an Großinvestments möglich wird. Zudem erlauben bestimmte indirekte Anlageformen auch den begrenzten Einsatz von Fremdkapital. Andererseits ermöglichen Investments, z. B. in spezialisierte Fonds, eine Verbesserung der Streuung im Immobilienportfolio und eröffnen gleichzeitig den Zugang zu spezialisiertem Know-how, das sich unternehmensintern häufig nicht darstellen lässt. Die Delegation des Managements an Externe ist ein weiterer Vorteil, der jedoch in der Regel mit einem Verlust an Kontrolle über das Investment einhergeht.

## 5 Case Study: Immobilienanlagestrategie eines Versicherungsunternehmens

Im Folgenden wird die Immobilienanlagestrategie eines Versicherungskonzerns am Beispiel der *Allianz Group* dargestellt. Innerhalb der *Allianz Group* ist *Allianz Real Estate* der Immobilienspezialist und verantwortet das weltweite Immobilieninvestment und Asset-Management für die *Allianz*-Versicherungsgesellschaften. Dabei deckt die Wertschöpfungskette der *Allianz Real Estate* alle Managementaktivitäten ab – vom Ankauf über das Management der Immobilienbestände bis hin zum Verkauf.

*Allianz Real Estate ist der Immobilien-Spezialist der Allianz Group*

Derzeit belaufen sich die Assets unter Management der *Allianz Real Estate* auf rund € 19 Milliarden (Stand Oktober 2011). Zentrales Ziel ist es, den Immobilienanteil innerhalb des Anlageportfolios der *Allianz-Group* von derzeit circa 4 % auf 6 % anzuheben, was einem absoluten Wachstum der Assets unter Management von € 19 auf rund € 30 Milliarden entspricht.

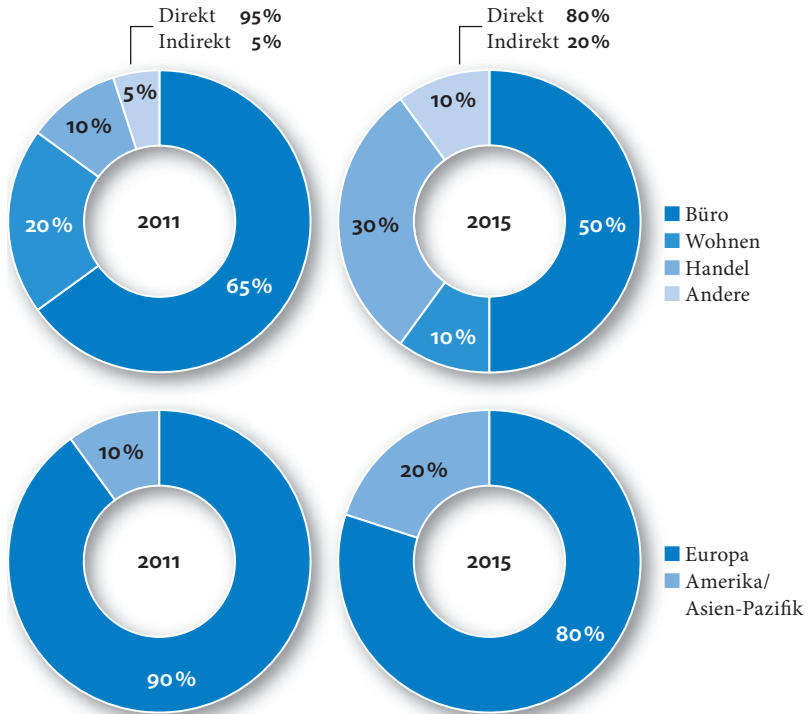
Aktuell sind circa 90 % der Immobilieninvestments in Europa belegen. Mit der Erweiterung des Portfolios wird auch der Ausbau der internationalen Diversifikation auf einen Anteil von 20 % in Immobilienanlagen außerhalb Europas verfolgt. Hinsichtlich der Streuung nach Nutzungsarten soll die Quote der Büro- und Wohnimmobilien zugunsten von Handels- und Logistikimmobilien verringert werden. Mit Blick auf die Anlageform wird angestrebt, den Anteil indirekter Anlagen, im Sinne von Fondsinvestments, von derzeit 5 % auf 20 % zu erhöhen (siehe Abbildung 1, Seite 100). Durch die regionale und sektorale Diversifikation wird eine Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles angestrebt. Zugleich mit der Expansion des Portfolios wird aber auch die Optimierung des Bestandsportfolios stetig fortgesetzt. Hierbei stehen insbesondere die Ertragsoptimierung von Bestandsobjekten und die Abschöpfung von Wertsteigerungen durch den Verkauf von Objekten im Vordergrund.

*Zukünftig höhere Gewichtung von außereuropäischen Investments, Handels- und Logistikimmobilien sowie indirekten Anlageformen*

Voraussetzung für die Neuausrichtung des Portfolios ist auch eine Veränderung der Organisationsstruktur, die sich durch Dezentralisierung und Internationalisierung charakterisieren lässt. Derzeit existieren fünf Management-Einheiten in Deutschland, Frankreich, Italien, USA und Singapur, die für das Asset-Management der Immobilienbestände und die Durchführung von Transaktionen in ihren jeweiligen Regionen zuständig sind. Als Teil einer Matrix-

*Dezentralisierung und Internationalisierung der Organisationsstruktur als Voraussetzung für die Strategieumsetzung*

Abb. 1: Portfoliostruktur der Allianz Real Estate



struktur werden diese regionalen Einheiten durch eine Holding mit Sitz in München und Paris koordiniert.

Auslagerung von Asset-Management bringt externes Know-how, aber auch mehr Risiken

Auch wenn das Asset-Management für einen Großteil des aktuellen Immobilienportfolios intern erbracht wird, erfordert die Anlagestrategie eine Neuorientierung im Hinblick auf die Auslagerung von Managementleistungen. Während innerhalb Europas direkte Anlagen weiterhin das Portfolio dominieren, sind in Amerika und Asien-Pazifik indirekte Investments mit lokalen Partnern die bevorzugte Form. Auf diese Weise lassen sich lokales Know-how und Managementkapazitäten von Partnern gewinnen, die intern nicht verfügbar sind. Auch bei der Investition in Nutzungsarten, die besonderes Know-how erfordern, werden Kooperationen mit Partnern bevorzugt, die z. B. auf das Management von Shopping Centern spezialisiert sind. Mit der Auslagerung von Managementleistungen gehen jedoch auch Risiken einher. Um die Interessenkongruenz zwischen Investor und Managementpartner zu wahren, wird daher die finanzielle Beteiligung des Partners am Investment präferiert.

Aus den genannten strategischen Zielen leitet sich konsequent folgendes Anlageprofil für die *Allianz Real Estate* ab:

*Anlageprofil der  
Allianz Real Estate*

- Investments in liquiden und transparenten Märkten mit langfristigen Wachstumsperspektiven
- Erstklassige Büro- und Einzelhandelsimmobilien in den europäischen Schlüsselmärkten sowie in Asien-Pazifik und Nordamerika
- Fokus auf Immobilienanlagen mit einem Core-Risikoprofil und einem Anlagevolumen ab € 50 Millionen
- Joint Ventures und Co-Investments mit Partnern, die im jeweiligen Marktsegment führend sind
- Fondsinvestitionen in spezialisierte Nutzungsarten (z.B. Logistik)
- Zusätzlich auch Finanzierungen von Immobilienanlagen erster Bonität

Mit diesem Anlageprofil steht *Allianz Real Estate* in starkem Wettbewerb mit anderen deutschen und internationalen institutionellen Investoren – ein Umstand, der insbesondere die Geschwindigkeit beschränkt, mit der sich die Strategie umsetzen lässt. Denn als langfristiger Investor muss sich das angestrebte Wachstumsziel für das Immobilienportfolio dem Primat einer nachhaltigen und im Vergleich mit anderen Anlageklassen attraktiven – d. h. dem Risiko angemessenen – Rendite unterordnen.

*Nachhaltige Rendite-  
erzielung hat Vorrang  
vor Wachstumsziel*

## Referenzen

- [1] Versicherungsaufsichtsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. 1993 I S. 2), zuletzt geändert durch Artikel 3 des Gesetzes vom 1. März 2011 (BGBl. I S. 288)
- [2] Anlageverordnung vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), zuletzt geändert durch Artikel 1 der Verordnung vom 11. Februar 2011 (BGBl. I S. 250)
- [3] BaFin, Statistik zu den Kapitalanlagen der Erstversicherungsunternehmen 2. Quartal 2011, Stand: 26. 9. 2011
- [4] Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V., Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2011

## Über die Autorin



**Dr. Victoria Walbröhl** studierte Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel und schloss dort 2001 auch ihre Dissertation zum Thema „Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger – eine Untersuchung am Beispiel

deutscher Versicherungsunternehmen und Pensionskassen“ ab. Seitdem hat sie sich auf das Immobilien-Portfoliomanagement bei institutionellen Investoren spezialisiert.

Ihre beruflichen Stationen umfassen Tätigkeiten für *MEAG Real Estate Management* in München, *LaSalle Investment Management* in Paris und *Union Investment Real Estate* in Hamburg. Seit 2008 ist sie Leiterin des Portfolio-Managements bei *Allianz Real Estate* in München. Dr. Walbröhl ist Mitglied der Royal Institution of Chartered Surveyors (MRICS).

# Anlageverhalten institutioneller Investoren in Österreich

Mag. Christoph Roiser  
Bereich Immobilienanlagen,  
Vienna Insurance Group AG

*Immobilienveranlagungen stellen einen integralen Bestandteil der Veranlagungsstrategie von Versicherungsunternehmen dar. Sie sichern langfristig die Cashflow-Position in der Veranlagung, sind inflationsresistent und bieten neben der reinen Mietertragsrendite weiters die Möglichkeit, durch die Wertsteigerung stille Reserven zu bilden.*

*Die aktuellen und zukünftigen Immobilienstrategien österreichischer Versicherungsunternehmen sind Schwerpunkt des nachfolgenden Beitrages.*

# Inhalt

<b>1 Immobilien als Teil der Kapitalanlage von Versicherungen</b>	107
1.1 Historische Entwicklung der Kapital- und Immobilienanlagen	107
1.2 Rahmenbedingungen für Kapitalanlagestrategien	110
<b>2 Immobilienstrategie für ein Versicherungsunternehmen</b>	113
<b>3 Transformation von direkten in indirekte Immobilienanlagen</b>	120
<b>4 Herausforderungen bei der Strategieumsetzung</b>	124
<b>5 Zusammenfassung</b>	127
<b>Referenzen</b>	128
<b>Über den Autor</b>	129

# 1 Immobilien als Teil der Kapitalanlage von Versicherungen

## 1.1 Historische Entwicklung der Kapital- und Immobilienanlagen

War früher die Immobilienanlage meist auf eine überschaubare Anzahl eigengenutzter Liegenschaften und einiger weniger handverlesener Repräsentationsimmobilien in bester Lage beschränkt, hat sich die Immobilie im Lauf der Zeit zu einer wichtigen Ergänzung im Veranlagungsmix von institutionellen Anlegern und damit auch von Versicherungsunternehmen entwickelt.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Anlagequote der österreichischen Versicherungsunternehmen über die letzten Jahre.

Bemerkenswert ist hierbei die CAGR (*Compound annual growth rate*, jährliche Wachstumsrate) auf der Aktivseite der Versicherer zwischen den Jahren 2002 und 2010 i. H. v. 8,9 %. Dies impliziert,

*Immobilien als wichtige Ergänzung im Veranlagungsmix*

### Entwicklung der Kapitalanlagen der österreichischen Versicherer in 1.000 €

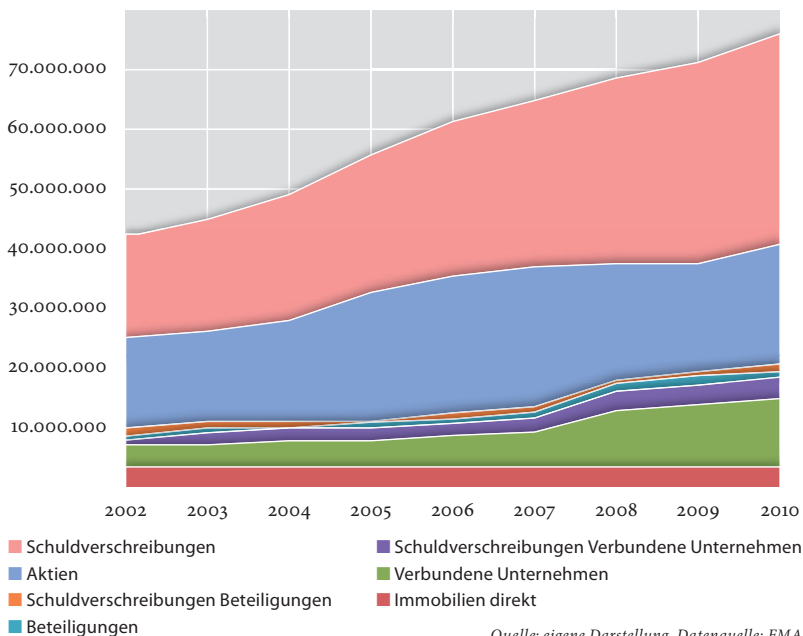


Abb. 1: Entwicklung der Kapitalanlagen der österreichischen Versicherer

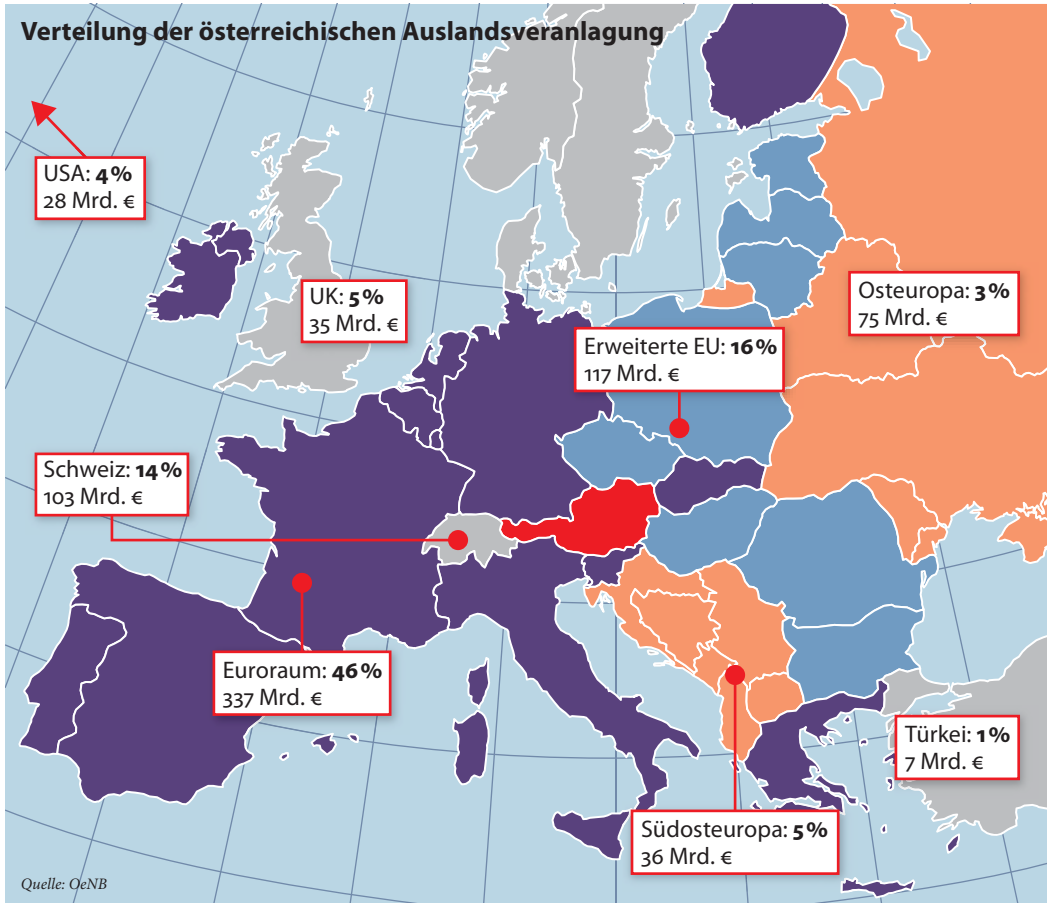


Abb. 2: Verteilung der österreichischen Auslandsveranlagung ▲

Stärkere Diversifikation in den Anlageklassen

Steigende Bedeutung der Auslandsanlage

dass neben der durch das Unternehmenswachstum (Unternehmensbeteiligungen) bedingten Kapitalbindung jährlich Milliardenbeträge über alle Anlageklassen neu veranlagt werden.

Generell ist eine stärkere Diversifikation in den einzelnen Anlageklassen festzustellen. Aus der Abbildung 1 gehen sowohl der Trend in Richtung *Fixed-Income*-Veranlagungen (Schuldverschreibungen, Anleihen) als auch eine verstärkte (Auslands-)Expansion der österreichischen Versicherungsunternehmen (Anteile an verbundenen Unternehmen) und ein relativ konstantes Volumen der direkten Immobilienveranlagungen hervor.

Die Risikodiversifikation in den Kapitalanlagen zeigt sich nicht nur in der Veranlagung in unterschiedlichen Assetklassen, sondern auch in der geografischen Streuung. War 1999 noch rund ein Viertel des österreichischen Kapitalvermögens im Ausland angelegt, betrug der Wert 2009 bereits rund ein Drittel.

Abbildung 2 (Seite 108) zeigt die regionale Verteilung der österreichischen Auslandsveranlagungen. Rund 60 % des Auslandvermögens sind hierbei in Euro veranlagt, weitere 15 % in Schweizer Franken und 10 % in US-Dollar.

Im Bereich der Immobilienveranlagung haben neben der Direktveranlagung verstärkt auch Immobilienfonds (geschlossene und Spezialfonds) und Projektfinanzierungen bei Immobilienentwicklungen zugenommen.

Obwohl alle großen Versicherungsunternehmen seit Ende 2008 die steigende Bedeutung der Immobilienveranlagung betonen, wiesen die österreichischen Versicherer zum 2. Quartal 2011 eine um 0,77 % niedrigere Immobilienquote als im Vergleichszeitraum des Vorjahres aus. Die gesamte Immobilienquote lag somit bei 6,55 % (vgl. FMA neu [1] [17]).

*Immobilienquote  
bei 6,5 %*

Dies kann bereits als antizyklische Reaktion auf die niedrigen Ankaufsrenditen aufgrund der hohen Immobiliennachfrage aus dem privaten Bereich und auf sogenannte Mitnahmeeffekte (Verkauf von Anlagevermögen bei günstiger Marktlage) gedeutet werden. Die hohe Nachfrage aus dem privaten Bereich ist indessen u. a. durch niedrige Zinssätze im Euroraum bedingt. So lag der Leitzinssatz zwischen Mai 2009 und April 2011 bei 1 % und seit 7. April 2011 liegt er bei 1,25 %. Dies bedeutet für Unternehmenskredite einen Durchschnittszinssatz von 2,31 % und für Kredite an private Haushalte 2,99 %. Die privaten Haushalte in Österreich verschuldeten sich im Jahr 2010 um zusätzliche 1,6 Mrd. €, vor allem für die Wohnbaufinanzierung (vgl. OeNB [2]).

*Niedrige Ankaufs-  
renditen*

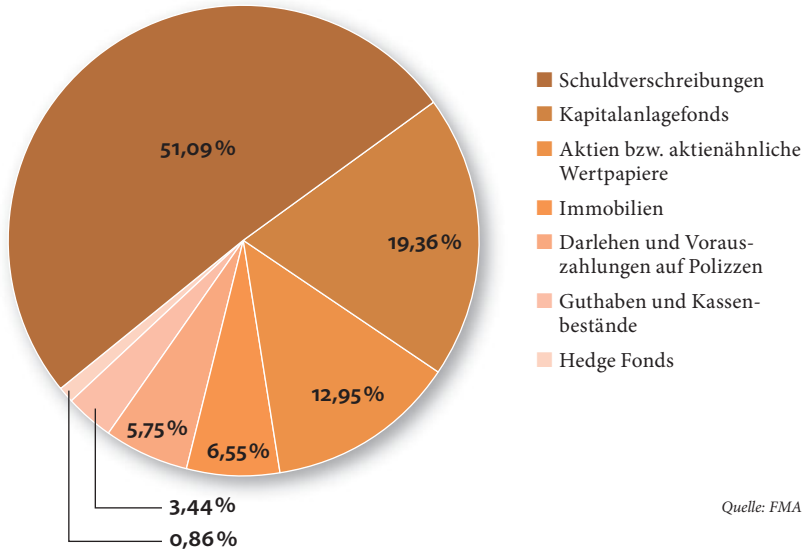
Wie aus Abbildung 3 (Seite 110) hervorgeht, ist der Veranlagungsmix der österreichischen Versicherer durch ein eher konservatives Veranlagungsverhalten mit einem hohen Anteil an festverzinslichen Anlageformen gekennzeichnet. Die Kernaktienquote (Aktien notiert, Aktienfonds und Aktienrisiko in gemischten Fonds) liegt seit dem Jahr 2008 bei rund 4 % (vgl. FMA neu [3] [19]) und somit unter der Immobilienquote. Abbildung 3 stellt hier die erweiterte Aktienquote (zusätzlich nicht notierte Aktien, strukturierte Schuldverschreibungen ohne Kapitalgarantie und strukturierte Darlehen ohne Kapitalgarantie) dar.

*Konservatives Ver-  
anlagungsverhalten*

Mit der zunehmenden internationalen Finanzverflechtung (steigende Internationalisierungsquote, Anteil der Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Gläubigern und Schuldern in Drittstaaten), die erstmalig und nur im Jahr 2009 rückläufig war (vgl.

Abb. 3: Asset Allocation  
der österreichischen  
Versicherer

**Asset Allocation 2. Quartal 2011**



OeNB [4]), stieg auch die Anzahl der verfügbaren Anlagevehikel (z. B. Fonds in Fondskonstruktionen). Diesem Umstand wurde auch durch die Neufassung des Investmentfondsgesetzes 2011 Rechnung getragen.

## 1.2 Rahmenbedingungen für Kapitalanlagestrategien

Versicherungsaufsichtsgesetz als gesetzliche Grundlage

Den rechtlichen Rahmen für die Kapitalveranlagung von Versicherungsgesellschaften gibt in Österreich das Versicherungsaufsichtsgesetz VAG vor. Die Veranlagungsrichtlinien des VAG gelten für die Kapitalanlagen, die der Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen (Deckungsstockwerte und Deckungswerte für die sonstigen versicherungstechnischen Rückstellungen) dienen. Um auf die Erfordernisse und Entwicklungen auf den Kapitalmärkten rasch reagieren zu können, erfolgt die Ausgestaltung nach zulässigen Anlageklassen und Veranlagungsgrenzen je Anlageklasse im Rahmen der Kapitalanlageverordnung KAVO.

Kapitalanlageverordnung KAVO

Die Nutzung vielfältiger Anlagemöglichkeiten ist hierbei vom Gesetzgeber und von der Versicherungsaufsicht ausdrücklich gewünscht. § 78 VAG legt den Rahmen der zulässigen Kapitalanlagen fest, der in der KAVO konkretisiert wird.

§ 1 KAVO verlangt vom Versicherungsunternehmen explizit die Wahrung einer angemessenen Mischung und Streuung der Kapitalanlagen. So soll sowohl die Konzentration auf einzelne Anlageklassen als auch auf einzelne Emittenten durch die vorgegebenen Anlagegrenzen ausgeschlossen werden.

*Mischung und  
Streuung der Kapital-  
anlagen*

Die typischen Immobilienveranlagungen eines Versicherungsunternehmens finden sich in der KAVO in folgenden Paragraphen:

- § 2 Abs. 1 Z. 5 lit. a bis d, die die direkten Immobilienanlagen, die indirekte Immobilienanlage über Besitzgesellschaften und die Kreditfinanzierung dieser Besitzgesellschaften umfasst. Auch in einem öffentlichen Buch eingetragene liegenschaftsgleiche Rechte wie Baurechte oder Superädifikate fallen in diese Kategorie.
- § 2 Abs. 1 Z. 3 lit. c: Anteile an Immobilien-Investmentfonds gemäß Immobilien-Investmentfondsgesetz und Anteile an Immobilien-Investmentfonds und Immobilien-Investmentspezialfonds, die von einer Kapitalanlagegesellschaft mit Sitz in einem anderen Vertragsstaat verwaltet werden und einer öffentlichen Aufsicht unterliegen.
- § 2 Abs. 1 Z. 2 lit. a bis d: Aktien und andere Anteilsrechte und Forderungen mit Eigenmittelcharakter, somit auch börsennotierte und nicht börsennotierte Immobilien-AGs, solange sie kurzfristig veräußert werden können.

Die jeweiligen Anlagegrenzen je Anlageklasse werden im § 3 KAVO einzeln angeführt. Für die ersten beiden angeführten Anlageklassen Immobilienbesitz (direkt und indirekt) und Immobilienfonds können jeweils 10 % auf das Deckungserfordernis angerechnet werden. Bei der Anlageklasse Aktien und andere Anteilsrechte von nicht börsennotierten Unternehmen beträgt die Anrechnungsgrenze z. B. 1 %. Das Konzentrationsrisiko ist über Anrechnungsgrenzen je Gesellschaft/Emittenten über alle Anlageklassen geregelt (vgl. Immo-InvFG [5], KAVO [6], vAG [7] und Fink in Schäfer/Cozen [8]).

*Anlagegrenzen je  
Anlageklasse*

Die Kapitalanlageverordnung wird voraussichtlich durch die für 2013 geplante Solvency-II-Richtlinie in nationales Recht umgesetzt werden.

*Solvency-II-Richtlinie*

Neben den gesetzlichen Vorschriften des vAG geben aber auch aufsichtsrechtliche Auflagen der Finanzmarktaufsicht den Rahmen für mögliche Veranlagungsarten vor.

Die in Österreich registrierten Fonds sind in Abbildung 4 (siehe Seite 112) dargestellt.

Abb. 4: Anzahl  
der in Österreich  
zugelassenen Fonds  
nach Fondskategorien,  
Quelle: FMA

Inländische Fonds	2006	2007	2008	2009	2010
§ 20 InvFG	1.059	1.133	1.148	1.127	1.131
§ 20a InvFG	265	305	301	248	215
§ 20a InvFG > 10% Anteile an Organismen für gem. Anlagen	159	189	182	138	136
§23a InvFG	8	7	3	3	3
§23a ff InvFG iVm §§ 108g ff EStG	16	19	21	21	19
Immobilien-Fonds	5	5	7	7	6
Spezialfonds	704	703	699	690	641
§ 20b InvFG	3	3	3	4	5
<b>Gesamt</b>	<b>2.221</b>	<b>2.364</b>	<b>2.364</b>	<b>2.238</b>	<b>2.158</b>
Ausländische Fonds					
§ 30 InvFG	90	83	67	39	34
§ 36 InvFG	4.153	4.874	5.392	5.089	5.333
§ 30 Immo-InvFG	4	5	6	8	4
<b>Gesamt</b>	<b>4.247</b>	<b>4.962</b>	<b>5.465</b>	<b>5.136</b>	<b>5.371</b>

Änderung in der  
Zuordnung durch  
Investmentfondsgesetz

Durch das Investmentfondsgesetz in der Fassung BGBl. I Nr. 77/2011, das mit 1. September 2011 in Kraft getreten ist, haben sich folgende Änderung in der Zuordnung ergeben:

- § 20 Fonds, nun § 2 ff Organismen zur gemeinsamen Veranlagung in Wertpapieren (OGAW)
- § 20a Sondervermögen (Dachfonds), nun § 166
- § 23a Pensionsinvestmentfonds, nun § 168
- § 30 ausländische Kapitalanlagefondsanteile, nun § 181
- § 36 EWR-Kapitalanlagefondsanteile, nun unter § 2 ff subsumiert

Spezialfonds als  
Immobilienver-  
anlagung

Die Anzahl der in- und ausländischen „offenen“ Immobilienfonds in Österreich im Vergleich zur Gesamtanzahl der verfügbaren Fonds ist äußerst gering. Die überwiegende Anzahl der Immobilienveranlagung in Fonds wird hier in Spezialfonds (nicht öffentlich, begrenzte Anzahl an Investoren mit einer Mindestveranlagung von typischerweise rund 10 Mio. €) nach InvFG umgesetzt.

## 2 Immobilienstrategie für ein Versicherungsunternehmen

Bei Kapitalanlagen von Versicherungen haben Immobilien seit jeher eine wesentliche Rolle gespielt. Im Lauf der Zeit haben sich die Anlagestrategien im Immobilienbereich jedoch ständig weiterentwickelt. Standen anfangs noch überwiegend Liegenschaften an den Hauptstandorten der Unternehmen als direkte Immobilienanlage im Fokus der Strategie, so entstand mit dem Wachstum der Unternehmen eine breite Streuung, sowohl hinsichtlich der geografischen Lage und der Immobilienarten als auch der direkten und indirekten Anlagestrukturen.

*Wesentliche Rolle der Immobilien bei Kapitalanlagen*

Die maßgeblichen Kriterien für Immobilienveranlagungen haben indessen von Anfang an Sicherheit, Inflationsschutz, Wertstabilität und das Erzielen stabiler Cash-flows gebildet.

*Kriterien für Immobilienveranlagungen*

Aus diesen Prämissen könnte folgende allgemeine Strategie abgeleitet werden:

Bei der direkten Immobilienanlage und der indirekten Immobilienanlage über Besitzgesellschaften sollten folgende Kriterien bei Investitionsentscheidung berücksichtigt werden:

- Risikoklassen Core, Core+, sehr gute und gute Lagen
- Sonderimmobilien nur im Rahmen der Projektfinanzierung oder in Fonds
- Mietermix (möglichst kein Single-Tenant-Risiko)
- Ausreichende Restlaufzeit der Mietverträge
- Nachhaltige Objekte, gute Qualität der Bausubstanz
- Betriebskosteneffizienz (Verhältnis Allgemeinflächen zur Nutzfläche, Nutzung alternativer Energiequellen wie Geothermie)
- Flexibilität bei der Nachverwertung (z. B. kleinteilige Vermietung, Umbau Büro in Wohnungen möglich)
- Wertsteigerungspotenzial

Exemplarisch für das Wertsteigerungspotenzial sind im Folgenden die durchschnittliche Wertsteigerung und die durchschnittliche Rendite im Bereich der Wohnimmobilien in Wien in Abbildung 5 und 6 (siehe Seite 114) dargestellt.

*Wertsteigerungspotenzial bei Immobilien*

Bei der indirekten Immobilienanlage über Fonds, Aktien und andere Anteilsrechte könnte eine Strategieformulierung wie folgt lauten:

*Indirekte Immobilienanlage über Fonds*

Abb. 5: Durchschnittliche Wertsteigerung von Wohnungen (kein Erstbezug) in Wien

Durchschnittliche Wertsteigerung Wohnungen (kein Erstbezug) in Wien																						
Wien	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Steigerung p.a.
1010	1.250	1.488	1.701	1.924	2.011	1.938	1.962	1.942	1.880	1.817	1.791	2.217	2.122	2.408	2.380	2.404	2.443	2.758	2.700	2.733	2.813	4,1%
1020	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.301	1.325	1.165	1.202	1.210	1.237	1.366	1.384	1.422	1.458	3,0%
1030	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.361	1.293	1.428	1.475	1.348	1.374	1.484	1.461	1.472	1.557	3,3%
1040	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.508	1.569	1.397	1.326	1.425	1.434	1.508	1.436	1.504	1.652	3,6%
1050	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.344	1.347	1.338	1.206	1.246	1.282	1.383	1.408	1.439	1.613	3,5%
1060	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.277	1.366	1.508	1.395	1.364	1.354	1.507	1.543	1.514	1.771	4,0%
1070	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.410	1.400	1.275	1.261	1.339	1.383	1.587	1.545	1.548	1.569	3,4%
1080	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.472	1.588	1.535	1.403	1.586	1.561	1.660	1.600	1.533	1.750	3,9%
1090	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.483	1.514	1.317	1.392	1.395	1.439	1.582	1.544	1.525	1.670	3,7%
1100	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.085	1.198	1.136	1.100	1.157	1.211	1.171	1.143	1.143	1.036	3,0%
1110	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.235	1.311	1.250	1.220	1.170	1.128	1.135	1.165	1.138	1.223	3,8%
1120	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.280	1.333	1.276	1.301	1.275	1.242	1.213	1.238	1.252	1.205	3,8%
1130	1.250	1.488	1.701	1.924	2.011	1.938	1.962	1.942	1.880	1.817	1.791	1.533	1.755	1.751	1.701	1.519	1.618	1.703	1.721	1.681	1.872	2,0%
1140	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.478	1.290	1.425	1.383	1.410	1.483	1.482	1.424	1.387	1.449	2,9%
1150	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.188	1.291	1.250	1.293	1.169	1.125	1.190	1.209	1.177	1.160	1,8%
1160	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.235	1.305	1.146	1.138	1.122	1.114	1.265	1.250	1.227	1.307	2,4%
1170	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	1.404	1.195	1.300	1.248	1.250	1.253	1.385	1.371	1.444	1.550	3,3%
1180	1.250	1.488	1.701	1.924	2.011	1.938	1.962	1.942	1.880	1.817	1.791	1.552	1.748	1.773	1.671	1.567	1.632	1.834	1.826	1.809	1.829	1,9%
1190	1.488	1.701	1.924	2.011	2.011	1.938	1.962	1.942	1.880	1.817	1.791	1.739	1.867	1.770	1.762	1.626	1.708	1.802	1.819	1.838	1.905	2,1%
1200	811	981	1.228	1.356	1.433	1.405	1.417	1.430	1.372	1.310	1.288	963	1.090	1.223	1.135	1.050	1.102	1.261	1.230	1.179	1.263	2,2%
1210	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.125	1.118	976	1.058	1.043	1.067	1.147	1.174	1.184	1.209	3,8%
1220	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.266	1.174	1.013	1.000	1.027	1.046	1.127	1.179	1.186	1.248	3,9%
1230	576	692	836	947	1.022	1.044	1.044	1.064	1.026	967	954	1.235	1.183	1.300	1.330	1.215	1.283	1.350	1.340	1.375	1.400	4,5%
gesamt	826	994	1.208	1.348	1.426	1.403	1.415	1.424	1.370	1.309	1.289	1.372	1.408	1.390	1.364	1.344	1.370	1.474	1.466	1.466	1.544	3,2%

Quelle: Immobilienpreisspiegel, WKO

## Durchschnittliche Rendite auf Wohnimmobilien Wien

Wien	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1010	7,7%	7,4%	6,4%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	5,1%	5,5%	4,7%	4,4%	4,0%	4,0%	4,0%	4,1%	3,7%	4,1%	4,3%
1020	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	4,8%	5,3%	5,5%	5,5%	5,7%	5,2%	5,2%	5,8%
1030	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,9%	5,2%	5,1%	4,5%	4,8%	5,3%	5,6%	5,3%	5,5%	5,9%
1040	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	4,6%	3,9%	4,4%	4,2%	4,9%	5,4%	4,9%	5,3%	5,5%
1050	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,1%	4,5%	4,6%	5,5%	5,3%	5,1%	4,9%	5,0%	5,4%
1060	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,5%	4,8%	4,4%	5,3%	5,4%	5,9%	5,1%	5,2%	5,9%
1070	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,7%	5,2%	4,6%	5,2%	5,9%	5,8%	5,8%	5,1%	5,3%	5,5%
1080	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,4%	5,0%	4,3%	4,3%	5,1%	4,6%	5,0%	4,5%	5,0%	5,4%
1090	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,8%	4,8%	5,2%	5,9%	5,5%	5,6%	5,7%	4,9%	5,2%	5,6%
1100	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	7,2%	5,9%	5,3%	5,7%	6,2%	5,7%	5,2%	5,7%	6,0%	6,5%
1110	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	7,2%	5,4%	5,3%	5,3%	5,5%	5,4%	5,2%	5,7%	5,9%	6,1%
1120	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	7,2%	5,1%	4,3%	4,6%	4,7%	4,8%	5,2%	5,3%	5,9%	6,1%
1130	7,7%	7,4%	6,4%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	5,1%	3,9%	4,5%	4,3%	4,2%	4,3%	4,9%	5,1%	4,7%	4,8%	5,1%
1140	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,6%	4,9%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	4,7%	4,6%	5,0%	5,3%
1150	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	4,8%	4,9%	4,6%	5,3%	4,8%	5,3%	5,9%	5,4%	5,5%	5,9%
1160	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,3%	5,4%	4,6%	5,3%	5,5%	5,3%	5,9%	5,4%	5,5%	5,9%
1170	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,5%	5,2%	5,8%	5,1%	5,2%	5,2%	5,4%	4,9%	5,0%	4,8%
1180	7,7%	7,4%	6,4%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	5,1%	4,4%	5,7%	4,7%	4,5%	4,8%	5,2%	5,2%	4,4%	4,4%	4,8%
1190	7,7%	7,4%	6,2%	5,3%	5,1%	5,0%	4,8%	4,9%	4,9%	5,1%	4,5%	7,4%	4,3%	4,5%	4,8%	5,2%	5,2%	4,6%	4,8%	5,0%
1200	7,0%	7,1%	6,2%	5,7%	5,5%	4,9%	4,9%	4,9%	5,1%	5,3%	5,6%	6,0%	5,5%	5,9%	6,0%	6,1%	5,7%	5,1%	5,5%	5,7%
1210	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	7,4%	6,0%	5,5%	6,3%	6,0%	6,2%	6,4%	6,0%	6,0%	6,0%
1220	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	7,0%	5,7%	5,4%	6,0%	6,2%	6,3%	6,3%	6,0%	5,9%	6,0%
1230	7,8%	8,3%	7,0%	6,2%	5,7%	5,4%	5,4%	5,3%	5,3%	5,6%	8,1%	6,1%	5,6%	5,2%	4,8%	5,3%	5,3%	5,2%	5,3%	5,4%
<b>gesamt</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,4%</b>	<b>6,4%</b>	<b>5,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,2%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,2%</b>	<b>5,5%</b>

Quelle: Immobilienpreisspiegel, WKO

Abb. 6: Durchschnittliche Rendite auf Wohnimmobilien in Wien

- Die möglichst volle Handlungsfähigkeit als Investor gewährleisten
- Keine bis geringe zusätzlichen Immobilienmanagement-Kapazitäten benötigen
- Keine zusätzlichen Immobilienverwaltungs-Kapazitäten intern aufbauen

Bei Spezialfonds kann es sinnvoll sein, dass der Fondsverwalter ebenfalls im Fonds investiert ist (z. B. mit 10 % des Volumens), um gleichlaufende Interessen sicherzustellen. Zudem ist bei der Veranlagung in Spezialfonds prinzipiell darauf zu achten, dass die Mitinvestoren ähnliche Interessen verfolgen. Dies bezieht sich sowohl auf die geplante Investitionsdauer (wie lange Objekte gehalten werden sollen) als auch auf die Objektauswahl (z. B. moderne Architektur versus Industriebauwerke).

*Interessenübereinstimmung mit Mitinvestoren*

Die Erfahrung zeigt, dass die größte Interessenübereinstimmung mit Mitinvestoren aus denselben Branchen (z. B. Versicherungsunternehmen) mit einer gewissen räumlichen Nähe (z. B. Süddeutschland, Schweiz, Österreich) gegeben ist.

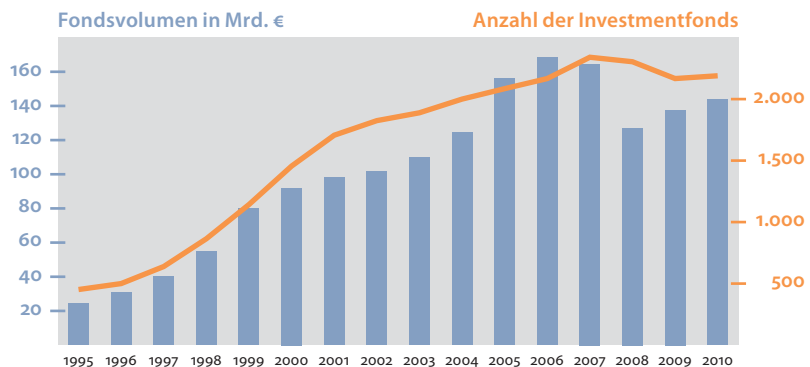
Bei Immobilienfonds ist eine unbeschränkte Laufzeit (*evergreen*), die mit einer Mehrheit der Investoren aufgekündigt werden kann, zu bevorzugen, damit der Fonds in schlechten Konjunkturlagen nicht abverkaufen muss.

*Steigerung der Fondsanzahl und -volumina*

Über die letzten Jahre sind das verwaltete Fondsvolumen (gesamtes Fondsvolumen inkl. Immobilienfonds und Spezialfonds) sowie die Anzahl der Fonds stark gestiegen (siehe Abbildung 7). Eine mögliche Strategie bei der Veranlagung in Immobilienfonds ist ein

*Abb. 7: Entwicklung der Fondsvolumen und Anzahl in Österreich*

### Entwicklung der Fondsvolumen und Anzahl in Österreich



Quelle: OeNB

Veranlagungsmix mittels Investition in mehrere Fonds mit unterschiedlichen Nutzungsarten der Immobilien (z. B. Logistik, Handel, Büro) und unterschiedlichen Marktschwerpunkten (z. B. Nord-europa, Deutschland, Zentral- und Osteuropa).

Vergleicht man die Akquisitionskosten (z. B. Due-Diligence-Kosten, Vertragserrichtung, Steuern und Abgaben, laufende Verwaltungskosten) von Fondsgesellschaften, ist abzuwägen, ob die Eigenverwaltung eines Fonds durch das Versicherungsunternehmen selbst effizienter gestaltet werden kann.

Im Rahmen der Risikobetrachtung bei den Immobilienveranlagungen können folgende Risiken unterschieden werden:

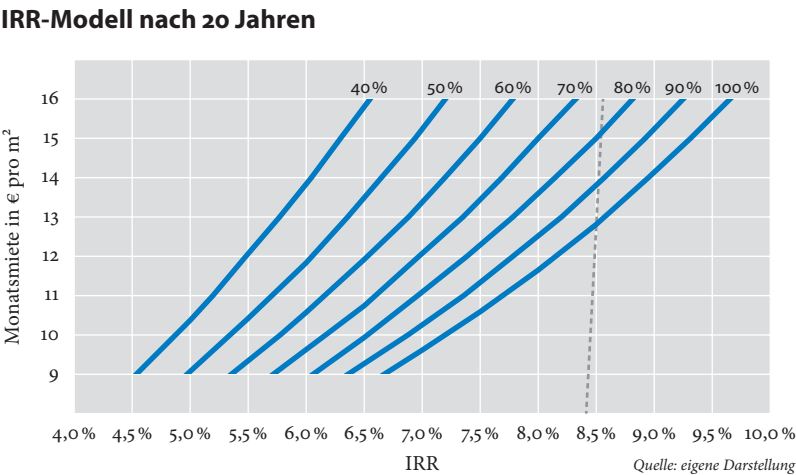
*Risiken bei der Immobilienveranlagung*

- Die **systematischen Risiken** (Zinsen, Inflation und Länderrisiko) können bei der Immobilienveranlagung durch eine Risikostreuung über Standorte und Nutzungsarten sehr gut reduziert werden.
- **Marktrisiko:** Verlagerung von Büro- und Produktionsstandorten ganzer Branchen, Entwicklungen im Konsumverhalten (z. B. Shopping Malls statt Einkaufspassagen). Wohnimmobilien unterliegen sehr geringen Volatilitätskoeffizienten. Büroimmobilien weisen eine hohe Korrelation von Büroflächennachfrage und allgemeiner Konjunktur auf.
- **Operationelles Risiko:** Fondsverwaltung, Substanzerhalt, optimale Bewirtschaftung (z. B. Mietpreisfestsetzung). Bei der Mietpreisfestsetzung ist der *Trade-off*, d. h. das Abwägen der optimalen Mietpreisgestaltung im Verhältnis zu einem daraus möglicherweise resultierenden Leerstand, zu beachten.

Abbildung 8 (Seite 118) veranschaulicht das Verhältnis von Mietpreis und Leerstand in Relation zu einer IRR (*internal rate of return*) unter der Annahme, dass sich der Verkaufswert der Immobilie überwiegend auf dem zum Verkaufszeitpunkt geltenden Mietpreisniveau, Vermietungsgrad und der Restmietlaufzeit (Ertragswertmethode) errechnet. In dem Beispiel ist der IRR bei einem Vermietungsgrad von 80 % und einer Miete von 15 €/m<sup>2</sup> gleich wie bei einem Vermietungsgrad von 90 % und einer Miete von 13,80 €/m<sup>2</sup>. Bei mehreren Anlageobjekten auf einem Teilmarkt kann es daher zielführend sein, das Mietniveau in Einzelobjekten höher zu belassen, auch wenn dadurch keine Vollvermietung möglich ist. Das Immobilienportfolio dieses Teilmarkts wird somit in Summe bes-

*Verhältnis von Mietpreis und Leerstand*

Abb. 8: IRR im Verhältnis Vermietungsgrad zu Durchschnittsmiete



sere Renditen erwirtschaften, da keine oder lediglich eine geringere Mietpreiskannibalisierung zwischen den einzelnen Objekten stattfindet.

Da sowohl für die Lagebeurteilung, die Mietpreisniveaus und die Mieterbonität lokales Know-how unerlässlich ist, empfiehlt es sich, bei Immobilieninvestitionen in Länder zu investieren, die ebenfalls zu den jeweiligen Versicherungsmärkten des Unternehmens zählen (vgl. Abbildung 9).

Abb. 9: Auslandsaktivitäten der österreichischen Versicherer, Quelle: FMA

	VIG	Uniq	GraWe	Merkur	Wüstenrot	Victoria	ARAG
Westeuropa							
Deutschland							
Italien							
Liechtenstein							
Luxemburg							
Schweiz							
CESEE-Länder							
Albanien							
Bosnien-Herzegowina							
Bulgarien							
Estland							
Georgien							
Kosovo							
Kroatien							

	VIG	Uniq	GraWe	Merkur	Wüstenrot	Victoria	ARAG
Mazedonien	■	■	■				
Moldawien			■				
Montenegro	■	■	■	■			
Polen	■	■					
Rumänien	■	■	■				
Russland	■	■					
Serbien	■	■	■	■			
Slowakei	■	■			■	■	
Slowenien			■	■			
Tschechien	■	■			■	■	■
Türkei	■						
Ukraine	■	■	■				
Ungarn	■	■	■			■	
Weißrussland	■						
Zypern			■				

### 3 Transformation von direkten in indirekte Immobilienanlagen

*Immobilienveranlagung mit höheren Ertragsmöglichkeiten*

Betrachtet man die Veranlagungsstrategie der österreichischen Versicherungen über die letzten Jahre, ist ein Trend hin zu regionaler (geografischer) Diversifikation und zu einer Diversifikation in unterschiedliche Anlageformen zu beobachten. Ebenso zeichnet sich in den Immobilienstrategien eine Abkehr von ausschließlich niedrigen Risikoklassen hin zu höheren Ertragsmöglichkeiten ab.

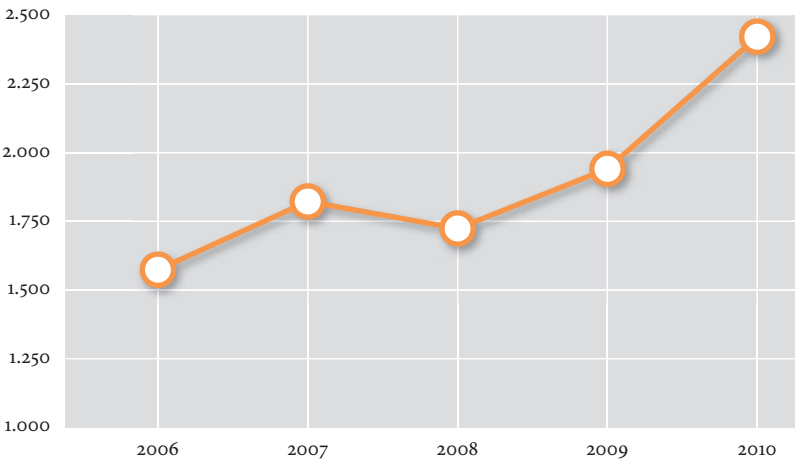
*Höhere Risikoklassen*

In der Nachkriegszeit konzentrierte sich die Veranlagung im Immobilienbereich vorwiegend auf Wohnimmobilien in der Stadt des Unternehmenssitzes ergänzt um eigengenutzte Geschäftsflächen. Im Lauf der Zeit entwickelte sich ein Anlageverhalten, das neben den sicheren Core-Immobilien auch ergänzende Anlagen in höheren Risikoklassen (Core+, Value Add, Opportunistic) in Betracht zieht. Zu Wohnimmobilien kamen Büroimmobilien, Gewerbeflächen und Logistik hinzu. Zu Einzelobjektgrößen bis zu 5.000 m<sup>2</sup> kamen Immobilien mit mehreren 10.000 m<sup>2</sup> Mietfläche hinzu und der Investitionsfokus erweiterte sich von Hauptstädten auf Zweit- und Drittlagen.

Um das durch die gestiegenen Objektgrößen ebenfalls gestiegene Risiko (Fungibilität der Einzelobjekte) zu vermindern und auch um neue Märkte, auf denen bislang keine lokale Expertise vorhanden

**Fondsvermögen der österreichischen Immobilienfonds**  
in Mio. €

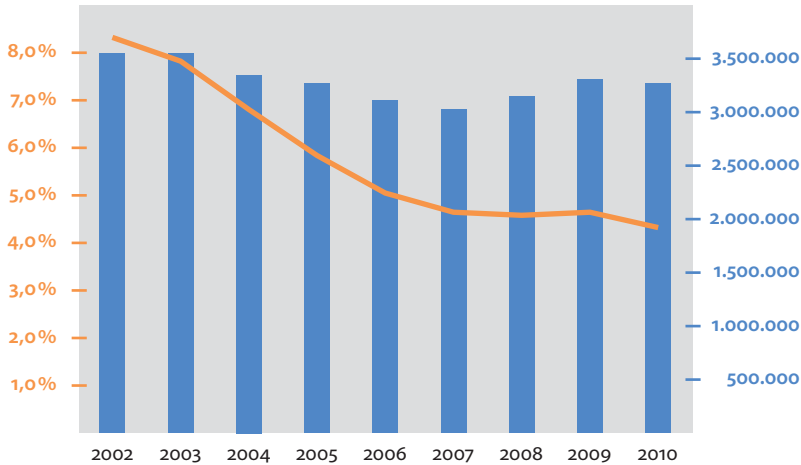
Quelle: FMA



*Abb. 10: Fondsvermögen österreichischen Immobilienfonds in € Mio.*

### Entwicklung der direkten Immobilienanlagen österreichischer Versicherer

in 1.000 €



Quelle: eigene Darstellung, Datenquelle: FMA

Abb. 11: Entwicklung der direkten Immobilienanlagen österr. Versicherer

war, zu erschließen, wurde ab Mitte der 1980er-Jahre verstärkt in Immobilienfonds investiert.

Einen wesentlichen Aspekt der Immobilienanlage in Investitionsstrukturen mit einer größeren Anzahl an Objekten stellt die von der Aktienveranlagung bekannte Portfoliotheorie dar, wobei die abnehmende Portfoliovolatilität bei zunehmender Anzahl von Objekten als Diversifikationseffekt bezeichnet wird. Die Stärke der Diversifikation hängt maßgeblich von der Korrelation der Objekte zueinander ab (vgl. Jöhnk [9]). So können bei der Portfoliogestaltung neben der Korrelation einzelner Märkte auch Korrelationen zwischen verschiedenen Nutzungsarten wie Wohn- zu Geschäftsimmobilien herangezogen werden.

In Abbildung 10 ist die Entwicklung des Fondsvermögens österreichischer Immobilienfonds zu sehen.

Das Veranlagungsvolumen der direkten Immobilienveranlagungen der österreichischen Versicherungen blieb in den letzten Jahren in einer überschaubaren Bandbreite von ca. 10 %, die relative Anlagquote fiel jedoch von 8,3 % auf 4,3 % (siehe Abbildung 11).

Die indirekte Immobilienanlage verspricht eine höhere Risikostreuung bei zusätzlich erzielbaren Kostendegressionseffekten (*economies of scale*).

Größere Anzahl  
an Objekten

Direkte Immobilien-  
veranlagungen

Höhere Risiko-  
streuung bei indirekter  
Immobilienanlage

## Direkte Immobilienanlagequote von Versicherungen

Quelle: eigene Darstellung, Datenquelle: OECD

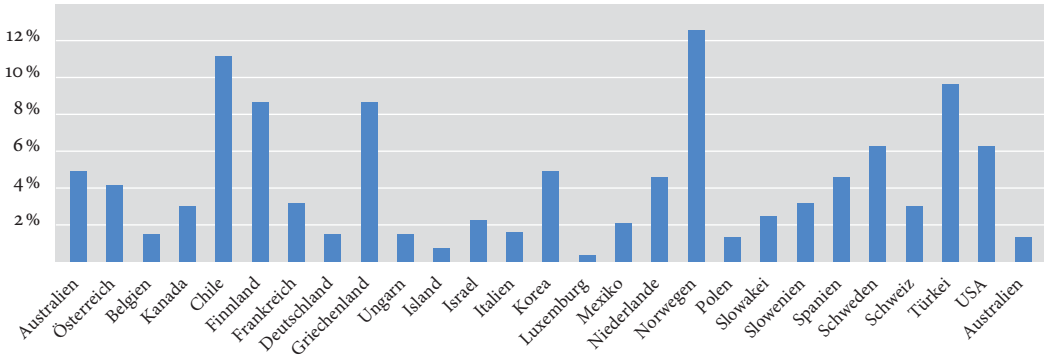


Abb. 12: Direkte Immobilienanlagequote von Versicherungen ▲

Bis vor Kurzem stand Großbritannien im Veranlagungsfokus von Immobilienfonds hoch im Kurs. Die wirtschaftlichen Schwierigkeiten haben die Fonds jedoch dazu veranlasst, ihre Aktivitäten zu Beginn des Jahres 2011 nach Kerneuropa, insbesondere Deutschland, Frankreich und die skandinavischen Länder, zu verlagern (vgl. IPD [10]).

Die Präferenz bei der Immobilienveranlagung bezüglich direkter und indirekter Veranlagungen ist von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt. Abbildung 12 zeigt die direkte Immobilienanlagequote ausgewählter OECD-Länder.

Aufgrund der gestiegenen Renditeerwartungen setzt sich bei vielen Investoren der Trend hin zu Value-Add-Immobilien auf potenziellen Wachstumsmärkten wie Südosteuropa fort. Diese Immobilienanlagen werden fast ausschließlich als indirekte Anlagen durchgeführt.

Auch bei der gezielten Investition in Einzelobjekte, bei denen keine gemeinsame Verwaltung durch eine Managementgesellschaft erforderlich bzw. gewünscht ist, hat die indirekte Anlageform Vorteile:

- Übertragung der Eigentumsrechte ohne Eintragungskosten in öffentliche Grundbücher
- Eigene Buchhaltung und Steuerbilanz (vollständige Ergebnisrechnung auf Objektebene)
- Stille Reserven werden in der Objektgesellschaft (SPV, *special purpose vehicle*) gebildet, da hier die Absetzung für die Abnutzung (AfA, Abschreibung) gebucht wird.

Wesentliche Gründe für indirekte Immobilienanlagen

Ein weiterer Trend bei Immobilienfonds ist in der Projektentwicklung zu beobachten. Früher wurden von Fonds überwiegend fertig entwickelte und vermietete Projekte erworben. Nun werden immer mehr Portfolios um Projekte ergänzt, die sich noch in Entwicklung befinden, da sich durch das Eingehen des zusätzlichen Entwicklungsrisikos höhere Renditen erwirtschaften lassen.

*Immobilienfonds bei  
der Projektentwicklung*

Generell kann festgehalten werden, dass neue Immobilieninvestitionen überwiegend indirekt, entweder über Besitzgesellschaften (sogenannte *share deals*) oder in Form von Immobilienfonds, Spezialfonds, Immobilien-AGs oder sonstigen strukturierten Anlageprodukten, erfolgen.

## 4 Herausforderungen bei der Strategieumsetzung

Auswirkungen von  
Solvency II

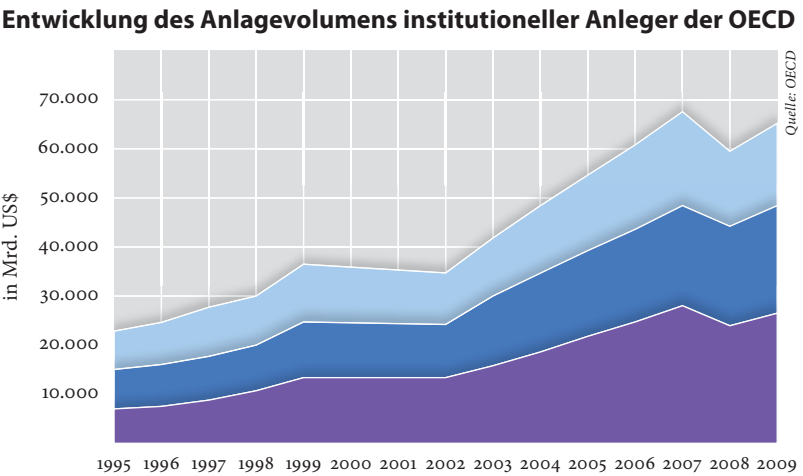
Von vielen Versicherungsunternehmen werden die möglichen Auswirkungen von Solvency II als die derzeit größte Herausforderung genannt. Das neue europäische Aufsichtssystem (voraussichtliche Einführung mit 2013) bringt u. a. eine risikobasierte Solvenzkapitalberechnung mit sich: Die Risiken eines Versicherungsunternehmens (vorwiegend jene aus der Kapitalveranlagung) werden künftig (sofern möglich) quantifiziert und mit Eigenmitteln hinterlegt werden müssen. Die Veranlagung in jede einzelne Assetklasse stellt ein individuelles und einzeln zu bewertendes Risiko dar, wobei den Immobilien besondere Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte.

QIS-5-Studie

Mit der QIS-5-Studie (*Qualitative Impact Studies*) wurde der Schockfaktor für Immobilien gegenüber der QIS-4-Studie von 20 % auf 25 % erhöht. Viele Teilnehmer an der QIS-5-Studie gaben daher an, ein internes Modell verwenden zu wollen, da der Schockfaktor ihrer Meinung nach für Immobilieninvestments im Standardmodell zu hoch angesetzt ist (vgl. IPD [11], FMA [12])

Eine weitere Unsicherheit betrifft die Überlegung, ob der *look-through approach* auch auf indirekte Immobilienanlagen anzuwenden ist (vgl. CEIOPS [13]). Zudem fordern viele Versicherungsunternehmen bei der Beurteilung des Immobilienrisikos ebenfalls die Unterscheidung in eigengenutzte und Veranlagungsimmobilien. Ein aktueller Entwurf der Level-2-Durchführungsbestimmungen

Abb. 13: Entwicklung  
des Anlagevolumens  
institutioneller Anleger  
der OECD



sieht unterschiedliche Schockfaktoren für Wohnimmobilien mit 20 % und auf Geschäftsimmobilien mit 28 % vor.

Die Einführung von Solvency II für Versicherungsgesellschaften der Europäischen Union verstärkt möglicherweise prozyklische Investmentstrategien bei diesen Gesellschaften. Versicherungsgesellschaften könnten angehalten sein, weg von Equity zu gehen und verstärkt in Fixed-Income-Anlageformen zu investieren. Damit kann zwar die Varianz des gesamten Portfolios vermindert werden, aber es führt wahrscheinlich zu einer Reduktion von weniger liquiden, aber langfristigen Anlagen wie Immobilien (vgl. [14]).

*Fixed-Income-Anlageformen*

Die Bestimmungen, die noch vorherrschende Ungewissheit bezüglich der Berechnung und die damit zusammenhängenden Auswirkungen von Solvency II sind sicherlich ein wesentlicher Faktor bei der Auswahl der optimalen Anlageform, wenn auch nicht der einzige. Spekulative Immobilienkäufe mit kurzen Behaltezeiten Viele Märkte verzeichnen derzeit eine Überhitzung durch spekulative Immobilienkäufe mit extrem kurzen Behaltezeiten von wenigen Monaten, fragwürdigen Aus- und Neuvermietungsaktivitäten und einer nur oberflächlichen Gebäudesanierung.

Hier besteht die Herausforderung darin, langfristig nachhaltig zu wirtschaften und die *Total Cost of Ownership* wie Erwerbsnebenkosten, laufende Instandhaltung, Bewertungserfordernisse, Leerstandskosten oder nicht weiterverrechenbare Betriebskosten in die Betrachtung einfließen zu lassen. Auch die Auswahl geeigneter Immobilieninvestitions-Objekte nimmt durch die starke Nachfrage weiter ab. Wie in Abbildung 13 ersichtlich ist, hat sich das Anlagevolumen institutioneller Anleger der OECD-Länder über die letzten 15 Jahre rund verdreifacht. [15]

Viele Investoren weichen aufgrund des begrenzten Angebots daher auf Märkte aus, auf denen das notwendige Know-how fehlt. Damit steigt das Risiko der *adverse selection*, d.h. das Problem, aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung die falsche Investitionsentscheidung zu treffen.

*Ausweichen auf andere Märkte*

Als Negativbeispiele seien hier genannt:

- Ausstiegsmöglichkeiten aus Mietverträgen
- Nachvermietung zu erheblich niedrigeren Marktpreisen
- Nicht kalkulierte Instandhaltungsaufwendungen
- Übergang von Steuerverbindlichkeiten des Voreigentümers
- Notwendige Servitute auf Nachbarliegenschaften

- Außerbücherlich belastetes Eigentum
- Abweichung vom Intabulationsprinzip bei Grundbüchern

*Kreditfinanzierung* Bei einer Kreditfinanzierung ist ebenfalls das Einhalten von wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den Kreditverträgen (sogenannte *covenants*) zu berücksichtigen. Als typische Kennzahlen sind hier zu nennen:

- LTV (*Loan to Value Ratio*) oder Beleihungswert
- DSCR (*debt service coverage ratio*) oder Schuldendienstdeckungsgrad

Durch Marktschwankungen (Neubewertung, Mietausfälle) können solche Kennzahlen, die beim Abschluss der Kreditverträge eingehalten wurden, schnell verletzt werden. Das kann wiederum zu einer sofortigen Fälligkeit des Kredits führen.

## 5 Zusammenfassung

Immobilienveranlagungen sind zu einem integralen Bestandteil der Veranlagungsstrategie von Versicherungsunternehmen geworden. Sie sichern langfristig die Cash-flow-Position in der Veranlagung, sind inflationsresistent und bieten neben der reinen Mietertragsrendite weiters die Möglichkeit, durch die Wertsteigerung stille Reserven zu bilden.

*Immobilien als integraler Bestandteil der Veranlagungsstrategie*

Für die Entwicklung indirekter Anlageformen wie Fonds, Immobilien-AGs (REIT, *Real Estate Investment Trust*), Projektfinanzierungen, Genussrechts- und Partizipationskapitalmodelle zur vorherrschenden Anlageform sind vor allem folgende Gründe zu nennen:

Eine stetige Zunahme des Internationalisierungsgrads in der Immobilienveranlagung, nicht zuletzt auch wegen der gestiegenen Renditeerwartungen

Der Bedarf einer Risikostreuung auf Immobilienarten mit unterschiedlichen Zyklizitäten in Bezug auf die Konjunkturentwicklung Bestandsimmobilien und teilweise eigengenutzte Immobilien werden noch als direkte Anlage gehalten. Der relative Anteil dieser Anlageform hat jedoch über die letzten Jahre stetig abgenommen.

## Referenzen

- [1] FMA-Quartalsbericht österreichische Versicherungsunternehmen Q2 2011, Wien, 15. September 2011, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at); Zeitschrift für Versicherungswesen 4/2011, Hamburg; André Laboul, OECD Pension Markets in Focus, Juli 2011, [www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets](http://www.oecd.org/daf/pensions/pensionmarkets)
- [2] Österreichische Finanzmarktaufsicht, Statistiken österreichische Versicherungsunternehmen 2010, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at); Österreichische Nationalbank, Sektorale Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, Juni 2011, [www.oenb.at/de/stat\\_melders/statistische\\_publika/statistische\\_publicationen\\_uebersichtsseite.jsp](http://www.oenb.at/de/stat_melders/statistische_publika/statistische_publicationen_uebersichtsseite.jsp)
- [3] Österreichische Finanzmarktaufsicht, QIS-5-Ergebnisreport Österreich, Wien, 15. Mai 2011, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)
- [4] Österreichische Nationalbank, Finanzmarkt Österreich Analyse aktueller Entwicklungen, Juni 2010, [www.oenb.at/de/img/shst\\_2010\\_finanztcm14-197471.pdf](http://www.oenb.at/de/img/shst_2010_finanztcm14-197471.pdf)
- [5] Immobilien-Investmentfondsgesetz – Immo-InvFG, BGBl. I Nr. 80/2003 in der Fassung BGBl. I Nr. 77/2011
- [6] Kapitalanlageverordnung, BGBl. II Nr. 383/2002 zuletzt geändert durch BGBl. II Nr. 272/2011
- [7] Versicherungsaufsichtsgesetz, BGBl. Nr. 569/1978 zuletzt geändert durch BGBl. I Nr. 194/1999
- [8] Schäfer/Conzen (Hrsg.), Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen, Verlag C. H. Beck, München 2005, Seite 79 ff.
- [9] Arne Jöhnk, Risikomanagement für Versicherungen; Risikomanagement für Kapitalanlagen, Euroforum Verlag, Düsseldorf 2010
- [10] BDP/IPD Annual Lease Review 2011, [http://www.bpf.org.uk/en/files/bpf\\_documents/BPF\\_Annual\\_Lease\\_Review\\_2011.pdf](http://www.bpf.org.uk/en/files/bpf_documents/BPF_Annual_Lease_Review_2011.pdf)
- [11] IPD, The IPD Solvency II Review Summary, London, 15. April 2011, [www.ipd.com/solvencyii/](http://www.ipd.com/solvencyii/)
- [12] Österreichische Finanzmarktaufsicht, QIS 5 Ergebnisreport Österreich, Wien, 15. Mai 2011, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)
- [13] European Commission, QIS5 Technical Specifications, Brussels, 5. Juli 2010, [www.ceiops.eu/index.php?option=content&task=view&id=732](http://www.ceiops.eu/index.php?option=content&task=view&id=732)
- [14] OECD Diskussionspapier, Paris, Februar 2011, [www.oecd.org/dataoecd/37/42/48281131.pdf](http://www.oecd.org/dataoecd/37/42/48281131.pdf)
- [15] OECD Statistische Datenbank, <http://stats.oecd.org/>; Jahresbericht der Finanzmarkt Aufsichtsbehörde 2010, Wien, 31. Mai 2011, [www.fma.gv.at](http://www.fma.gv.at)

## Über den Autor



**Ing. Mag. Christoph Roiser** studierte Betriebswirtschaftslehre an der Wirtschaftsuniversität Wien, an der University of Illinois at Urbana-Champaign (IL/USA) und an der Jiangxi University of Finance and Economics (Nanchang/China). Nach mehrjähriger Tätigkeit in leitenden Positionen im Bereich der industriellen Automatisierungstechnik bei *Siemens* (München, Wien) wechselte er 2008 in den Bereich des Beteiligungs- und Immobilienmanagements der *Wiener Städtische Versicherung AG Vienna Insurance Group*.

Zu seinem Tätigkeitsbereich zählen unter anderem die Projektentwicklung, Finanzierung und das Portfoliomanagement. Überdies zeichnet er für die Geschäftsführung mehrerer Immobiliengesellschaften der Vienna Insurance Group verantwortlich.

# Auswirkungen von Solvency II auf Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren

Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein,  
Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein

Hangama Ghafuri MA, Portfolio Analystin, IPD  
Investment Property Databank

*Das Ziel des Regelwerks Solvency II besteht in der Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit von Versicherungsunternehmen und damit im Schutz der Versicherungsnehmer. Dazu werden drei Ansätze („Säulen“) genutzt, die die quantitativen Kapitalanforderungen im Rahmen einer risikoorientierten Eigenkapitalhinterlegung, die qualitativen Bestimmungen und Anforderungen im Rahmen von Aufsichtsbehörden und Corporate Governance und Publizitäts- und Offenlegungspflichten, umfassen.*

*Basierend auf dem derzeitigen Diskussionsstand, werden die Auswirkungen auf Immobilieninvestitionen kritisch analysiert.*

# Inhalt

<b>1 Einführung</b>	133
<b>2 Regulatorische Rahmenbedingungen</b>	134
2.1 Rahmenbedingungen des Versicherungs- aufsichtsgesetzes	134
2.2 Rahmenbedingungen der Solvency-I-Richtlinie	135
2.3 Rahmenbedingungen der Solvency-II-Richtlinie	138
2.3.1 Drei-Säulen-Modell	138
2.3.2 Solvenzbilanz	142
2.3.3 Solvenzkapital im Standardmodell	144
<b>3 Kapitalhinterlegung von Immobilieninvestitionen nach Solvency II</b>	147
3.1 Überblick über die Kapitalhinterlegung im Standardmodell	147
3.1.1 Direkte Immobilieninvestments	149
3.1.2 Indirekte Immobilieninvestments im Look-Through-Ansatz	149
3.1.3 Indirekte Immobilieninvestments im Aktienmodul	150
3.1.4 Strategischen Beteiligungen	150
3.1.5 Immobiliendarlehen	150
3.2 Überblick über die Kapitalhinterlegung im unternehmensindividuellen Modell	151
<b>4 Zusammenfassung und Ausblick</b>	154
<b>Referenzen</b>	155
<b>Über den Autor und die Autorin</b>	157

# 1 Einführung

Die Richtlinien zur Solvabilität bei Versicherungsunternehmen Solvency I und zukünftig Solvency II umfassen schwerpunktmäßig – vergleichbar mit Basel II bzw. zukünftig Basel III für Banken [1] – die Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit von Versicherungsunternehmen. Dadurch soll gewährleistet werden, dass Versicherungsunternehmen zu jedem Zeitpunkt in der Lage sind, ihre Verpflichtungen gegenüber ihren Gläubigern – auch in ungünstigen wirtschaftlichen Situationen – abzudecken. In der letzten Dekade und insbesondere im Zuge der Subprime- und Finanzkrise wurde festgestellt, dass viele wirtschaftliche Bereiche des 2004 in Kraft getretenen Solvency-I-Regelwerks nicht ausreichend berücksichtigt wurden, die folglich in das neue Regelwerk Solvency II mit einbezogen bzw. aufgenommen werden.

*Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit*

Derzeit befinden sich die genauen Ausgestaltungen der Regelungen von Solvency II und auch der finale Zeitplan zur Einführung dieses Regelwerkes noch in Diskussion, jedoch konnten mit der Studie „QIS Quantitative Impact Study 5“ [2] der *EIOPA European Insurance and Occupational Pensions Authority* sowie den *Durchführungsbestimmungen* erste Hinweise auf das Solvency-II-Standardmodell abgeleitet werden.

*Ausgestaltung und Zeitplanung noch in Diskussion*

Von besonderer Bedeutung für das Anlageverhalten institutioneller Investoren – mithin (Lebens-)Versicherungsunternehmen – und die zukünftige Kapitalallokation sind die Höhe der risikoorientierten Eigenkapitalhinterlegung sowie die aus dieser neu einzuführenden EU-Richtlinie resultierenden Anforderungen an diese – bei Kapitalinvestitionen im Allgemeinen bzw. bei direkten und indirekten Immobilieninvestitionen im Speziellen.

*Risikoorientierte Eigenkapitalhinterlegung*

Der Anteil des Immobilienvermögens an den gesamten Kapitalanlagen europäischer Versicherungsunternehmen beträgt rd. 4 % [3], d. h., eine Änderung der Investitionspolitik bzw. ein Entzug von Investitionsmitteln aus diesem Bereich – basierend auf Solvency II – könnte erhebliche Auswirkungen auf den Immobilienanlagemarkt haben. Daher sind das Konstrukt von Solvency II und die damit verbundenen Auswirkungen auf das immobilienbezogene Investitionsverhalten Betrachtungsgegenstand der nachfolgenden Ausführungen.

*Auswirkungen von Solvency II auf den Immobilienmarkt*

## 2 Regulatorische Rahmenbedingungen

### 2.1 Rahmenbedingungen des Versicherungsaufsichtsgesetzes

*Versicherungsaufsichtsgesetz und Anlageverordnung*

Die Anlagegrundsätze für das gebundene Vermögen und die Anzeigepflichten sind in § 54 Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) festgelegt. [4] 2001 wurden durch die BaFin, die für die Beaufsichtigung der Assekuranzen verantwortlich ist, die allgemeinen Grundsätze des § 54a VAG durch die Anlageverordnung (AnIV) für das gebundene Vermögen für Versicherungen aufgehoben. Diese wurden implementiert, um schneller und flexibler auf neue Veränderungen der Finanzmärkte reagieren zu können. [5] Nach der Finanzkrise wurden die AnIV im Juni 2010 novelliert, wobei sich neben einigen Klarstellungen auch Änderungen für die Investmentmöglichkeiten der Versicherungen ergeben haben. [6]

#### ■ Kapitalanlagevoraussetzungen

*Kapitalanlagen bei Versicherungen*

Das zu investierende Kapital des Versicherungsunternehmens wird in der Vorschrift als gebundenes Vermögen bezeichnet. Dieses Kapital bildet sich gemäß § 66 VAG aus dem Sicherungsvermögen und dem sonstigen gebundenen Vermögen. Das Sicherungsvermögen soll im Fall einer Insolvenz die Ansprüche der Versicherungsnehmer sichern und wird bei Lebensversicherungen treuhänderisch verwaltet. Ferner existiert ein Restkapital auf der passiven Seite, das auch als freies Vermögen bezeichnet wird und nicht den AnIV oder anderen gesetzlichen Bedingungen unterliegt. [7]

#### ■ Kapitalanlagegrundsätze

*Sicherheit und Rentabilität sowie Mischung und Streuung*

Nach § 54 Abs. 1 VAG ist es obligatorisch, dass das gebundene Vermögen unter Berücksichtigung der Art der betriebenen Versicherungsgeschäfte sowie der Unternehmensstruktur so anzulegen ist, dass weitgehend eine große Sicherheit und Rentabilität bei dauernder Liquidität des Versicherungsunternehmens und unter Wahrung angemessener Mischung und Streuung erreicht werden. Im Rahmen der angemessenen Mischung und Streuung werden durch die AnIV mit quantitativen Begrenzungen gesetzlich maximale Quoten und Anlagearten für Investitionen festgelegt. Im Juni 2010 wurde die Anlageverordnung für das gebundene Vermögen für Versiche-

rungen reformiert, mit dem Ziel, eine Vereinfachung des Kapitalanlageinvestments, insbesondere in den Bereichen Immobilien, Private Equity und Infrastrukturinvestments, zu ermöglichen und dadurch eine erhöhte Flexibilität und damit eine Optimierung der Investmentstrategie zu erreichen. Diese Anpassungen implizieren unter anderem: [8]

- Die Quote für Hedgefonds liegt weiterhin bei 5 %.
- Investments in Rohstoffe erhalten eine eigenständige Quote von 5 % und sind nicht mehr auf die Quote für Hedgefonds anzurechnen, sofern der Ertrag und die Rückzahlung an Rohstoffrisiken gebunden sind (d. h. keine Aktien von Rohstoffunternehmen).
- Die Quote für Nachranginstrumente und Gesellschaftsanteile wird von 10 % auf 15 % angehoben (um vor allem ÖPP-Projekte im Rahmen von Infrastruktursondervermögen zu fördern; unter diesen Punkt fallen auch die deutschen Geschlossenen Immobilienfonds, da rechtlich gesehen eine Beteiligung der Versicherung an einem Unternehmen vorliegt, im Gegensatz zu einem Anteilskauf bei einem Offenen Immobilienfonds).
- In der 25%-Quote für Immobilien werden nunmehr auch offene Immobilienfonds aufgrund der Sachnähe zu Immobilien erfasst.

*Anpassungen der Kapitalanlageinvestments*

Obgleich die Verordnung vorschreibt, dass das gebundene Vermögen nur in den vorgeschriebenen Anlagen investiert werden darf, gibt es eine Öffnungsklausel: Es dürfen nach § 1 Abs. 1 AnIV 5 % des Sicherungsvermögens oder des sonstigen gebundenen Vermögens in Anlagen angelegt werden, die nicht im Anlagekatalog enthalten sind. Jedoch ist auch vorgegeben, dass trotz dieser Handlungsfreiheit gemäß § 1 Abs. 4 AnIV nicht in Konsumenten- und Betriebsmittelkredite, in bewegliche Sachen bzw. Ansprüche oder in immaterielle Werte angelegt werden darf.

*Ausnahmen von der AnIV*

## 2.2 Rahmenbedingungen der Solvency-I-Richtlinie

Die Grundlage für die europäischen Solvenzvorschriften wurde durch die Schadensversicherungsrichtlinie von 1973 und die Lebensversicherungsrichtlinie von 1979 gebildet. [9] Im Jahr 1992 kam es zur dritten Richtliniennovellierung, womit die Produktkontrolle sowie das Prinzip der Sitzlandaufsicht eingeführt wurden.

*Müller-Kommission*

Trotzdem kam es zu Zahlungsausfällen großer Versicherungsunternehmen, bspw. Equitablelife (UK) oder der Mannheimer Versicherung (D). [10] Darauf aufbauend wurde im *Müller-Report* 1997 festgestellt, dass das konventionelle Solvabilitätssystem sich zwar im Kern bewährt hat, aber Änderungen und Ergänzungen notwendig sind, unter anderem eine Erhöhung des Mindestbeitrags für den Garantiefonds. [11] Im Jahr 2002 wurden die Vorschläge der *Müller-Kommission* vom EU-Parlament verabschiedet, die auch unter dem Namen *Solvency I* bekannt sind. Die Mitgliedsstaaten hatten insgesamt 18 Monate Zeit, diese Richtlinien in nationales Recht umzusetzen, sodass ab 2004 unter anderem die in Abbildung 1 dargestellten Mindeststandards für alle Versicherungsunternehmen verbindlich waren (vgl. für Garantiefonds [12] und für Double Gearing [13]). [14]

Ehemaliges Solvenzregime vs. Solvency I

Solvenzsystem vor 2002	Solvency I (Müller-Kommission)
<ul style="list-style-type: none"><li>■ Garantiefonds<sup>1</sup> 800.000,- Euro</li><li>■ Solvabilitätsnachweis nur zum Ende des Geschäftsjahrs</li><li>■ Orientierung nur an der Passivseite der Bilanz</li><li>■ Ausgerichtet auf eine Versicherungswirtschaft, die konservativ investiert</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Garantiefonds 3.000.000,- Euro plus Inflationsanpassung</li><li>■ Unterbindung des Double Gearing<sup>2</sup></li><li>■ Verbesselter Verbraucherschutz (Transparenz-, Transaktions- und Finanzierungskontrolle)</li><li>■ Stärkere Eingriffsrechte der Aufsichtsbehörde</li><li>■ Gewährleistung der Solvabilität zu jedem Zeitpunkt</li></ul>

Abb. 1: Ehemaliges Solvenzregime vs. Solvency I

- 1 Der Garantiefonds ist ein Teil des Solvabilitätssystems und dient der Sicherung bestehender und zukünftiger Verbindlichkeiten. Bei einer Versicherungsaktiengesellschaft dient das Grundkapital als Garantiefonds, bei einem Versicherungsverein beruht es auf der Gegenseitigkeit des Gründungsstocks.
- 2 Bei Finanzierungskonglomeraten besteht insbesondere das Problem der Mehrfachbelegung der Eigenmittel („Double Gearing“), wodurch das Geschäftsvolumen ohne zusätzliches Eigenkapital ausgeweitet werden kann, indem ein Versicherungsunternehmen eine Beteiligung an einem anderen Versicherer hält. Das „Double Gearing“ ist bei der Ermittlung der Solo-Plus-Solvabilität ausgeschlossen.

Quelle: eigene Darstellung modifiziert nach Heistermann, B. (2002): Vom Müller-Report zu Solvency II: Neue Anforderungen an die finanzielle Ausstattung von Lebensversicherungsunternehmen in Europa, in: GeneralCologneRe (Hrsg.), Köln 2002, S. 10 ff.

## ■ Situation in Deutschland

Die Umsetzung der Beschlüsse in Deutschland erfolgte über § 53 c Abs. 1 VAG und der dort verankerten Regelung der Kapitalausstattung für Versicherungsunternehmen. Diese Regelungen verpflichten Versicherungsunternehmen dazu, die dauernde Erfüllbarkeit der Verträge sicherzustellen und stets über freie, unbelastete Eigenmittel zu verfügen, die mindestens in der Höhe der geforderten Solvabilitätsspanne, die sich nach dem gesamten Geschäftsumfang bemisst, bestehen. Die Sollsolvabilität beinhaltet drei Bestandteile [15]:

- Solvabilitätsspanne, die sich prozentual in Abhängigkeit von den Beitragseinnahmen bzw. Schadenaufwendungen errechnet. In der Lebensversicherung wird die Solvabilitätsspanne überwiegend in Relation zur Deckungsrückstellung und zum Risikokapital bemessen.
- Garantiefonds in der Höhe eines Drittels der Solvabilitätsspanne
- Absoluter Mindestgarantiefonds in der Höhe von € 2,3 bis € 3,8 Millionen in Abhängigkeit vom Versicherungszweig

*Kapitalausstattung für Versicherungsunternehmen*

Demgegenüber steht die Ist-Solvabilität, die aus den freien, unbelasteten Eigenmitteln ermittelt wird. Dazu zählt das eingezahlte Grundkapital, die gesetzlichen und freien Rücklagen, Bewertungsreserven, nicht in der Deckungsrückstellung berücksichtigte Abschlusskosten und der Gewinn- und Verlustvortrag nach Abzug der auszuschüttenden Dividenden. [16]

*Ist-Solvabilität*

## ■ Entwicklung zu Solvency II

Äußere Veränderungen und Entwicklungen wie bspw. die wirtschaftlichen Krisen der letzten Dekade führten zu einem starken Wandel der Kapitalmärkte sowie zu neuen Finanzprodukten. Diese resultierten in geänderten Anforderungen an die Solvabilität der Versicherungsunternehmen. Ferner wurde festgestellt, dass das derzeitige Aufsichts- und Solvabilitätssystem nur einen Teil der Gesamtrisikolage des Versicherungsunternehmens berücksichtigt und teilweise weder risikotheorietisch noch betriebswirtschaftlich begründbar ist. [17] Analog zu den Grundsätzen von Basel II wurden ähnliche Richtlinien für die Versicherungswirtschaft erarbeitet, da beide Branchen essenzielle gesamtwirtschaftliche Funktionen in einer Volkswirtschaft übernehmen. Diese Ansätze mündeten schließlich in Entwürfen für eine neue Solvabilitätsrichtlinie und resultierten in einem Entwurf für Solvency II (vgl. Abbildung 2). [18]

*Entwicklungen auf den Kapitalmärkten*

## Historischer Verlauf der Regulierungen in der Versicherungswirtschaft

Abb. 2: Historischer  
Verlauf der  
Regulierungen in der  
Versicherungswirt-  
schaft

<b>1973</b>	■ Schadensversicherungsrichtlinie
<b>1979</b>	■ Lebensversicherungsrichtlinie
<b>1994</b>	■ „Dritte Richtliniengeneration“ auf dem europäischen Versicherungsbinnenmarkt
<b>1997</b>	■ Projektstart von Solvency I
<b>2000</b>	■ Einführung der Solo-Plus-Aufsicht und gleichzeitig Projektstart von Solvency II
<b>2002</b>	■ Viertes Finanzmarktförderungsgesetz (Rückversicherungsaufsicht)
<b>2003</b>	■ Ende der ersten Projektphase von Solvency II
<b>2004</b>	■ Einführung von Solvency I
<b>2009</b>	■ Level I des Lamfalussy-Verfahrens
<b>ab 2013</b>	■ Einführung von Solvency II

Quelle: eigene Darstellung, modifiziert nach AON Re (2004): Solvency II-Anforderungen der Finanzwirtschaft an die Versicherungswirtschaft, S. 15

### 2.3 Rahmenbedingungen der Solvency-II-Richtlinie

Schwerpunkte des  
Rahmenrichtlinien-  
werks

Entscheidende Aspekte des neuen Rahmenrichtlinienwerks Solvency II sind ein risikobasierter Ansatz und eine Ausweitung der Transparenz durch Offenlegung, wobei das Hauptziel darin besteht, einen dauernden Schutz für die Versicherungsnehmer auf dem europäischen Versicherungsmarkt zu gewährleisten. [19] Dabei steht als zentraler Grundsatz der Solvency-II-Vorschriften das Proportionalitätsprinzip im Vordergrund. Dieses besagt, dass die Anforderungen unter Berücksichtigung der unternehmensindividuellen Risiken, der Art und des Umfangs des Geschäftsbetriebs sowie der Komplexität des gewählten Geschäftsmodells des Unternehmens zu erfüllen sind. Dabei soll die finanzielle Stabilität der Versicherungsunternehmen sichergestellt und die Gesamtrisikoebene des Versicherungsunternehmens berücksichtigt werden. [20]

#### 2.3.1 Drei-Säulen-Modell

Drei-Säulen-Modell  
vergleichbar mit  
Basel II bzw. Basel III

Das Solvency-II-Richtlinienwerk basiert – analog zu Basel II – auf einem risikoorientierten Drei-Säulen-Modell (vgl. Abbildung 3). Beide Projekte verfolgen das Ziel, die bestehenden quantitativen Aufsichtssysteme durch risikoorientierte Elemente zu ergänzen

und damit durch ein primär qualitatives System zu ersetzen, das sich durch den Einsatz unternehmensinterner und individueller Risikosteuerungsmodelle auszeichnet. [21] Dies bedeutet, dass die Eigenkapitalanforderungen durch Vorschriften zur Markttransparenz und durch Bestimmungen an das Risikomanagement erweitert werden.

### Drei-Säulen-Modell bei Solvency II

Aufsicht EU-Kommission		
Solvency II mit Auswirkung auf regulatorisches Kapital		
Säule I	Säule II	Säule III
Quantitative Eigenkapitalanforderungen	Qualitative Anforderungen (Überprüfung durch Aufsichtsbehörden)	Marktdisziplin/ Transparenz- und Offenlegungsvorschriften
Unternehmensübergreifende Anpassungs- und Integrationsmaßnahmen Konsultationspapiere: Rahmenrichtlinie Solvency II		

Quelle: eigene Darstellung

Abb. 3: Drei-Säulen-Modell bei Solvency II

#### ■ Quantitative Kapitalanforderungen

Die erste Säule legt die quantitative Kapitalanforderung fest, die je nach Versicherungssparte unterschiedlich hoch ausfallen kann, da die Anforderungen an die individuelle Risikosituation des Versicherungsunternehmens angepasst werden. Zu den Hauptrisikokategorien gehören [22]:

*Individuelle Risikosituation des Versicherungsunternehmens*

- Versicherungstechnisches Risiko, bspw. Kalkulation der Prämien oder Rückversicherungsannahmen
- Marktrisiko, bspw. Volatilität der Kapitalanlagen, Absatz-, Währungs-, Zins-, Aktien- und Immobilienrisiken
- Kreditrisiko, bspw. bezogen auf den Ausfall von Schuldern bei der Vermögensanlage oder den Ausfall von Rückversicherern
- Operationelles Risiko, bspw. Technologie, Personal oder Organisation
- Risiko aus einem Asset-Liability Mismatching, bspw. Risiken aus der Nichtübereinstimmung von Aktiv- und Passivwerten

Für die Art der Risikoquantifizierung kann auf ein vorgegebenes Standardmodell zurückgegriffen werden oder ein eigenes internes Modell implementiert werden.

*Standardmodell oder internes Modell*

*Aufgaben und die Rolle  
der Aufsichtsbehörden*

■ **Qualitative Bestimmungen und Anforderungen**

Die zweite Säule legt die qualitativen Bestimmungen und Anforderungen fest, die eine Umsetzung der ersten Säule unterstützen sollen und dabei insbesondere die Aufgaben und die Rolle der Aufsichtsbehörden bestimmen. In diesem Bereich wird – wiederum analog zu Basel II – eine Sound-Practices-Struktur umgesetzt, die die Aufbau- und Ablauforganisation sowie die Prozesse hinsichtlich Corporate Governance und Risikomanagement festsetzt. [23] Die Corporate Governance soll ein solides und umsichtiges Management gewährleisten. Dazu gehören ein wirksames Risikomanagementsystem, das die Strategien, Prozesse und Meldeverfahren umfasst, sowie ein Risikomanagement, das alle Risiken, die für die Berechnung der Solvenzkapitalanforderungen einzubeziehen sind, identifiziert. Zusätzlich muss jedes Versicherungsunternehmen eine eigene interne Bewertung der Risiken und der Solvabilität durchführen. [24]

*Markttransparenz und  
Marktdisziplin*

■ **Publizität und Offenlegung**

Die dritte Säule beinhaltet eine verstärkte Publizität bzw. Offenlegung der Solvenzlage der Versicherungsunternehmen [25], um Markttransparenz und damit Marktdisziplin zu schaffen. Es ist genau beschrieben, welche Daten und Informationen offenzulegen sind, wie bspw. Informationen über die Art der internen Kontrolle, über das Risikomanagement, das Asset-Liability-Management, über die Durchführung risikopolitischer Maßnahmen und die Struktur der zur Solvabilitätsberechnung herangezogenen Eigenmittel. [26] Jährlich muss ein Bericht über die Solvabilität des Versicherungsunternehmens und die Finanzlage publiziert werden.

*Antizipatives Handeln  
der Aufsichtsbehörden*

■ **Situation in Deutschland**

Die drei Säulen verdeutlichen die zukünftigen Veränderungen für die Versicherungsunternehmen. Da eine sofortige Umsetzung aller Anforderungen schwierig zu verwirklichen ist, hat die deutsche Aufsicht in den letzten Jahren antizipativ Vorschriften erlassen, die eine teilweise Einführung der Säulen zwei und drei vorangetrieben haben, unter anderem durch die neunte VAG-Novelle.

*Risikoberichterstattung  
nach § 64a VAG*

2009 wurde die Umsetzung des § 64a VAG obligatorisch, der zur Risikoberichterstattung verpflichtet. [27] Es wurde festgelegt, dass ein angemessenes Risikomanagement, eine Risikostrategie, eine Aufbau- und Ablauforganisation, ein internes Steuerungs- und

Kontrollsystem und eine interne Revision eingerichtet werden müssen. Außerdem wurde definiert, welche Inhalte im Risikobericht enthalten sein müssen.

Durch das darauffolgende Rundschreiben im März 2009, das die aufsichtsrechtlichen Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk) erläutert, wurden die Regelungen des § 64 a VAG präzisiert. Damit erfolgte eine konkrete Umsetzung der Säule zwei.

Mit diesen rechtlichen Umsetzungen in den letzten drei Jahren wurde eine deutliche Vorarbeit zu Solvency II geleistet. Jedoch werden nach wie vor Veränderungen auf die Versicherungswirtschaft zukommen, die real jedoch erst nach der Umsetzung von Solvency II zum Tragen kommen werden (vgl. Abbildung 4).

*Mindestanforderungen  
an das Risiko-  
management (MaRisk)*

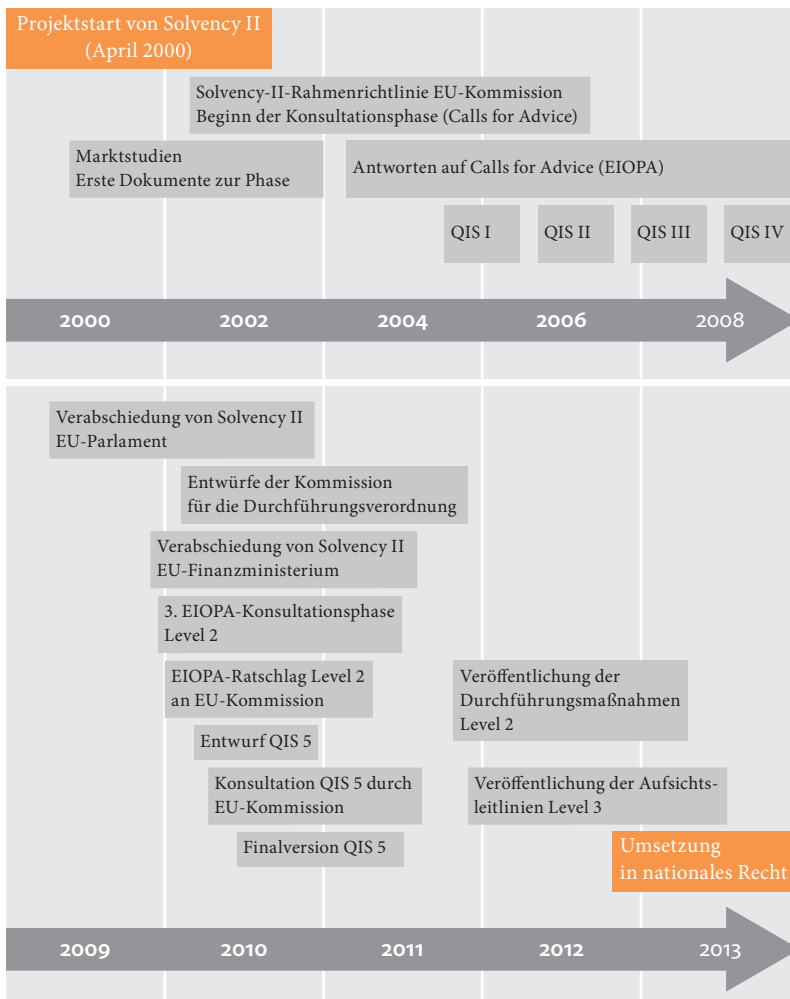


Abb. 4: Solvency-II-Zeitplan

### 2.3.2 Solvenzbilanz

#### *Unterschiede der Solvenzbilanz*

Das folgende Schaubild verdeutlicht in erster Linie, wie sich die Solvenzbilanzen unter Solvency II sowie unter Solvency I zusammensetzt. In zweiter Instanz werden die einzelnen Parameter der Solvency-II-Bilanz erläutert und die Unterschiede zur alten Bilanz verdeutlicht (vgl. Abbildung 5). [28]

#### *Mark-to-Market-Ansatz*

Solvency II schreibt vor, Kapitalanlagen unter dem Mark-to-Market-Ansatz zu bewerten. Das bedeutet, dass die Solvency-II-Bilanz durch die Bewertung der Kapitalanlagen zu Marktwerten aufgestockt wird. Zusätzlich erhöht die Risikomarge unter Solvency II die Passivseite der Solvenzbilanz. Insgesamt wird die Solvency-II-Bilanz quantitativ durch die risikobasierten Solvenzkapitalanforderungen erhöht.

#### *Minimum Capital Requirement und Solvency Capital Requirement*

Unter Solvency II wird das benötigte Solvenzkapital durch zwei verschiedene Kapitalarten gebildet: zum einen die Mindestkapitalanforderung (Minimum Capital Requirement – MCR) und zum anderen das Solvenzkapital (Solvency Capital Requirement – SCR).

#### ■ **Minimum Capital Requirement (MCR)**

Das MCR legt die absolute Mindestkapitalanforderung fest, bei deren Unterschreitung ein automatisches Eingreifen der Aufsicht in die Unternehmensführung ausgelöst wird.

#### ■ **Solvency Capital Requirement (SCR)**

Das SCR ist das zu erreichende Zielsolvenzkapital. Dieses gesamte ökonomische Kapital wird prinzipiell so bestimmt, dass die Wahrscheinlichkeit des Ruins eines Unternehmens für das Folgejahr maximal 0,5 % beträgt. Dies bedeutet, dass eine Zahlungsunfähigkeit bzw. Insolvenz alle 200 Jahre eintritt. [29]

#### ■ **Anwendung**

#### *„Herkunft“ des Kapitals*

In diesem Zusammenhang ist anzumerken, aus welchen Vermögen sich das Kapital auf der Passivseite der Solvency-II-Bilanz zusammensetzt: Das MCR und das SCR werden als Zuschläge auf die Versicherungsrückstellungen erhoben. Dabei divergieren die Rückstellungen, für die ein Marktwert besteht, von jenen, für die kein Marktwert vorhanden ist. Erstere sind die Best-Estimate-Versicherungsrückstellungen. Darunter wird der Erwartungswert der diskontierten zukünftigen Zahlungsströme, die sich aus den zugrunde liegenden Verpflichtungen ergeben, verstanden. [30] Zu Letzteren

## Solvency-I-Bilanz vs. Solvency-II-Bilanz

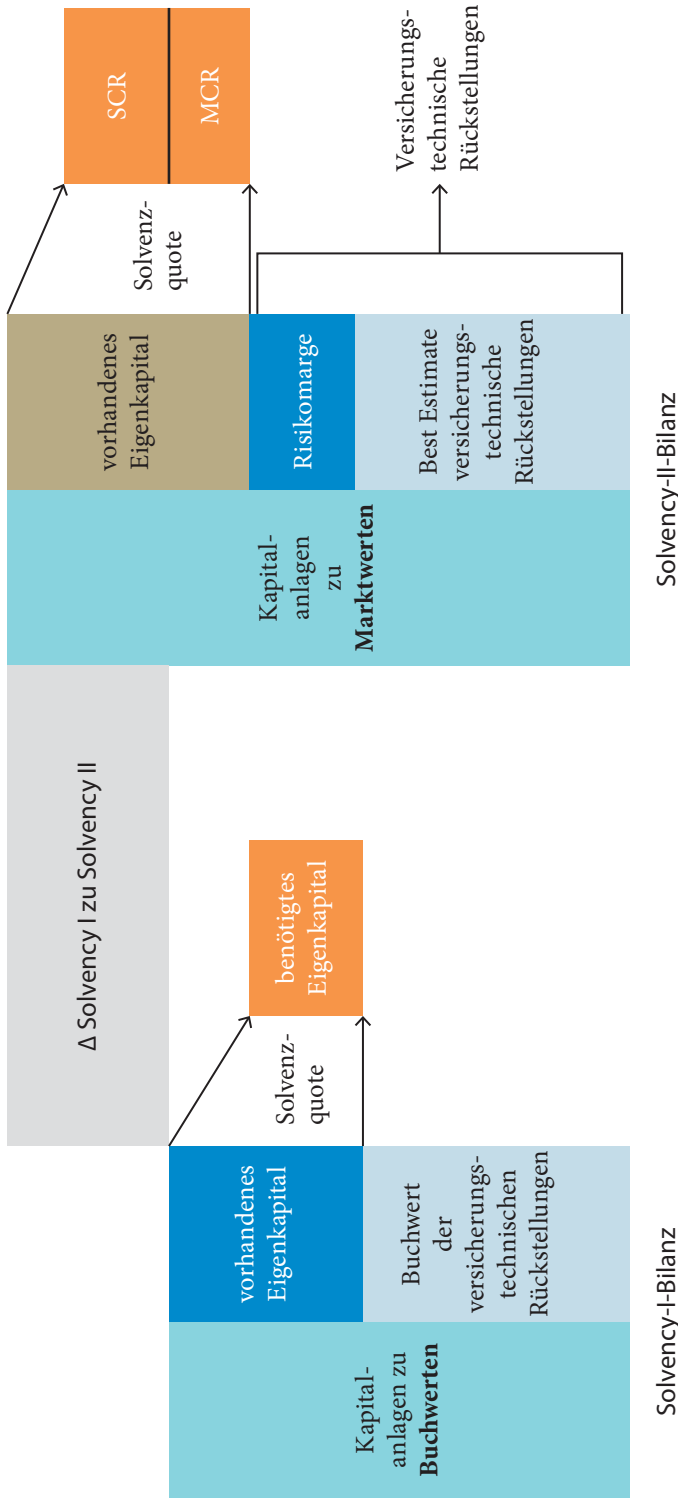


Abb. 5: Solvency-I-Bilanz vs. Solvency-II-Bilanz

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Schubert, T. (2009): Solvency II im Überblick, in: GDV (Hrsg.), Berlin 2009, S. 12

zählen indessen bspw. alle versicherungstechnischen Rückstellungen für Spätschäden oder potenziell mehrjährige Schadensabwicklungen. Die entsprechenden Rückstellungen werden statistisch als Erwartungswerte geschätzt. Für die Rückstellungen ohne Marktwert wird zusätzlich eine Risikomarge erhoben. [31]

*Solvenzquote*

Der Passivseite steht der Anlagebestand zu Marktwerten auf der Aktivseite zum Ausgleich gegenüber. Zur Berechnung, ob das Solvenzkapital ausreicht, werden die verfügbaren Eigenmittel auf der Passivseite der Bilanz dem benötigten Solvenzkapital gegenübergestellt. [32] Die Solvenzquote muss mindestens 100 % betragen, damit die Solvenzanforderungen erfüllt sind und das Eingreifen der Aufsichtsinstanzen nicht ausgelöst wird.

### 2.3.3 Solvenzkapital im Standardmodell

*Struktur der  
Standardformal nach  
QIS 5*

Die Europäische Kommission hat neben einer Reihe von Bestimmungen darüber, welche Risiken bei der Berechnung des Solvenzkapitals angesetzt werden müssen, ein Modell zur Auswahl vorgegeben. Mit diesem Standardmodell können die Risiken berechnet werden (vgl. Abbildung 6) [33].

Die Solvenzkapitalanforderung lässt sich mit der folgenden Standardformel berechnen [34]:

$$\text{SCR} = \text{BasisSCR} + \text{SCRop} - \text{Adj}$$

#### ■ Basissolvenzkapital

*Module mit ver-  
schiedenen Haupt-  
risikokategorien*

Die *Basiskapitalanforderung* (*BasisSCR*) soll anhand mehrerer Untermodule errechnet werden, in denen verschiedene Hauptrisikokategorien enthalten sind, bspw. das Marktrisiko oder das Ausfallrisiko. Diese Risiken sind wiederum in weiteren Teilrisiken gegliedert, bspw. in das Zinsänderungsrisiko, das Aktienrisiko oder das Immobilienrisiko im Rahmen des Marktrisikos. Zur Berechnung des *BasisSCR* werden die Risiken in einem Zwei-Stufen-Ansatz aggregiert. [35] Zunächst werden die Teilrisiken einer Hauptrisikokategorie mittels eines Korrelationsmix zusammengefasst. Anschließend werden die Kapitalanforderungen der Hauptrisikokategorien unter Verwendung einer dafür vorgesehenen Korrelationsmatrix zusammengeführt. [36] In der folgenden Abbildung 7 (Seite 146) werden wesentliche Risiken des *BasisSCR* anhand des jeweiligen Risikomoduls veranschaulicht. [37]

## Solvency-II-Standardansatz

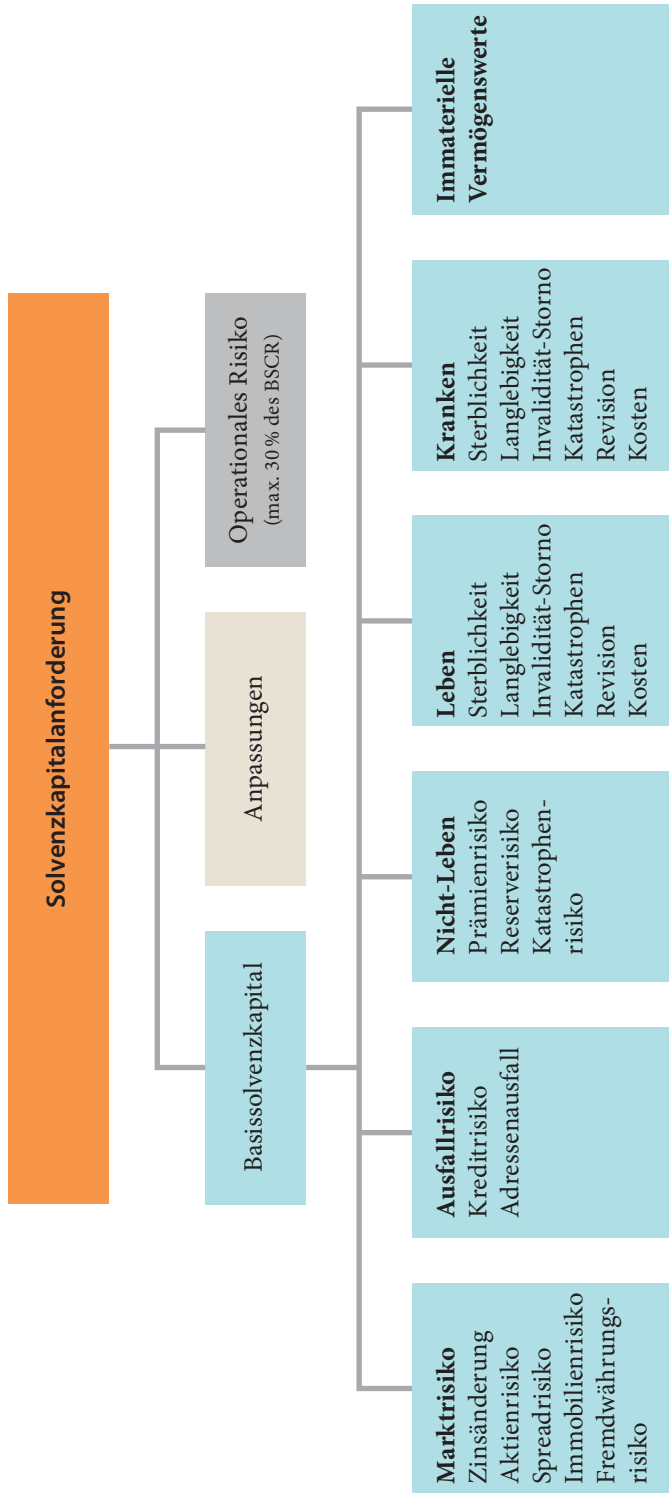


Abb. 6: Solvency-II-Standardansatz

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Technical Specifications Draft QIS 5, 2010, S. 145

### Risiken in Prozent

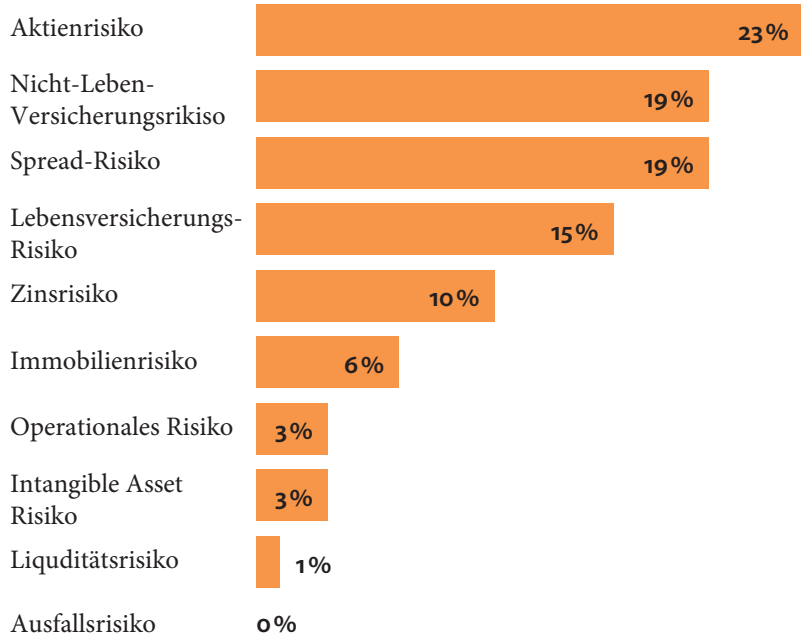


Abb. 7: Risiken in Prozent

Quelle: eigene Darstellung, Daten entnommen aus Morgan Stanley/Wayman, O. (2010): Solvency II: Quantitative and Strategic Impact, Frankfurt 2010, S. 10

#### Marktrisiken

In Abbildung 7 wird deutlich hervorgehoben, dass die höchsten Kapitalanforderungen durch die Hauptrisikokategorie Marktrisiko entstehen (60 % der Kapitalanforderungen). Nach den Marktrisiken kommen die versicherungstechnischen Risiken mit 34 % an zweiter Stelle. Die Marktrisiken weisen das größte Potenzial auf, optimal diversifiziert zu werden. Jedoch sind nach Solvency II für jede Investmentart, wie bspw. Immobilien, Aktien oder Private Equity, fixe Eigenkapitalhinterlegungssätze festgelegt, die den Spielraum für Anpassungen einengen.

#### ■ Operationales Risiko

##### Absicherung der internen Prozesse

Die *operationalen Risiken* (SCRoP) ergeben sich durch inadäquate oder fehlgeschlagene interne Prozesse, wie bspw. durch Personen und Systeme oder durch externe Ereignisse.

#### ■ Anpassungen

##### Weitere Anpassungen

Hinzu kommen die weiteren Anpassungen, *Adjustments* (Adj), die gemeinsam von der Basiskapitalanforderung abgezogen werden und das SCR ergeben.

### 3 Kapitalhinterlegung von Immobilieninvestitionen nach Solvency II

Assekuranzen können in private, gewerbliche und öffentlich genutzte Grundstücke und Bauten bzw. Projekte investieren. [38]  
Diese Investitionen sind mit Eigenkapital zu hinterlegen.

#### 3.1 Überblick über die Kapitalhinterlegung im Standardmodell

Unter Solvency II sind unter anderem Immobilienrisiken im *Haupt-  
risikomodul Marktrisiko* berücksichtigt. In der fünften Auswir-  
kungsstudie (QIS 5) wird beschrieben, wie Immobilien als direktes  
oder indirektes Investment zu behandeln sind. Dabei wird ebenfalls  
erläutert, welcher Subrisikoklasse diese zugeordnet werden müssen.  
Nach der Solvency-II-Rahmenrichtlinie gelten Immobilien, durch  
die Abhängigkeit der Immobilienrisiken von der Volatilität der  
Immobilienmarktpreise, als risikoreiches Investment und fallen in  
die *Subrisikoklasse Immobilienrisiko* (vgl. Abbildung 6, Seite 145).  
[39]

*Hauptrisikomodul  
Marktrisiko*

In der QIS 5 ist ausgeführt, dass Immobilienrisiken so weit wie  
möglich unter zwei grundsätzlichen Ansätzen in Betracht zu zie-  
hen sind. Beide Ansätze verstärken die Bedingung, die ökonomi-  
sche Substanz eines Investments zu identifizieren. Deshalb muss für  
jedes Investment – sofern möglich – auf den Net Asset Value (Net-  
toimmobilienwert) zurückgegriffen werden und unter bestimmten  
Voraussetzungen bei indirekten Immobilieninvestments der Look-  
Through-Ansatz angewendet werden. [40]

*Grundlage für  
Berechnung*

In der Studie QIS 5 werden die Immobilienarten unter dem Sub-  
modul Immobilienrisiko näher definiert. Immobilien müssen nach  
dem Standardansatz mit (derzeit) 25 % Eigenkapital hinterlegt wer-  
den, unter anderem bei Investitionen in: [41]

*Derzeit 25% Eigen-  
kapitalhinterlegung*

- Grundstücke, Gebäude, grundstücksgleiche Rechte
- Direkte und indirekte Beteiligungen an Immobilienunternehmen,  
die laufende Erträge generieren oder anderweitig zum Zweck der  
Kapitalanlage eingegangen sind
- Eigengenutzte Grundstücke und Gebäude

Immobilienvehikel

Alle anderen Arten von Immobilienvehikeln fallen in das Aktienrisiko. [42] Definiert ist das Aktienrisiko als ein Risiko, das von der Volatilität der Aktienpreise abhängt. Folglich sind in diesem Bereich alle Anlagen und Verbindlichkeiten zusammengefasst, die von den Veränderungen des Aktienmarkts abhängig sind, unter anderem Unternehmen [43],

- die Real-Estate-Management-Leistungen durchführen,
- die Immobilienprojektentwicklungen betreiben und
- die mithilfe von Fremdmitteln einen Leverage für Immobilieninvestitionen erzeugen.

Diskussion über finale Ausgestaltung

Abbildung 8 stellt die (derzeitige) Einstufung der Kapitalanlage und den damit verbundenen Eigenkapitalhinterlegungssatz dar. Die dort genannten Eigenkapitalhinterlegungen werden derzeit noch diskutiert und sind nicht als finale Quote anzusehen.

Eigenkapitalhinterlegung nach Immobilienanlage

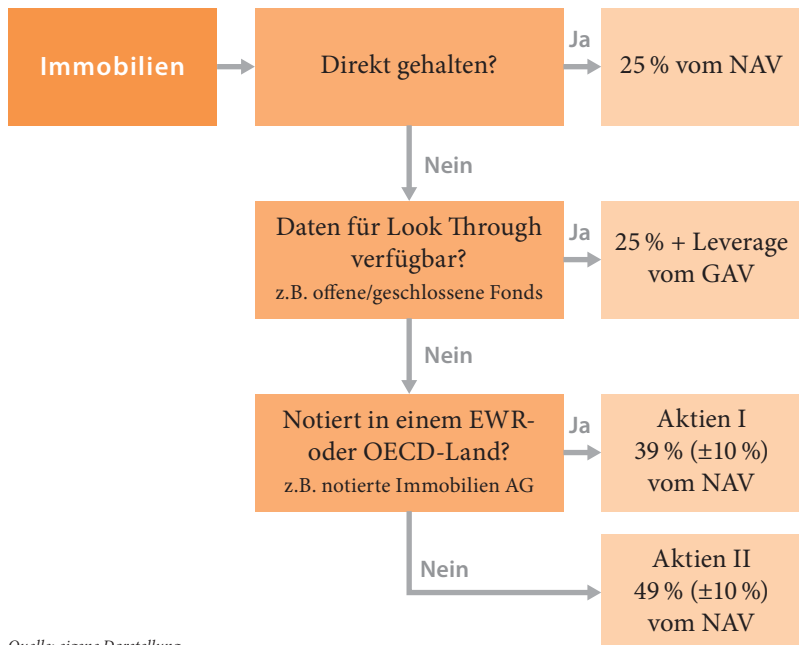


Abb. 8: Derzeitige Eigenkapitalhinterlegung nach Immobilienanlage

Quelle: eigene Darstellung

### 3.1.1 Direkte Immobilieninvestments

Unter direkt gehaltenen Immobilien werden alle Immobilienanlagen verstanden, bei denen das Versicherungsunternehmen zu 100 % direkt an der Immobilie beteiligt und somit als Eigentümer im Grundbuch eingetragen ist. In diesem Fall würde eine Risikokapitalhinterlegung von 25 % vom Net Asset Value anfallen, da dieses Investment unter das Immobilienrisiko subsumiert wird. Derzeit wird eine Reduzierung auf 15 % durch diverse Verbände befürwortet bzw. auf das Abstellen auf die Entwicklung eines anerkannten Index, beispielsweise des Investment Property Datenbank (IPD)-Index, für das jeweilige Land sowie eine Anpassung der Korrelationen zu anderen Untermodulen.

*Derzeit 25 % Eigenkapitalhinterlegung*

### 3.1.2 Indirekte Immobilieninvestments im Look-Through-Ansatz

Bei indirekten Immobilieninvestments kommt u. U. der Look-Through-Ansatz zur Anwendung. Hierbei muss analysiert werden, ob die folgenden Charakteristika, die einem Look-Through-Ansatz entsprechen, vorhanden sind. Falls dies zutrifft, fallen 25 % Risikokapitalkosten an, erhöht um den Fremdkapitalanteil. Ein Look-Through-Ansatz soll insbesondere bei folgenden Immobilienanlagengarten zur Anwendung kommen: [44]

*Derzeit 25 % Risikokapitalkosten und Fremdkapitalanteil*

- Kollektiven Investmentfonds
- Anderen indirekten Exposures
- Fund-of-Fund-Konzepten
- Aktiv und passiv gemanagten Fonds
- Fehlender Transparenz der Investition oder einer ungünstigen Kapitalanforderung anhand der Mandatierung
- Alternativ bei Klassifizierung der Investition als Equity mit der betreffenden Kapitalanforderung

Die Anwendung des Look-Through-Ansatzes wirkt sich demnach negativ auf den Leverage-Effekt aus, denn je höher der Fremdkapitalanteil ist, desto höher ist auch die geforderte Eigenkapitalhinterlegung.

*Auswirkungen von Fremdkapital auf die Eigenkapitalhinterlegung*

Nach der derzeitigen Interpretation würde eine Immobilieninvestition mit hohem Fremdkapitalanteil in das Aktienrisiko fallen – im Widerspruch zur Konzeption von Solvency II, bei dem versucht wird, alle Risiken adäquat mit Kapital zu hinterlegen. Somit würde ein Look-Through-Ansatz dazu führen, dass Versicherungsunternehmen eher Investitionen tätigen, die in das Aktienrisiko fallen,

da diese den Fremdkapitalanteil nicht mitberücksichtigen. Dies wäre bspw. bei einer Investition in einen privaten REIT in einem Land des Europäischen Wirtschaftsraums oder OECD, der mit 70 % fremdfinanziert ist, der Fall. Hier würde nur eine 39 %ige ( $\pm 10$  % Anpassung) Kapitalanforderung vom Net Asset Value anfallen.

### 3.1.3 Indirekte Immobilieninvestments im Aktienmodul

*Submodul Aktienrisiko  
mit derzeit 39% Eigen-  
kapitalhinterlegung*

Alle anderen Arten von Immobilienbeteiligungen fallen in das Submodul Aktienrisiko. In diesem Modul wird des Weiteren unterschieden, ob es sich um ein Investment handelt, das in einem EWR- oder OECD-Land notiert ist. In diesem Fall kommt das Aktienrisiko I mit einer Risikokapitalhinterlegung von derzeit 39 % ( $\pm 10$  %) vom Net Asset Value zum Tragen. Ist dies nicht der Fall, wird das Investment dem Aktienrisiko II mit derzeit 49 % ( $\pm 10$  %) zugeordnet. Der Zubzw. Abschlag ist abhängig davon, wie sich die Aktienmärkte entwickelt haben. Darauf aufbauend können die Kapitalanforderungen um maximal zehn Prozentpunkte herabgesetzt oder erhöht werden.

### 3.1.4 Strategischen Beteiligungen

*Derzeit 22 % Eigen-  
kapitalhinterlegung*

Abschließend ist zu erwähnen, dass in der QIS 5 unter dem Abschnitt „Aktienrisiko“ die Anlageart der *strategischen Beteiligung* vorkommt. Bei dieser Art der Anlage würde eine Eigenkapitalhinterlegung von derzeit 22 % vom Net Asset Value anfallen. [45] Eine strategische Beteiligung muss folgende Charakteristika erfüllen:

- Geringere Volatilität der Eigenmittelinvestition als bei vergleichbaren Investments als Folge des maßgeblichen Einflusses
- Klare Policy einer langfristigen Investition und Konsistenz dieser Policy mit der Unternehmensstrategie
- Fähigkeit zu einer entsprechenden Haltedauer
- Existenz einer „dauerhaften Verbindung“
- Konsistenz der angeführten Strategie mit der Gruppenstrategie und die Absicht, die Beteiligung langfristig zu halten

Diese Merkmale der strategischen Beteiligung basieren auf einem Entwurf der Rahmenrichtlinie, die das Solvency-II-Expertenteam der Europäischen Kommission herausgebracht hat.

### 3.1.5 Immobiliendarlehen

*Schwankungs- und  
Zinsrisiko*

Durch die novellierten AnIV fallen auch *Immobiliendarlehen* in die Immobilienquote – jedoch nur, wenn das Geschäftsdarlehen an

ein Immobilienunternehmen im Sinne des § 2 Nr. 14a AnIV und unter Voraussetzung von § 69 Abs. 1 und 2 InvG [46] vergeben wird. Unter Solvency II werden *Immobilienkreditdarlehen* nicht dem Immobilienrisiko zugeordnet, sondern fallen unter das Schwankungs- und Zinsrisiko. [47] Die Berechnung erfolgt über die Schwankungsausweitung gemäß der Duration mit ratingabhängigem, gegebenenfalls laufzeitabhängigem Faktor. [48] Somit gehören Immobilienkreditdarlehen in das Risikomodul für Staatsanleihen. Folglich wird verbreitet angenommen, dass die Eigenkapitalhinterlegung bedeutend geringer ist als bei direkten und indirekten Immobilieninvestments.

### 3.2 Überblick über die Kapitalhinterlegung im unternehmensindividuellen Modell

Im Solvency-II-Standardmodell erfolgt **keine** unternehmensindividuelle Berücksichtigung einer geografischen Diversifikation oder immobiliensektorialen Unterscheidung der Immobilieninvestition. Dies führt für Versicherungsunternehmen zu einer erhöhten Eigenkapitalhinterlegung, im Gegensatz zu einem unternehmensindividuellen System. Ein internes, risikoadjustiertes Modell bringt indes mit sich, dass das Solvenzkapital adäquater als unter Anwendung des Standardmodells berechnet werden kann. Dies wurde auch im Rahmen der Studie QIS 5 verdeutlicht, in der von einer Eigenkapitalhinterlegung in der Höhe von 80 % gegenüber dem Standardmodell ausgegangen wird.

*Keine unternehmensindividuelle Berücksichtigung der Risiken*

Eine höhere bzw. niedrigere Hinterlegung ist stark abhängig von der Investmentstrategie des Versicherungsunternehmens. Dies verdeutlicht unter anderem eine Betrachtung des Immobilienmarkts in Großbritannien und in Kontinentaleuropa. Bei einem Schritt von einem bewertungsbasierten zu einem transaktionsgekoppelten Index erhöhen sich die Risikokennzahlen wie Standardabweichung oder Value at Risk nicht für den UK-Markt als Grundlage für die Berechnungen im Standardmodell, jedoch deutlich für den Euroraum. [49] Somit ergibt das unter Einbezug des restlichen Euroraums für den gesamten europäischen Markt einen Value at Risk [50] von 13,3 %. Dies bedeutet, dass für europäische Immobilienanlagen eine Eigenkapitalunterlegung von 15 Prozent den Risikocharakteristika dieser Anlageklasse, ohne die Regulierungsziele von Solvency II zu gefährden, am besten entspricht (vgl. Abbildung 9). [51]

*Investmentstrategie des Versicherungsunternehmens*

Berechnung der Eigenkapitalhinterlegung der IPD-Studie

Abb. 9: Berechnung der Eigenkapitalhinterlegung der IPD-Studie

	Bewertungsbasierter Index		Transaktionsbasierter Index	
Region	Standard-Abweichung	0,5 % Value at Risk	Standard-Abweichung	0,5 % Value at Risk
UK	14,2 %	-23,3 %	14,3 %	-23,3 %
Euroraum	3,1 %	-0,1 %	7,8 %	-10,4 %
Gesamt	5,8 %	-7,1 %	9 %	-13,3 %

Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an IPD (2011): The IPD Solvency II Review – Informing a new regulatory framework for Real Estate, Wiesbaden 2011, S. 2

■ Modellvergleich

Angepasste Volatilitäten nach Regionen

Im folgenden Modellvergleich werden die unterschiedlichen Auswirkungen des Solvency-II-Standardmodells im Vergleich zu einem anderen Modell, das angepasste Volatilitäten nach Regionen festgelegt hat, verglichen. Dazu werden die Daten von *Standard & Poor's* herangezogen, das ein Konfidenzniveau von 0,003 verwendet. Um diese beiden Modelle zu vergleichen, wurde das Konfidenzniveau auf das Solvency-II-Standardmodell von 0,005 normiert. Das Quantil von 0,005 gibt die Insolvenzwahrscheinlichkeit eines Versicherungsunternehmens für das Folgejahr an. Als Nächstes wurde die vorgegebene Risk Capital Charge der EIOPA in die folgende Formel eingesetzt [52]:

$$\text{Volatilität} = 1 - \left( \frac{1 - \text{LTV} - \left\{ \frac{1 + \text{BEG} - \text{LOGINV}(\text{Quantil}; \text{LN}(1 + \text{BEG}) - \text{RCC}^2/2; \text{RCC})}{(1 + \text{BEG})} \right\}}{(1 - \text{LTV})} \right)$$

Eigenkapitalhinterlegung mit individuellen Modellen

Das Solvency-II-Standardmodell beruht nur auf UK-Immobilien-daten. Daher wird über alle Länder hinweg eine Eigenkapitalhinterlegung von 25 % festgesetzt, das bei Einsatz in die Formel eine Volatilität von ~11 % (10,94 %) ergibt. Das Modell von *Standard & Poor's* gibt die Eigenkapitalhinterlegungssätze nach Ländern an, was bei Einsatz in die vorher angeführte Formel in folgenden Volatilitäten resultiert (vgl. Abbildung 10) [53]:

Insbesondere für europäische Länder wie Deutschland und die Schweiz liegt die Volatilität nur bei 5 %. In Anbetracht wirtschaftlicher und marktbedingter Voraussetzungen ist dieser Ansatz adäquat.

**Volatilität und Eigenkapitalhinterlegung von Standard&Poor's**

	Quantil: 0,005	
	Volatilität	EK-Hinterlegung
Frankreich	7,1 %	17 %
Deutschland	5,0 %	12 %
Schweiz	5,0 %	12 %
Italien	7,1 %	17 %
USA	11,0 %	25 %
Spanien	11,0 %	25 %
Belgien	7,1 %	17 %
UK	11,0 %	25 %
Südkorea	11,0 %	25 %
Rest der Welt	11,0 %	25 %

Quelle: eigene Darstellung, Daten entnommen aus Allianz RE CRO & CFO Update Solvency II Relevance for Allianz Group and ARE

Abb. 10: Volatilität und Eigenkapitalhinterlegungssätze von Standard & Poor's

Der Modellvergleich konnte demonstrieren, dass sich Unterschiede bei den Eigenkapitalhinterlegungssätzen ergeben, wenn die Volatilitäten heterogen sind. Es konnte somit gezeigt werden, dass das Standardmodell „ungenau“ ist, da der Standardansatz nicht einen diversifizierten Immobilienbestand wiedergeben kann. Eine geringere Eigenkapitalhinterlegung ist unter anderem begründet durch Investitionen in sichere Märkte und Investitionen in Core-Immobilien.

Es gilt jedoch abzuwarten, ob die 25%-Eigenkapitalhinterlegung als derzeitige Diskussionsgrundlage umgesetzt wird.

Unterschiede bei den Eigenkapitalhinterlegungssätzen

Änderungen der Eigenkapitalhinterlegung möglich

## 4 Zusammenfassung und Ausblick

### *Drei-Säulen-Modell von Solvency II*

Das Ziel des Regelwerks Solvency II besteht in der Sicherstellung der Zahlungsfähigkeit von Versicherungsunternehmen und damit im Schutz der Versicherungsnehmer. Dazu werden – vergleichbar mit Basel II – drei Ansätze („Säulen“) genutzt:

- Quantitative Kapitalanforderungen im Rahmen einer risiko-orientierten Eigenkapitalhinterlegung
- Qualitative Bestimmungen und Anforderungen im Rahmen von Aufsichtsbehörden und Corporate Governance
- Publizitäts- und Offenlegungspflichten

### *Standardansatz vs. unternehmens- individueller Ansatz*

In Deutschland wurden bereits Teile dieses europäischen Regelwerks durch die nationale Gesetzgebung umgesetzt, insbesondere die Bereiche der qualitativen Bestimmungen und der Publizitäts- und Offenlegungspflichten. Starke Beachtung findet die Eigenkapitalhinterlegung bei direkten und indirekten Immobilieninvestitionen, die im Rahmen eines Standardansatzes Eigenkapitalhinterlegungen vorgibt. Dieser *Standardansatz* kann in Versicherungsunternehmen durch einen *unternehmensindividuellen* – auf die jeweiligen Bedürfnisse abgestimmten – Ansatz ersetzt werden, mit angepassten – in der Regel niedrigeren – Eigenkapitalhinterlegungen.

### *Diskussion über Quoten der Eigen- kapitalhinterlegung*

Derzeit werden die finalen Ausgestaltungen von Solvency II und damit verbunden die Behandlung von Immobilieninvestitionen und deren Eigenkapitalhinterlegungen kontrovers diskutiert, daher werden in dem hier vorliegenden Beitrag noch keine finalen Quoten für die Eigenkapitalhinterlegungen genannt.

### *Vorbereitung auf Solvency II*

Zusammenfassend kann aus den vorherigen Entwicklungstendenzen abgeleitet werden, dass durch das novellierte VAG und die Einführung von MaRisk die Versicherungen ansatzweise an Solvency II herangeführt wurde. Es kann stark davon ausgegangen werden, dass die großen Versicherungen – sofern möglich – interne Modelle umsetzen werden. Vor großen Herausforderungen in Bezug auf Solvency II werden vornehmlich kleine Versicherungen stehen, die hauptsächlich aus wirtschaftlichen Gründen sowie aufgrund von fehlender Infrastruktur dieses Regelwerk voraussichtlich nicht unternehmensindividuell umsetzen werden können.

## Referenzen

- [1] Vgl. Bundesministerium für Finanzen (2011): Basel III, Berlin 2011.
- [2] Vgl. EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011.
- [3] Vgl. Paskert, J. (2011): Investitionsmöglichkeiten in Alternative Assets unter Solvency II, KPMG, München 2011, S. 4.
- [4] Vgl. Versicherungsaufsichtsgesetz – Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen (29. 11. 2007) in der gültigen Fassung (VAG).
- [5] 2005 wurde das letzte Rundschreiben R 15/2005 der BaFin mit speziellen Hinweisen und Erläuterungen zu § 54 VAG und den AnIV-Richtlinien veröffentlicht, vgl. BaFin (2011).
- [6] Vgl. Deloitte (2010): Alternative Investments unter AnIV und Solvency II – Chancen und aktuelle Gestaltungen für die Kapitalanlage von Versicherungen, München 2011, S. 6.
- [7] Vgl. Farny, D. (2006): Versicherungsbetriebslehre, 4. Aufl., Karlsruhe 2006, S. 866.
- [8] Vgl. Deloitte (2010): Alternative Investments unter AnIV und Solvency II – Chancen und aktuelle Gestaltungen für die Kapitalanlage von Versicherungen, München 2011, S. 35.
- [9] Vgl. Romeike, F./Müller-Reichert, M. (2008): Risikomanagement in Versicherungsunternehmen: Grundlagen, Methoden, Checklisten und Implementierung, 2. Aufl., Weinheim 2008, S. 117.
- [10] Vgl. Stölting, R. (2004): Auf dem Weg zu Solvency II: Aktueller Stand in Münchner Rück (Hrsg.), München 2004, S. 5.
- [11] Vgl. Romeike, F./Müller-Reichert, M. (2008): Risikomanagement in Versicherungsunternehmen: Grundlagen, Methoden, Checklisten und Implementierung, 2. Aufl., Weinheim 2008, S. 118; Heistermann, B. (2002): Vom Müller-Report zu Solvency II: Neue Anforderungen an die finanzielle Ausstattung von Lebensversicherungsunternehmen in Europa in: GeneralCologneRe (Hrsg.), Köln 2002, S. 9.
- [12] Der Garantiefonds ist Teil des Solvabilitätssystems und dient zur Sicherung bestehender und zukünftiger Verbindlichkeiten. Bei einer Versicherungsaktiengesellschaft dient das Grundkapital als Garantiefonds, bei einem Versicherungsverein beruht es auf Gegenseitigkeit des Gründungstocks.
- [13] Bei Finanzkonglomeraten besteht insbesondere das Problem der Mehrfachbelegung der Eigenmittel (Double Gearing), wodurch das Geschäftsvolumen ohne zusätzliches Eigenkapital ausgeweitet werden kann, indem ein Versicherungsunternehmen eine Beteiligung an einen anderen Versicherer hält. Das Double Gearing ist bei der Ermittlung der Solo-Plus-Solvabilität ausgeschlossen.
- [14] Modifiziert nach Heistermann, B. (2002): Vom Müller-Report zu Solvency II: Neue Anforderungen an die finanzielle Ausstattung von Lebensversicherungsunternehmen in Europa in: GeneralCologneRe (Hrsg.), Köln 2002, S. 10 ff.
- [15] Vgl. Universität Leipzig (2010): Auswirkungen von Solvency II (Stand QIS 5) auf die Versicherer, Leipzig 2010, S. 9.
- [16] Vgl. Wagner, F. (2011): Versicherungslexikon, Wiesbaden 2011, S. 175.
- [17] Vgl. Gründl, H./Perlet, H. (2005): Solvency II und Risikomanagement: Umbruch in der Versicherungswirtschaft, Saarbrücken 2005, S. 118.
- [18] Modifiziert nach AON Re (2004): Solvency II-Anforderungen der Finanzwirtschaft an die Versicherungswirtschaft, S. 15.
- [19] Vgl. PwC (2010): Auswirkungen von Solvency II auf die Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherer, S. 7.
- [20] Vgl. Deloitte (2010): Alternative Investments unter AnIV und Solvency II – Chancen und aktuelle Gestaltungen für die Kapitalanlage von Versicherungen, München 2011, S. 17.
- [21] Vgl. Gründl, H./Perlet, H. (2005): Solvency II und Risikomanagement: Umbruch in der Versicherungswirtschaft, Saarbrücken 2005, S. 36.
- [22] Vgl. Früher, C./Grimmer, A. (2009): Versicherungsbetriebslehre, 4. Aufl., Karlsruhe 2006, S. 278.
- [23] Vgl. Romeike, F./Müller-Reichert, M. (2008): Risikomanagement in Versicherungsunternehmen: Grundlagen, Methoden, Checklisten und Implementierung, 2. Aufl., Weinheim 2008, S. 142.
- [24] Vgl. Rockel, W./Helten, E./Loy, H./Ott, P. (2007): Versicherungsbilanz-Rechnungslegung nach HGB, US-GAAP und IFRS. 2. Aufl., Stuttgart 2007, S. 355.
- [25] Vgl. Solvency II Kompakt (2011).
- [26] Vgl. Rockel, W./Helten, E./Loy, H./Ott, P. (2007): Versicherungsbilanz-Rechnungslegung nach HGB, US-GAAP und IFRS. 2. Aufl., Stuttgart 2007, S. 355.
- [27] Vgl. Nguyen, T./Scholz, M. (2010): Konzentration auf Kernkompetenzen als Antwort auf die neuen

- Anforderungen an das Risikomanagement durch Solvency II, Ulm 2007, S. 5-10.
- [28] In Anlehnung an Schubert, T. (2009): Solvency II im Überblick, in: GDV (Hrsg.) Berlin 2009, S. 12.
- [29] Vgl. Milliman (2007): Die Auswirkungen von Solvency II auf Versicherungsunternehmen, München 2007, S. 5.
- [30] Vgl. Solvency II Kompakt (2011).
- [31] Vgl. Solvency II Kompakt (2011).
- [32] Vgl. Rockel (2007): S. 360.
- [33] In Anlehnung an Technical Specifications Draft QIS 5 (2010): S. 145.
- [34] Vgl. PwC (2010): Auswirkungen von Solvency II auf die Kapitalanlagepolitik der Lebensversicherer, S. 24.
- [35] Vgl. Milliman (2007): Die Auswirkungen von Solvency II auf Versicherungsunternehmen, München 2007, S. 10.
- [36] Vgl. Milliman (2007): Die Auswirkungen von Solvency II auf Versicherungsunternehmen, München 2007, S. 10.
- [37] Daten entnommen aus Morgan Stanley/Wayman, O. (2010): Solvency II: Quantitative and Strategic Impact, Frankfurt 2010, S. 10.
- [38] Vgl. § 2 Abs. 1 Nr. 14a AnIV; Schäfer, J./Conzen, G. (2005): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen, München 2005, S. 101.
- [39] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011, S. 173.
- [40] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011, S. 173.
- [41] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011 S. 173.
- [42] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011, S. 170.
- [43] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011, S. 168-173.
- [44] Vgl. QIS 5 (2010): EIOPA Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS 5) for Solvency II (2011): Frankfurt 2011, S. 162.
- [45] Vgl. Straub, E. (2010): Solvency II und Investitionen in Alternative Assets – Schwerpunkt Immobilien, in: KPMG (Hrsg.), München 2010, S. 29.
- [46] (1) Die Kapitalanlagegesellschaft darf einer Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens ein Darlehen nur gewähren, wenn sie an der Immobilien-Gesellschaft für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens unmittelbar oder mittelbar beteiligt ist, die Darlehensbedingungen marktgerecht sind, das Darlehen ausreichend besichert ist und bei einer Veräußerung der Beteiligung die Rückzahlung des Darlehens innerhalb von sechs Monaten nach der Veräußerung vereinbart ist. Die Kapitalanlagegesellschaft hat sicherzustellen, dass die Summe der für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens einer Immobilien-Gesellschaft insgesamt gewährten Darlehen 50 Prozent des Wertes der von der Immobilien-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke nicht übersteigt. Die Kapitalanlagegesellschaft hat sicherzustellen, dass die Summe der für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens den Immobilien-Gesellschaften insgesamt gewährten Darlehen 25 Prozent des Wertes des Immobilien-Sondervermögens nicht übersteigt; bei der Berechnung der Grenze sind die aufgenommenen Darlehen nicht abzuziehen. (2) Einer Darlehensgewährung nach Absatz 1 steht gleich, wenn ein Dritter im Auftrag der Kapitalanlagegesellschaft der Immobilien-Gesellschaft ein Darlehen im eigenen Namen für Rechnung des Immobilien-Sondervermögens gewährt. (InvG § 69 Abs. 1 und 2)
- [47] Vgl. Straub, E. (2010): Solvency II und Investitionen in Alternative Assets – Schwerpunkt Immobilien, in: KPMG (Hrsg.), München 2010, S. 31.
- [48] Vgl. Straub, E. (2010): Solvency II und Investitionen in Alternative Assets – Schwerpunkt Immobilien, in: KPMG (Hrsg.), München 2010, S. 7.
- [49] Vgl. Piazzolo, D. (2011): Der Euroraum ist nicht UK – IPD-Studie zu Solvency II, in: Immobilien weekly – Das Magazin der deutschen Immobilienwirtschaft (Hrsg.).
- [50] Value at Risk gibt an, welchen prozentualen Wertverlust ein Portfolio an Immobilien nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 0,5 Prozent innerhalb eines Jahres überschreitet.
- [51] Eigene Darstellung in Anlehnung an IPD (2011): The IPD Solvency II Review – Informing a new regulatory framework for Real Estate, Wiesbaden 2011, S. 2.
- [52] BEG steht für Best Estimate Growth (diese Annahme wird benötigt, jedoch hat sie keinen Einfluss auf das Ergebnis, denn es kürzt sich heraus).
- [53] Eigene Darstellung, Daten entnommen aus Allianz RE CRO&CFO Update Solvency II Relevance for Allianz Group and ARE.

## Über den Autor und die Autorin



**Prof. (FH) Dr. Michael Trübstein** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *University of Illinois at Urbana-Champaign* (IL/USA) und an der *Ecole Supérieure de Commerce de Dijon* (F).

Von Oktober 2004 bis Oktober 2008 forschte und lehrte Michael Trübstein als wissenschaftlicher Assistent und Promotionsstudent bei Herrn Prof. Dr. Wolfgang Schäfers am Lehrstuhl für Immobilienmanagement an der *Universität Regensburg*.

Im April 2008 schloss er das Intensivstudium Real Estate Asset Management in Berlin ab und erhielt im September 2008 einen Ruf zur Professur für Immobilienmanagement an der *Fachhochschule Kufstein*. Ferner lehrt er an der *Politecnico di Milano* in Mailand (I) und am *PRATT Institute* in New York (USA). Der Schwerpunkt der wissenschaftlichen Tätigkeit liegt insbesondere in den Bereichen Real Estate Investment and Finance, Real Estate Asset Management, Real Estate Capital Markets und Real Estate Valuation.

**Hangama Ghafuri MA** studierte Immobilienmanagement & Facility Management mit der Vertiefung Immobilienmanagement an der Fachhochschule Kufstein. Während dieses berufsbegleitenden Masterstudiums war sie 18 Monate Trainee in der Immobilienbewertung.



Anschließend arbeitete sie bei der *Allianz Real Estate* im Portfolio Management, wo sie in Unterstützung mit dem Risk Management Department ihre Masterarbeit mit dem Thema „Solvency II – Auswirkungen auf die Immobilieninvestitionen bei deutschen Versicherungen am Beispiel der Allianz“ verfasste. Derzeit arbeitet sie als Portfolio-Analystin bei der *IPD GmbH* (*Investment Property Databank*) in Wiesbaden.

# *Börsennotierte Immobilien­gesellschaften*

# Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investments Trusts (REITs) in Deutschland

Frank Schaich  
CEO der Fair Value REIT-AG

*Der vorliegende Beitrag untersucht zunächst die Bedeutung börsennotierter Immobiliengesellschaften aus internationaler Perspektive und zeigt auf, dass REITs der globale Standard der indirekten Immobilienanlage sind. Nach einem Blick auf das Rendite-Risiko-Profil von REITs wird auf die Merkmale und zentralen Erfolgsfaktoren des German Real Estate Investment Trust (G-REIT) eingegangen. Schließlich werden die wichtigsten Bewertungsmethoden von REITs im Überblick dargestellt.*

*Sodann veranschaulicht der Beitrag in einem Praxisbeispiel Strategien und Herausforderungen des zweiten deutschen REIT, der Fair Value REIT-AG.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	163
<b>2</b>	<b>Bedeutung börsennotierter Immobiliengesellschaften aus internationaler Perspektive</b>	164
2.1	Marktvolumina und Markterwartungen an börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften	164
2.2	REITs als globaler Standard der indirekten Immobilienanlage	165
2.3	Rendite-Risiko-Profil von REITs	169
2.4	Der deutsche REIT im Überblick	170
2.5	Erfolgsfaktoren von REITs	173
2.6	Bewertung von REITs	174
<b>3</b>	<b>Praxisbeispiel: Fair Value REIT-AG</b>	175
3.1	REIT-Anforderungen an die Fair Value REIT-AG	175
3.2	Die Aktie der Fair Value REIT-AG	175
3.3	Portfolioverteilung und Portfoliostruktur	176
3.4	Mieterstruktur und Vertragsmietrendite	178
3.5	Ergebniszahlen	181
3.6	Strategie und Zielsetzung der Fair Value REIT-AG	182
<b>4</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	183
	<b>Über den Autor</b>	184

# 1 Einleitung

Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs) verbinden Immobilien- und Kapitalmarkt. Sie repräsentieren neben Immobilienfonds und -zertifikaten wesentliche Formen der indirekten Immobilienanlage und bieten Unternehmen wie Anlegern zahlreiche Chancen. Unternehmen halten oft hohe Immobilienbestände und können diese zum Beispiel in einen REIT einbringen und damit stille Rücklagen heben. Das Beispiel Frankreich zeigt, dass mit Einführung von REITs mit steuerlicher Begünstigung die hohe Eigenkapitalbindung in Immobilien gesenkt werden kann. Zu erwarten ist daher, dass auch künftig in Deutschland weitere REITs im Rahmen der Hebung stiller Rücklagen oder durch Umwandlung von offenen Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften entstehen werden.

*Verbindung von Immobilien- und Kapitalmarkt*

In Deutschland wurden REITs (German REITs, G-REITs) rückwirkend zum 1. Januar 2007 eingeführt. Damit war Deutschland das letzte Land aus der Gruppe der G8-Industrienationen, das die Steuerprivilegierung der Immobilienanlage normativ ausgestaltet hat. Die Besonderheit von REITs besteht darin, dass sie auf Gesellschaftsebene steuerbefreit sind. Das Finanzamt greift erst auf die Ausschüttungen an den Anleger zu (sogenannte „transparente Besteuerung“). Dem Anleger bieten REIT-Aktien den entscheidenden Vorteil, dass 90% des ausschüttungsfähigen Gewinns als Dividende ausgeschüttet werden müssen. G-REITs versuchen, die Vorteile von Immobilien- und Aktienanlagen zu vereinen: Sie bieten eine hohe Ausschüttungsquote, die laufende Erträge verspricht und gleichzeitig eine relativ hohe Fungibilität. So können Anleger schon mit relativ kleinen Beträgen an der Wertentwicklung von Immobilien partizipieren.

*G-REITs seit 2007*

2 Bedeutung börsennotierter Immobilien-  
gesellschaften aus internationaler  
Perspektive

2.1 Marktvolumina und Markterwartungen an  
börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften

Volumen des  
investierbaren Immo-  
bilienmarktes bei  
US\$ 70.000 Mrd. im  
Jahr 2030

Ein Blick auf das Global Investable Universe (GIU) – darunter ver-  
steht man den globalen Marktwert aller investierbaren Immo-  
bilienanlagen – zeigt die Bedeutung der Immobilienmärkte und der  
börsennotierten Anlagevehikel.<sup>1</sup> Die Ermittlungsmethode folgt der  
EPRA (European Public Real Estate Association), dem europäischen  
Verband der Immobilienaktiengesellschaften, und Mitbewerbern  
wie Prudential Real Estate Advisors oder UBS Global Asset Manage-  
ment.

Im Jahr 2010 zählten 62 Länder zu diesem globalen Univer-  
sum mit einem geschätzten Marktwert der Immobilien von rund  
US\$ 24.000 Mrd. Im Jahr 1985, also vor 26 Jahren, waren es noch  
35 Länder mit einem Marktwert von US\$ 4.500 Mrd. Bis zum Jahr  
2020 wird mit einer Steigerung der Marktwerte um 96% auf rund  
US\$ 47.000 Mrd. und bis zum Jahr 2030 um rund 290% gegenüber  
2010 auf fast US\$ 70.000 Mrd. gerechnet (vgl. Abbildung 1).

Abb. 1: Bedeutung  
und Entwicklung der  
Immobilienmärkte

	1985	2010	2020 E	2030 E
GIU in US\$	4.500 Mrd.	24.000 Mrd.	47.000 Mrd.	70.000 Mrd.
Europa: entwickelte Länder	30 %	30 %	28 %	?
Nordamerika	45 %	35 %	26 %	?

Quelle: CBRE Investors

starkes Wachstum  
in Asien

Für die Anzahl der Länder gibt es in diesem Zusammenhang keine  
Prognose. Allerdings wird sich 2020 der Anteil der entwickelten  
Länder in Europa von 30% auf 28% reduziert haben. Der Anteil von  
Nordamerika wird von 45% im Jahr 1985 und 35% im Jahr 2010 bis  
zum Jahr 2020 weiter absinken auf 26%, während die osteuropäi-  
schen Länder und insbesondere die Entwicklungsländer in Asien  
stark zulegen werden. In der Studie von CBRE Investors lag Deutsch-  
land im Jahr 2010 – spiegelbildlich zum BIP – nach den USA und  
nach Japan an dritter Stelle mit 6,4%, was einem Marktwert von  
etwa US\$ 1.500 Mrd. entspricht.

1 Die folgenden Zahlen stammen von CBRE Investors.

Von diesen rund US\$ 1.500 Mrd. waren laut EPRA am 11. Mai 2011 lediglich 2,8% börsennotiert. Dies entspricht US\$ 43 Mrd., verteilt auf 153 Unternehmen. In Nordamerika summierte sich die Marktkapitalisierung der insgesamt 1.126 börsennotierten Unternehmen am 11. Mai 2011 auf US\$ 478 Mrd., was rund 7% des Marktwertes von US\$ 7.300 Mrd. entsprach. Weltweit lag die Summe der Börsenkapitalisierung von US\$ 1.342 Mrd. bei 6% der Marktwerte von insgesamt rund US\$ 24.000 Mrd., verteilt auf fast 4.000 Unternehmen (vgl. Abbildung 2).

*geringes Volumen und Anzahl börsennotierter Immobilienunternehmen*

	Anteil GIU	Anteil Börse	in Prozent
Deutschland	1.500 Mrd.	43 Mrd.	< 3 %
Nordamerika	7.300 Mrd.	478 Mrd.	7 %
global	24.000 Mrd.	1.342 Mrd.	6 %

Abb. 2: Anteil und Volumen börsennotierter Unternehmen in US\$

Quelle: CBRE Investors

Hieraus können zwei Kernaussagen abgeleitet werden:

- Die Marktkapitalisierung der börsennotierten Immobiliengesellschaften in Deutschland liegt um mindestens 50% unter dem globalen Durchschnitt. Dies verdeutlicht das erhebliche Aufholpotenzial deutscher Immobiliengesellschaften.
- Rund 97% der Immobilienwerte in Deutschland und 94% weltweit sind nicht börsennotiert und damit in Direktbesitz oder in anderen Formen der indirekten Immobilienanlage, wie offenen Immobilienfonds, Spezialfonds, geschlossenen Immobilienfonds oder Private Equity Real Estate Funds gebunden.

Als der globale Standard börsennotierter Immobiliengesellschaften haben sich Real Estate Investment Trusts (REITs) etabliert, die nun für die nachfolgende Betrachtung im Fokus stehen sollen.

## 2.2 REITs als globaler Standard der indirekten Immobilienanlage

Börsennotierte Immobiliengesellschaften sind in den größeren Immobilienmärkten fast nur noch als Real Estate Investment Trusts (REITs) verfasst. REITs sind eine spezialisierte Form einer Immobilienaktiengesellschaft, über die Anleger in ein öffentlich gehandeltes Immobilienportfolio investieren können. Die Besonderheit

*steuerliche Vorteile eines REITs und hohe Ausschüttung*

von REITS liegt in ihrem bevorzugten Steuerstatus – in der Regel erfolgt eine Freistellung von der Unternehmensbesteuerung – diese ist jedoch an eine hohe Mindestausschüttung gebunden. Die Höhe der Ausschüttungsquote variiert dabei entsprechend der nationalen Gesetzgebung. Die Besteuerung der Ausschüttung findet auf Ebene der Anleger statt (sogenannte „transparente Besteuerung“). G-REITS unterliegen einer Pflicht zur Ausschüttung von mindestens 90 % des ausschüttungsfähigen Gewinns nach deutschem Handelsrecht.

Vier G-REITS in  
Deutschland

In Deutschland hat derzeit allerdings diese im Jahr 2007 eingeführte, besondere Form der Immobilienaktiengesellschaft mit momentan vier Unternehmen noch eine äußerst geringe Bedeutung. Gegenteilig zeigt sich jedoch die Lage in anderen Ländern. In den USA existieren REITS bereits seit 1960, Wurzeln finden sich schon im 19. Jahrhundert in New England (Massachusetts Trust). In Frankreich wurden REITS im Jahr 2003 eingeführt. Die *Sociétés d'Investissement Immobiliers Cotées (SIICs)* repräsentieren dort rund 40 % der börsennotierten Immobiliengesellschaften. Ihre Einführung kann als äußerst erfolgreich bezeichnet werden, denn sie vereinen einen Marktanteil von rund 60 % der gesamten Marktkapitalisierung börsennotierter Immobiliengesellschaften in Frankreich auf sich. Im Ergebnis haben sich REITS zum globalen Standard der indirekten Immobilienanlage entwickelt.

REITS international  
erfolgreich

Um die Potenziale für die Zukunft abzuschätzen, sind weitere Zahlen aufschlussreich: In den Jahren 1992–2003 ist die Marktkapitalisierung der US-REITS um 918 % gestiegen, in Australien um 628 %. Im gleichen Zeitraum sind in den Ländern, die REITS eingeführt haben, die Marktkapitalisierungen der börsennotierten Gesellschaften um 830 % gestiegen, während in den Ländern ohne REIT-Gesetzgebung die Marktkapitalisierungen um 28 % gefallen sind (vgl. Abbildung 3).

Abb. 3: Entwicklung der  
Marktkapitalisierung  
bei Ländern mit und  
ohne REITS

	ausschließlich REITS	mit Einführung von REITS	ohne Einführung von REITS
USA	+ 918 %		
Australien	+ 628 %		
andere Länder		+ 830 %	– 28 %

Quelle: CBRE Investors

Besteuerung von REITS  
und Immobilien-AGs

Grundsätzlich gilt bei REITS, dass sie steuertransparent sind, also keine laufende Ertragsteuerbelastung auf Unternehmensebene zu tragen haben. Im Gegenzug müssen REITS ihre laufenden Über-

schüsse zu 80 % bis 100 % an die Aktionäre ausschütten. Steuern sind dann nur auf Ebene der Aktionäre fällig. In der folgenden Abbildung wird die Besteuerung von G-REITS mit der von Immobilienaktiengesellschaften ohne REIT-Status verglichen (vgl. Abbildung 4).

Besteuerung nach Unternehmenssteuerreform ab 2009		REIT-AG	Immo AG
Unternehmens- ebene	HGB-Jahresüberschuss vor Steuern	100,00 <sup>1</sup>	100,00 <sup>2</sup>
	Körperschaftsteuer (15 %) und SolZ (5,5 %)	–	15,83
	Gewerbesteuer (400 % Hebesatz)	–	14,00
	HGB-Jahresüberschuss nach Steuern	100,00	70,17
	Steuerquote auf Gesellschaftsebene	0 %	29,83 %
Privatinvestor in Deutschland	Dividende (Ausschüttungsquote 90 %) <sup>3</sup>	90,00	63,15
	ESt (Abgeltungssteuer 25 %) und SolZ (5,5 %)	23,74	16,66
	Einkünfte nach Steuern	66,25	46,49
	Steuerquote auf Investorebene	26,38 %	26,38 %
Gesamtsteuerquote <sup>4</sup>		23,74 %	46,49 %

Abb. 4: Besteuerung von REITS und Immobilien AGs

Steuersätze ab 2008: KSt: 15 %; GewSt  $\approx$  14 % (Hebesatz 400 %)

- 1) gemindert/erhöht um die Rücklage nach § 13 III REIT G
- 2) vereinfachte Betrachtung; entspricht der Steuer-BMG nach steuerlichen Nebenrechnungen
- 3) nach § 13 REIT G ist beim REIT eine Mindestausschüttung von 90 % vorgeschrieben
- 4) bezogen auf den HGB-Jahresüberschuss vor Steuern

Quelle: Gesetzliche Regelungen

Für die Aktionäre bedeutet dies: Es gibt keine Doppelbesteuerung, nämlich auf Unternehmensebene und zusätzlich auf die Dividende wie bei „normalen“ Aktiengesellschaften, der Cashflow nach Steuern bei REITS ist also vergleichsweise höher. Da dies gerade für global agierende Investoren einen wesentlichen Vorteil darstellt, haben sich REITS weltweit zu einer Anlageklasse oder zumindest zu einer „Marke“ entwickelt. Die folgende Abbildung zeigt im Überblick wesentliche Kriterien von REITS in ausgewählten Ländern (vgl. Abbildung 5, Seite 168).

Auch für die Regierungen der Länder mit REIT-Strukturen ergeben sich Vorteile: Die Quellensteuern auf Dividenden stehen grundsätzlich den Ländern zu, in denen die Immobilien belegen sind und so ergeben sich für diese Länder planbare Steuereinnahmen, auch in Zeiten wirtschaftlicher Belastungen.

Abb. 5: Internationale Entwicklung der REITS

											
Bezeichnung	USA	Niederlande	Australien	Kanada	Belgien	Singapur	Japan	Frankreich	Hongkong	UK	Deutschland
Jahr	US-REIT 1960	FBI 1969	LPT 1985	MFT 1994	SICAFI 1995	SREIT 1999	JREIT 2000	SIIC 2003	HK REIT 2003	UK-REIT 2007	G-REIT 2007
Listing erforderlich	x	x	x	✓	✓	✓	x	✓	✓	✓	✓
Management <sup>1</sup>	intern	intern	intern/ extern	intern	intern	extern	extern	intern	extern	intern/ extern	intern
Anteil Immobilien <sup>2</sup>	> 75 %	100 %	> 50 %	> 80 %	100 %	> 70 %	> 75 %	flexibel	100 %	> 75 %	> 75 %
Ausland Assets	✓	✓	✓	x	x	✓	x	x	x	x	x
Projekt-entwicklung	✓	x	✓	x	✓	< 20 %	x	< 20 %	x	< 25 %	x
Leverage (Fremdkapital-Anteil)	x	< 60 %	x	x	< 65 %	< 35 %	x	x	< 35 %	> 2,5 <sup>4</sup>	< 55 %
Mindestausschüttung <sup>3</sup>	90 %	100 %	100 %	100 %	80 %	90 %	90 %	85 %	90 %	90 %	90 %

1) Wenn keine gesetzliche Bestimmung vorliegt, wird das bevorzugte Management-Modell angegeben.  
2) In Prozent des Gesamtvermögens. In Frankreich muss der SIIC lediglich „primär in Immobilien investieren“, andere Investments sind zugelassen, solange diese eine untergeordnete Rolle spielen.  
3) Als Prozentangabe der jeweiligen Bestimmunggrundlage – überwiegend Jahresüberschuss vor Steuern.  
4) Zinsdeckung sollte 2,5-faches Net Income übersteigen.

Quelle: EPRA

### 2.3 Rendite-Risiko-Profil von REITs

Das folgende Schaubild vergleicht das langjährige Rendite-Risiko-Profil von REITs mit dem anderer Anlageformen (vgl. Abbildung 6).

Positive Rendite-Risiko-Struktur der REITs

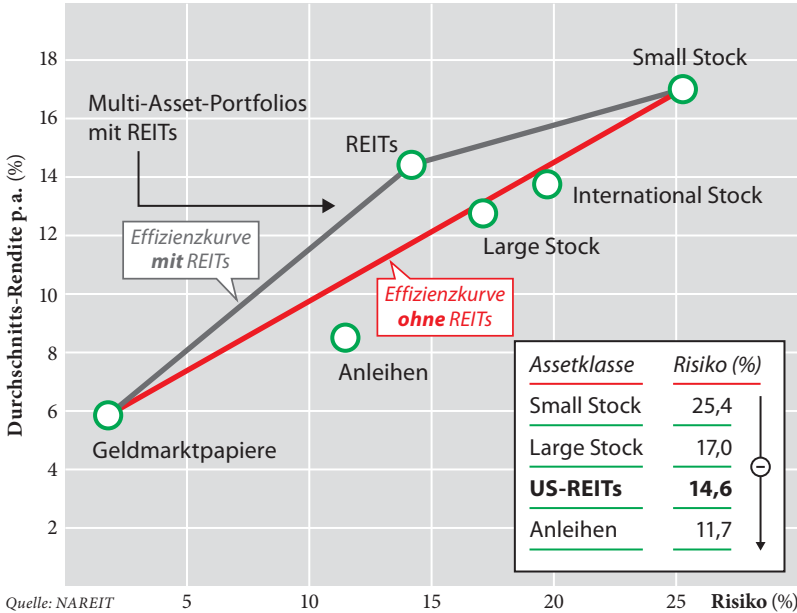


Abb. 6: Rendite-Risiko-Profil von REITs und anderen Anlagevehikeln

Die Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2007 bis 2009 hat zu unerwartet starken Konvergenzen der (letztendlich negativen) Renditen unterschiedlicher Assetklassen geführt. Daraus entwickelte sich ein neues Risikobewusstsein: Mehr denn je wird deutlich, dass die Fokussierung auf den Leverage-Effekt (Aufnahme von Fremdkapital) nicht gewinnbringend ist. Vielmehr zählen und zählen Eigenkapital und Liquidität.

Zudem stellte sich heraus, dass man die Volatilität nicht börsennotierter Vehikel dramatisch unterschätzt hatte. Vor allem wegen der Volatilität der Aktienkurse wurde die Börse bislang gemieden, aber der Marktwert einer Immobilie schwankt unabhängig davon, ob der Eigentümer an der Börse notiert ist, ein offener oder geschlossener Immobilienfonds oder ein Privatinvestor ist.

Natürlich sind die Aktienkurse börsennotierter Immobilien-Aktiengesellschaften in der Krise durch den Abgabedruck bestimmter Investoren stark unter Druck geraten. Die Gesellschaften selbst hatten dadurch jedoch keine Auswirkungen in ihrer Bilanz zu verspüren. Bei den offenen Immobilienfonds führte die massive Rückgabe

von Anteilen dagegen zu Liquiditätsengpässen und Schließungen, teilweise sogar zu Abwicklungen.

*Schnelle und effektive  
Reaktion auf Märkte*

Deutlich schneller und effektiver als nicht börsennotierte Vehikel konnten die börsennotierten Gesellschaften auf die Erfordernisse der Märkte und auf Opportunitäten reagieren. Alleine im Zeitraum Januar 2009 bis März 2010 wurde in den USA Eigenkapital in Höhe von US\$ 58 Mrd. an der Börse eingesammelt. Im Sommer 2011 notieren die US-REITS im Gegensatz zu ihren europäischen Pendants insgesamt wieder über dem Nettoinventarwert, dem Net-Asset-Value (NAV).

Geschätzt werden börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften auch aufgrund der vergleichsweise geringeren laufenden Verwaltungskosten und der deutlich geringeren Kapitalbeschaffungs- und Transaktionskosten. Sie bieten eine höhere Liquidität als nicht börsennotierte Vehikel, ein vergleichsweise höheres Diversifikationspotenzial und eine bessere Transparenz und Corporate Governance durch die Auflagen der jeweiligen Börsenordnungen. Experten und viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass in den kommenden Jahren ein Transformationsprozess zulasten des Anteils nicht börsennotierter Vehikel und zugunsten börsennotierter Vehikel, insbesondere REITS, stattfinden wird.

*REITS zukünftig als  
Portfoliobeimischung*

Die Direktinvestitionen und die nicht börsennotierten, indirekten Immobilienvehikel werden jedoch weiterhin überwiegen. Im Verlaufe dieses Transformationsprozesses werden REIT-Aktien auch in Europa und mit etwas Zeitverzug in Deutschland zunehmend als Portfoliobeimischung in Betracht gezogen. Insbesondere Versicherungsgesellschaften können durch die Anrechenbarkeit von REIT-Aktien auf ihre Immobilienquote diese als interessante und leicht skalierbare Ergänzung ihrer Immobilienanlagestrategie einbeziehen. Bis dahin ist das Management der betreffenden Gesellschaften gefordert, die Geschäftsmodelle und Investments erfolgreich weiterzuentwickeln, die REIT-Kriterien einzuhalten, eine aktive Kapitalmarktkommunikation zu pflegen und die Erwartungen der Investoren zu erfüllen.

## 2.4 Der deutsche REIT im Überblick

*G-REIT rückwirkend  
zum 1. 1. 2007*

Am 30. 3. 2007 hat der Bundesrat dem Gesetzentwurf zur Einführung des deutschen Real Estate Investment Trust (German Real Estate Investment Trust, G-REIT) zugestimmt. Das Gesetz wurde

am 1. 6. 2007 im Bundesgesetzblatt verkündet und trat am 1. 1. 2007 rückwirkend in Kraft. Damit ist der Weg für diese neue Anlageform auch in Deutschland frei. Als Rechtsgrundlage dient ein eigenes Gesetz, das REIT-Gesetz (REITG). Im Gegensatz zu Frankreich hat der deutsche Gesetzgeber den G-REIT nicht durch eine steuerrechtliche Vorschrift, sondern durch ein gesellschaftsrechtliches Gesetz eingeführt.

Die nachfolgende Übersicht (vgl. Abbildung 7, Seite 172) fasst die wesentlichen REIT-Kriterien zusammen.

Auch der deutsche Gesetzgeber kann einen Beitrag dazu leisten, dass sich die im globalen Kontext sehr wettbewerbsfähige Immobilien-Anlageform REIT auch hierzulande so erfolgreich entwickelt wie in den anderen Ländern mit REIT-Strukturen. So wäre zum Beispiel die Einbeziehung von Mietbestandswohnungen aus der Zeit vor 2007 in den Anlagekatalog von deutschen REITS sehr hilfreich und im Interesse auch der Mieter überaus geboten.

Entscheidend für die Weiterentwicklung des Segmentes der börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften ist jedoch vor allem ein stabiles Kapitalmarktumfeld. Die positive wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland hat in den vergangenen zwölf Monaten eine wichtige Grundlage hierfür geschaffen, zu steigenden Aktienkursen geführt und einer Reihe von börsennotierten Aktiengesellschaften Kapitalerhöhungen und sogar die ersten Börsengänge im Immobilienbereich ermöglicht.

*Gesetzliche  
Restriktionen und  
Kapitalmarktumfeld  
als Entwicklungs-  
determinanten*

Abb. 7: Wesentliche  
REIT-Kriterien im  
Überblick

#### **Kerngeschäft und Nebentätigkeit**

- Haupttätigkeiten im Immobilienbereich wie Vermietung, Verpachtung, Leasing oder Veräußerung von unbeweglichem Vermögen.
- Mindestens 75 % aller Vermögensgegenstände müssen in Immobilien investiert werden (Bewertung der Vermögensgegenstände nach IFRS); mindestens 75 % der Bruttoerträge müssen durch die Haupttätigkeit erwirtschaftet werden.
- Nebentätigkeiten, die die Haupttätigkeiten unterstützen wie unter anderem Facility Management, Bestandsverwaltung, Projektmanagement und Projektentwicklung sind grundsätzlich zulässig.
- Vorbelastete Nebentätigkeiten sind auf maximal 20 % des Vermögens und der Bruttoerträge limitiert. Um den REIT-Status zu erhalten, müssen diese Aktivitäten in eine eigenständige Tochtergesellschaft ausgegliedert werden.
- Maximal 50 % des Portfolios dürfen innerhalb von fünf Jahren verkauft werden (Abgrenzung zu Immobilienhändlern).

#### **Rechtsform und Börsennotierung**

- Organisation als deutsche Aktiengesellschaft mit Börsennotierung an einem EU-regulierten Markt.
- Antrag auf Börsenzulassung muss innerhalb von drei Jahren nach Gründung der Vor-REIT-Aktiengesellschaft erfolgen, sonst Verlust des Vor-REIT-Status.
- Mindestens 25 % Free-Float zum Zeitpunkt der Börsenzulassung, dauerhaft müssen mindestens 15 % im Streubesitz gehalten werden.
- Anleger dürfen direkt nur weniger als zehn Prozent an REIT-Aktien halten.

#### **Besteuerung**

- REIT-Aktiengesellschaften sind von KSt. und GewSt. befreit.
- Ausschüttungen der inländischen REIT-Aktiengesellschaft gehören zu den Einkünften aus Kapitalvermögen.

#### **Ausschüttung**

- Ausschüttung von mindestens 90 % des HGB-Gewinns.
- Verkaufsergebnisse werden als Teil des Gewinns angesehen, können aber maximal zur Hälfte für zwei Jahre für zukünftige Investitionen zurückgehalten werden.

#### **Rechnungslegungsstandards**

- Rechnungslegung nach IFRS (für Besteuerung und Gewinnausschüttung sind Ergebnisse des HGB-Abschlusses anzuwenden).
- Bilanzierung hauptsächlich nach IAS 40.

#### **Kapitalstruktur**

- Verbindlichkeiten bis maximal 55 % des Immobilienvermögens.

#### **Management**

- Internes Management ist empfohlen.

Quelle: Gesetz über deutsche Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REIT-Gesetz, REITG)

## 2.5 Erfolgsfaktoren von REITs

Im Folgenden werden zentrale Erfolgsfaktoren von REITs aufgezeigt (vgl. Abbildung 8).

<p><i>Cashflow und dividendenbasierte Bewertungen</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Investoren sehen REITs als eine Anlageklasse zwischen Anleihen und Aktien, mit Fokus auf Dividendenertrag in Verbindung mit einer Wachstumskomponente.</li> <li>■ Operativer Cashflow bildet daher den wichtigsten Bewertungsparameter.</li> <li>■ FFO und Dividend Yield gehören zu den wesentlichen Methoden bei der Bewertung von REITs.</li> </ul>
<p><i>Größe und Liquidität</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Der US-REIT-Markt hat gezeigt, daß die Konsolidierung von REITs zu einem Sektor börsennotierter Immobilienunternehmen führt, der von Großunternehmen dominiert werden könnte.</li> <li>■ Investoren suchen Aktien mit hoher Liquidität, um flexibel in ihrer Anlagepolitik zu sein.</li> <li>■ Größe impliziert idealerweise eine Verringerung der Kapitalkosten und eine Erhöhung der operativen Gewinnspanne.</li> </ul>
<p><i>Zugang zu Kapital für Wachstum</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Kapitalerhöhungen haben sich als effizientes Mittel erwiesen, um externes Wachstum zu finanzieren.</li> <li>■ Effektive Investor Relations und Kommunikation von Strategie und Ergebnissen sind wesentlich.</li> </ul>
<p><i>Verschuldungsgrad</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Haupteinflussfaktor des Verschuldungsgrades in entwickelten REIT-Märkten sind die Maximierung und Stabilisierung von Erträgen aus dem laufenden Cashflow.</li> <li>■ Ein „Investment grade“-Rating ist wesentlich, um Spreads zu optimieren.</li> </ul>
<p><i>Darstellung von Portfolio-Profilen</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ REIT-Investoren verlangen einen überzeugenden Investmentfokus (Nutzungsart/Region).</li> <li>■ Klare, wiedererkennbare Expertise in einem bestimmten Teilmarkt.</li> <li>■ Kritische Masse zur Ausübung von Marktmacht.</li> </ul>
<p><i>Einbeziehung von Projektentwicklung</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Projektentwicklungsaktivitäten sind zum Teil eine wichtige Geschäftskomponente, besonders bei Unternehmen, die keinen REIT-Status besitzen.</li> <li>■ Das einhergehende Risiko von Projektentwicklung resultiert jedoch in einer hohen FFO-Volatilität.</li> <li>■ In entwickelten REIT-Märkten erfolgen Projektentwicklungsaktivitäten eher durch Joint Ventures.</li> </ul>

Abb. 8: Erfolgsfaktoren von REITs

## 2.6 Bewertung von REITs

*Vergleichswert-  
verfahren, DCF-  
Methode und NAV zur  
Wertermittlung*

Eine Bewertung von REITs kann im Wesentlichen auf drei unterschiedlichen Verfahren beruhen.

Zunächst kommt eine Bewertung nach dem Vergleichswertverfahren in Betracht. Hierbei werden am Markt beobachtbare Preise vergleichbarer Unternehmen (sogenannte Peer Groups) herangezogen. Daraus wird, nach entsprechenden Modifikationen, ein Wert des REIT bestimmt. Im Grunde schließt man also vom Wert eines vergleichbaren Unternehmens durch Analogie auf den Wert des zu untersuchenden Unternehmens.

Des Weiteren können REITs nach der Discounted-Cashflow (DCF)-Methode bewertet werden. Das DCF-Verfahren orientiert sich am zukünftigen Erfolg eines Unternehmens: Es geht davon aus, dass der Wert einer Investition dem abdiskontierten Barwert der durch sie generierten zukünftigen Zahlungsströme entspricht.

National wie international führend ist die Bewertung von REITs nach dem Net-Asset-Value (NAV)-Verfahren. Regelmäßig bestehen fast die gesamten Aktiva eines REIT aus Immobilien. Der NAV-Ansatz gründet auf der Überlegung, dass der Wert eines REIT mit dem Schwerpunkt der Bestandshaltung von Immobilien durch die Ertragskraft dieser Immobilien bestimmt ist. Im Grundsatz ist der NAV der Saldo der Marktwerte der Aktiva des Unternehmens und seiner Verbindlichkeiten. Das Ergebnis wird als Reinvermögen oder Nettosubstanzwert bezeichnet. Wird der NAV auf die einzelne Aktie berechnet, spricht man vom „inneren“ Wert.

Üblicherweise ermitteln Analysten den „fairen Wert“ einer Aktie unter Einbeziehung aller drei Methoden mit einer spezifischen Gewichtung (beispielsweise zu jeweils einem Drittel).

### 3 Praxisbeispiel: Fair Value REIT-AG

#### 3.1 REIT-Anforderungen an die Fair Value REIT-AG

Die *Fair Value REIT-AG*, der zweite deutsche REIT, übertrifft die gesetzlichen Mindestvorgaben. In der folgenden Abbildung werden die Vorgaben des REIT-Gesetzes (REITG) mit den Werten der *Fair Value* zum 31. Dezember 2010 verglichen (vgl. Abbildung 9).

*Abgleich Unternehmen mit gesetzlichen Vorgaben*

Par. REITG	Kriterium	Bezugsgröße	Anforderung	Wert Fair Value zum 31. 12. 2010
§ 11	Streubesitz	Stimmrechte	mind. 15 %	39,4 %
§ 12, Abs. 2a	Vermögensanforderungen	unbewegliches Vermögen/Aktiva	mind. 75 %	92,1 %
§ 12, Abs. 3a	Ertragsanforderungen	Umsatzerlöse aus unbeweglichem Vermögen	mind. 75 %	100,0 %
§ 13	Mindestausschüttung an die Aktionäre	Bilanzgewinn nach HGB	mind. 90 %	93,5 %
§ 14	Ausschluss des Immobilienhandels	Veräußerungserlöse/Fünf-Jahres-Schnitt unbew. Vermögen	max. 50 %	17,2 %
§ 15	Mindesteigenkapital	bilanzielles Konzern-EK inklusive Minderheitsanteile/unbewegliches Vermögen	min. 45 %	49,6 %

- **Steuertransparenz:** Keine Einkommensbesteuerung auf REIT-Ebene (GewSt, KSt), sondern ausschließlich beim Aktionär
- **REIT-Portfolio** kann in- und ausländische Immobilien umfassen (Ausnahme: Wohnimmobilien, die vor dem 1. Januar 2007 errichtet wurden).

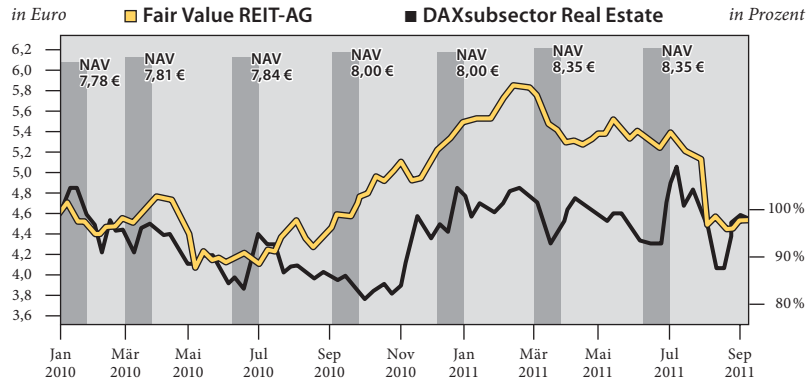
*Abb. 9: Gesetzliche Anforderungen und Umsetzung bei der Fair Value REIT-AG ▲*

#### 3.2 Die Aktie der Fair Value REIT-AG

In der ersten Jahreshälfte 2011 standen die deutschen Aktienmärkte weiterhin im Zeichen des wirtschaftlichen Aufschwungs. Die *Fair Value*-Aktie etablierte sich dabei mehrfach über dem Vergleichsindex DAXsubsector Real Estate, wie Abbildung 10 (Seite 176) zeigt. Trotz der positiven Entwicklung der Aktienkurse bleibt im Marktdurchschnitt eine spürbare Diskrepanz zwischen Wert und Preis – und dies bei einem relativ stabilen operativen Geschäft, wie es für Immobilien-Bestandshalter zumeist üblich ist. Immerhin haben sich bei einigen Gesellschaften die Aktienkurse sehr deutlich in Richtung NAV bewegt.

*Diskrepanz zwischen Wert und Preis*

Abb. 10: NAV und  
Börsenpreis der  
Fair Value REIT-AG



### 3.3 Portfolioverteilung und Portfoliostruktur

Diversifikation des  
Portfolios

Entscheidend für das Geschäftsmodell der *Fair Value REIT-AG* sind das günstige Risikoprofil und die nachhaltige Stabilität des Fair Value-anteiligen Immobilienportfolios. Die *Fair Value* setzt auf eine breite, regionale Diversifikation und einen Schwerpunkt auf Regionalstandorte, weil dort eine vergleichsweise geringe Volatilität bei der Miet- und Wertentwicklung zu erwarten ist (vgl. Abbildung 11, Seite 177).

Marktwert € 500 Mio.

Der Marktwert des Gesamtportfolios der aktuell 74 Immobilien belief sich auf der Grundlage der Marktbewertung zum 31. Dezember 2010 auf € 495 Mio. Der für *Fair Value* durchgerechnete Teil daran beträgt € 224 Mio. Insgesamt verteilen sich 86% der Mieten bei Vollvermietung auf die beiden Nutzungsarten Einzelhandel und Büro. Hier wird auch künftig der Investitionsschwerpunkt liegen (vgl. Abbildung 12, Seite 178).

## Regionale Portfolioverteilung

in Prozent der Fair-Value-anteiligen Marktwerte zum 30. Juni 2011

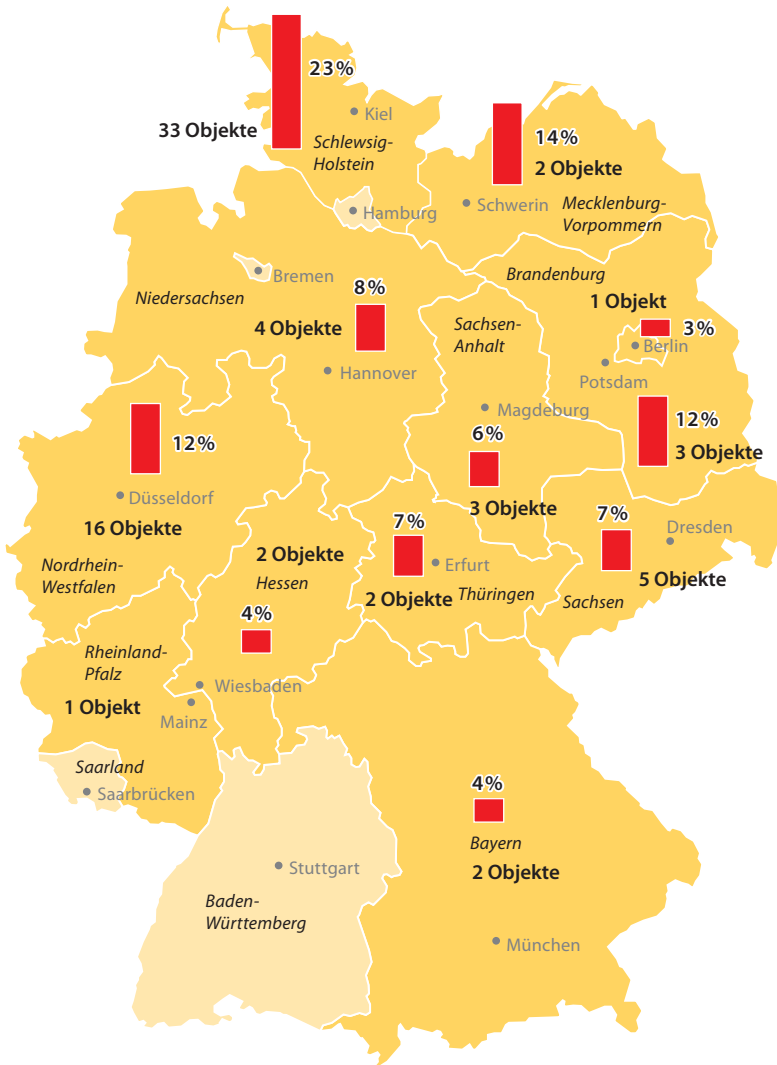
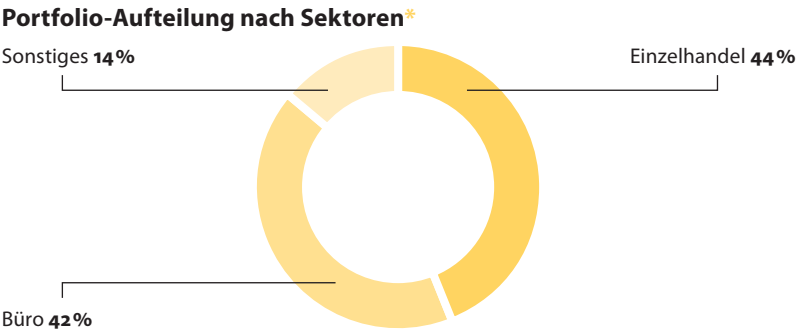
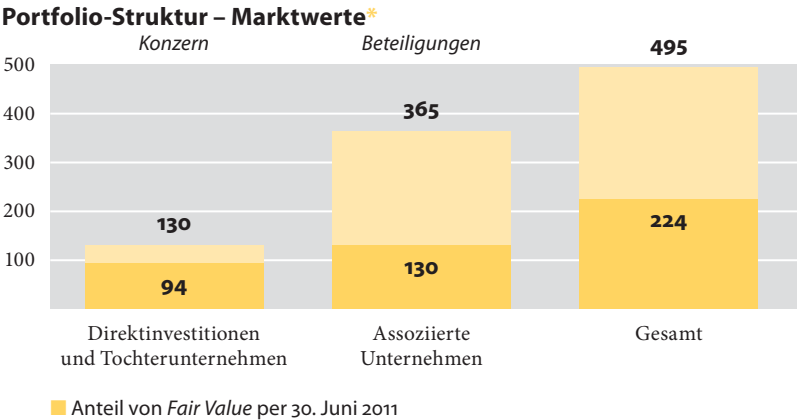


Abb. 11: Regionale Portfolioverteilung im Überblick

- breite regionale Diversifikation
- Schwerpunkt Regionalstandorte
- Vorteil: vergleichsweise geringe Volatilität bei Miet- und Wertentwicklung
- ▶ hohe Mietrenditen bei gleichzeitig relativ geringem Risikoprofil



- Marktwert des Gesamt-Portfolios: **495 Mio. €**
  - Anteil von Fair Value: **224 Mio. €**
  - 74 Immobilien mit einer vermietbaren Fläche von insgesamt rund **432.000 m²**
  - Ausgewogene Streuung nach Nutzungsarten
  - ▶ **Breite Diversifizierung des Immobilienportfolios**
- \* bezogen auf die Potenzialmiete, gerundet

3.4 Mieterstruktur und Vertragsmietrendite

Unterschiedliche Mieter und Sektoren

Stabilität drückt sich wie schon in den vergangenen Jahren auch weiterhin in der Mieterstruktur des anteiligen Portfolios der Fair Value REIT-AG aus. Die Sparkasse Südholstein ist die größte Mieterin mit rund 16% der anteiligen Vertragsmieten. Die Einzelhandelskonzerne Metro, Edeka und Kaufland stehen für insgesamt 26% der Vertragsmieten, in allen Fällen verteilt auf eine Vielzahl von Immobilien (vgl. Abbildung 13).

**Mieterstruktur** in Prozent der anteiligen Vertragsmieten

	30. Juni 2011
Sparkasse Südholstein	15,6 %
Metro-Group	10,5 %
Edeka-Konzern	10,2 %
BBV Holding AG	6,1 %
Kaufland-Gruppe	5,3 %
Schweizerhof Hotel	5,0 %
Commerzbank-Gruppe	3,8 %
HPI Germany	3,2 %
Bundesagentur/ARGE SGB II	2,4 %
Energiebau	2,3 %
sonstige	35,6 %
<b>Summe</b>	<b>100,0 %</b>

Abb. 13: Mieterstruktur im Überblick

- Mieterstruktur mit hoher Bonität
- Die zehn größten Mieter stellen 64 % der Vertragsmiete
- Größter Einzelm Mieter hat Anteil von rund 16 % der Vertragsmiete
- Einzelhandelskonzerne *Metro*, *Edeka* und *Kaufland* stehen für insgesamt 26 % der Vertragsmieten
- ▶ **breite Streuung gewährleistet Risikodiversifizierung**

Zum 30. Juni 2011 betrug die *Fair Value*-anteilige Vertragsmiete rund € 18 Mio. Die Mietrendite vor Kosten, bezogen auf den Anteil von *Fair Value* am Marktwert, betrug rund 8%. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge von 5,8 Jahren unterstreicht die Stabilität der Mieteinnahmen. Der Vermietungsstand von 93,1% (der Potenzialmiete von € 19,5 Mio.) sichert die nachhaltige Ertragskraft. Im Ergebnis hat die *Fair Value* folglich eine stabile Mietertragsbasis (vgl. Abbildung 14, Seite 180). In enger Zusammenarbeit mit den Dienstleistern beherzigt das Unternehmen den Grundsatz des proaktiven Asset-Managements, möglichst frühzeitig vor Auslauf von Mietverträgen den Kontakt zum Mieter zu suchen und über die Verlängerung seines Mietvertrages zu verhandeln.

Mietrendite vor Kosten  
bei 8%

Durch frühzeitige Gesprächsaufnahme mit den Mietern war es in den letzten vier Jahren möglich, einen durchschnittlichen Vermietungsstand von rund 95% zu halten. Zwar hat sich zum Monatsende Juni 2011 der Vermietungsstand leicht auf 93,1% reduziert, unter Berücksichtigung bereits abgeschlossener, aber zum Stichtag noch nicht übergebener Mietverträge liegt der Vermietungsstand per Anfang Juli 2011 bei 94%. Die Restlaufzeit der Mietverträge lag

Stabilität durch lang-  
fristige Mietverträge

zum Monatsende Juni 2011 bei rund sechs Jahren. Der hohe Vermietungsstand, die große Anzahl der Immobilien und der Mietverträge sowie die bisher gleichbleibend hohe Restlaufzeit der Mietverträge sind eine wesentliche Grundlage dafür, dass die operative Seite des Geschäftes der *Fair Value* auch weiterhin ein hohes Maß an Stabilität bietet (vgl. Abbildung 15, Seite 181).

**Vertragsmietrendite in Prozent**

bezogen auf anteilige Marktwerte per 30. Juni 2011

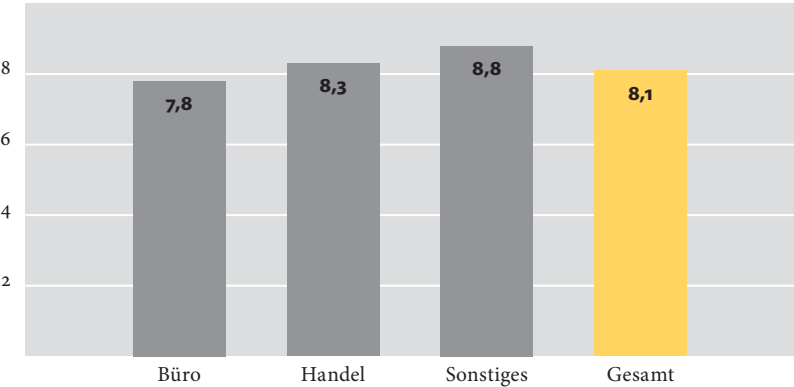
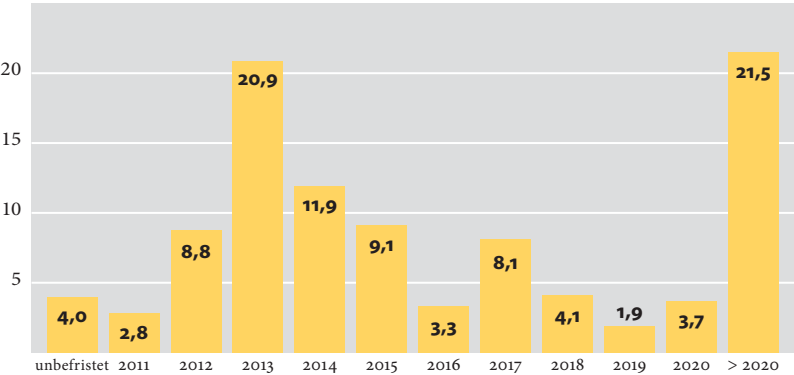


Abb. 14: Vertragsmietrenditen und Restlaufzeiten im Überblick

**Restlaufzeiten in Prozent**

bezogen auf die Vertragsmiete per 30. Juni 2011 (Fair Value-anteilig)



- **18,2 Mio. €** Fair Value-anteilige Vertragsmiete
- Mietrendite vor Kosten von **8,1 %** bezogen auf den Anteil von *Fair Value* am Marktwert
- durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge von **5,8 Jahren** unterstreicht Stabilität der Mieteinnahmen
- Vermietungsstand von **93,1 %** (der Potenzialmiete von **19,5 Mio. €**) sichert nachhaltige Ertragskraft
- **stabile Mietertragsbasis**

**Vermietungsstand**

in Prozent der anteiligen Potenzialmiete: Ø 95 % (12/2007–12/2010)

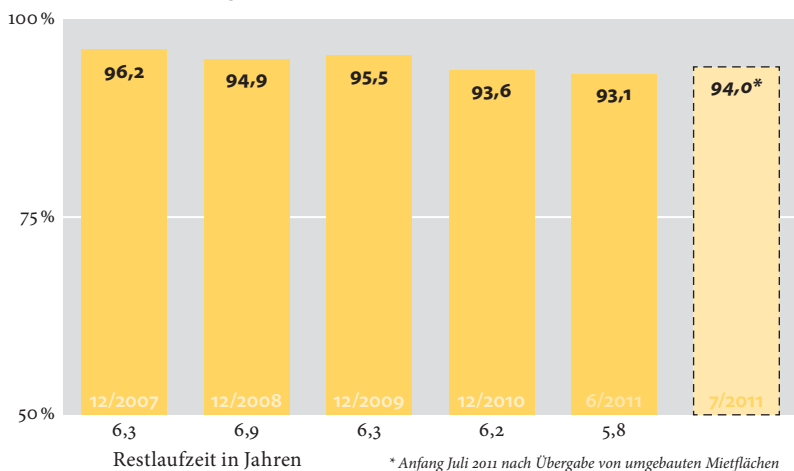


Abb. 15: Vermietungsstand und Restlaufzeit

**3.5 Ergebniszahlen**

Die hohe Stabilität spiegelt sich seit Jahren auch im operativen Ergebnis der Gesellschaft wider.

Steigende Ergebniskennzahlen

Das kräftige Wachstum der deutschen Wirtschaft hat sich im zweiten Quartal 2011 fortgesetzt und den Arbeitsmarkt weiter beflügelt. Viele deutsche Unternehmen suchen intensiv – auch im Ausland – nach Fachkräften, um die hohe Nachfrage nach ihren Produkten bedienen zu können. Bisher war der Außenhandel Motor des Wachstums in Deutschland, inzwischen wird auch die Binnenfrage kräftiger.

In diesem verbesserten gesamtwirtschaftlichen Umfeld konnte die *Fair Value* das erste Halbjahr 2011 mit einem Konzernüberschuss von rund € 3,2 Mio. und damit um 38% über dem Vorjahreswert von rund € 2,3 Mio. abschließen. Die Steigerung gegenüber dem Vorjahr resultiert im Wesentlichen aus der ergebniswirksamen Erhöhung der Marktwerte von Zinssicherungsgeschäften in den assoziierten Unternehmen. Das um diese Marktwertänderungen bereinigte, operative Konzernergebnis (EPRA-Ergebnis) lag bei rund € 2,9 Mio. und damit um 9% über dem Vorjahreswert von rund € 2,6 Mio.

Zum Bilanzstichtag am 30. Juni 2011 summierte sich das Konzern-Eigenkapital auf € 77,9 Mio. Somit erhöhte sich der bilanzielle NAV je in Umlauf befindlicher Aktie gegenüber dem 31. Dezember 2010

um 4% auf € 8,35 je Aktie – trotz der Anfang Juni erfolgten Dividendenzahlung in Höhe von € 0,9 Mio. Die REIT-Eigenkapitalquote stieg von 49,6% auf 50,9% des unbeweglichen Vermögens. Der Vermietungsstand des Fair Value-anteiligen Immobilienportfolios von 93,1% und die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge von 5,8 Jahren verschaffen dem Unternehmen weiterhin eine hohe Planungssicherheit. Die gute wirtschaftliche Lage der deutschen Unternehmen erleichtert zurzeit Anschluss- und Neuvermietungen, wobei sich teilweise auch wieder moderate Mieterhöhungen durchsetzen lassen.

### 3.6 Strategie und Zielsetzung der Fair Value REIT-AG

*Steigerung Ertragskraft  
und Dividende*

Die strategische Ausrichtung der *Fair Value* ist auf die Steigerung der Ertragskraft und der Dividende fokussiert. Um Kosteneinsparungspotenziale zu realisieren, müssen Anschlussfinanzierungen optimiert werden. Daneben soll durch eine Veränderung der Portfoliostruktur der Anteil an Direktinvestitionen ausgebaut werden. Geplant ist, durch gezielte Objektveräußerungen und Fondsliquidationen stille HGB-Reserven zu realisieren. Auch weiterhin wird sich die *Fair Value REIT-AG* auf ihre Stärken, nämlich Einzelhandel und Büro, konzentrieren. Um wachstumsbedingte Skaleneffekte zu erreichen, muss die Kostenquote je Aktie weiter reduziert werden. Das Ziel besteht darin, die Liquidität der Aktie deutlich zu steigern, welche eine Marktkapitalisierung von erfahrungsgemäß über € 100 Mio. erfordert. Demgemäß sind Neuinvestitionen in mehreren Transaktionen geplant, um sukzessive den Kurs an den NAV anzunähern. Dazu soll bei möglichen Kapitalmaßnahmen zunächst das bisher genehmigte Kapital (circa +50%) genutzt werden.

## 4 Zusammenfassung und Ausblick

Ein Blick auf das Global Investable Universe hat gezeigt, dass die Marktkapitalisierung der börsennotierten Immobiliengesellschaften in Deutschland noch unter dem globalen Durchschnitt liegt und deshalb erhebliches Aufholpotenzial besteht. Da der überragende Anteil der Immobilienwerte in Deutschland nicht börsennotiert ist, haben G-REITS gute Zukunftsaussichten. REITS sind als globaler Standard börsennotierter Immobiliengesellschaften etabliert. In Deutschland wurden sie im Jahre 2007 eingeführt, bislang existieren jedoch nur vier G-REITS. Die Alstra Office REIT-AG und die Fair Value REIT-AG machten den Anfang noch im Jahr 2007. Im Jahr 2010 folgte die zuvor schon börsennotierte Hamburger REIT-AG durch Umwandlung. Jüngster Zuwachs ist der IPO der Prime Office REIT-AG im Juli 2011. Abzuwarten bleibt, ob das gezeigte Aufholpotenzial ausgeschöpft wird und es zu weiteren Umwandlungen von Immobilienaktiengesellschaften in G-REITS kommen wird.

*gute Zukunftsaussichten für G-REITS*

Im aktuellen Wirtschafts- und Kapitalmarktumfeld bieten deutsche Gewerbeimmobilien bei geringen Darlehenszinsen auf das Fremdkapital vergleichsweise hohe Erträge auf das eingesetzte Eigenkapital. G-REITS ermöglichen eine besondere Form der Investition in den Sachwert Immobilie und verbinden diese mit einer Stabilität, die aus der Eigenkapitalquote von mindestens 45% der Immobilienwerte resultiert. Zugleich bieten deutsche REITS eine hohe Ausschüttungsquote von mindestens 90% des handelsrechtlichen Jahresüberschusses bei einer Steuerbelastung auf Aktionärsebene von maximal 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag. Dazu kommen ein hohes Maß an Transparenz sowie Liquidität durch die tägliche Handelbarkeit der REIT-Aktien an der Börse. Diese Merkmale rechtfertigen die Erwartung, dass REITS auch am deutschen Kapitalmarkt künftig stark an Bedeutung gewinnen werden – so wie es in allen anderen Ländern der Fall ist, in denen diese Form der indirekten Immobilienanlage bereits seit Längerem existiert. Für die *Fair Value REIT-AG* eröffnen sich in diesem Umfeld Chancen, ihr Eigenkapital- und Investitionsvolumen stark auszubauen, um so die Ertragskraft und die Dividende je Aktie nachhaltig zu steigern. Dieser Ausbau soll im Zusammenhang mit Bar- bzw. Sachkapitalerhöhungen erfolgen, sofern das Kapitalmarktumfeld dies ermöglicht.

*Transparenz und Fungibilität*

## Über den Autor



**Frank Schaich** (geb. 1959) ist seit dem 17. September 2007 Vorstand der *Fair Value REIT-AG*. Zuvor war der gelernte Bankkaufmann Vorstand der *IC Immobilien Holding AG* und verantwortlich für den Bereich Fondsgeschäft. Bereits seit der Gründung der IC GmbH 1988 war er in leitender Funktion in verschiedenen

Bereichen tätig. Seit 1993 übte er Geschäftsführungsfunktionen für mehrere Gesellschaften der IC Immobilien Gruppe und für die von ihr betreuten Immobilienfonds aus, bevor er 2002 in den Vorstand berufen wurde.

Insgesamt verfügt er über eine mehr als 25-jährige Erfahrung an den internationalen Immobilienmärkten. Dabei sammelte Frank Schaich umfangreiches Know-how in der Syndizierung, Finanzierung und Platzierung geschlossener Immobilienfonds sowie im Asset- und Portfoliomanagement.

# Entwicklung der Immobilienaktiengesellschaften in Österreich

MMag. Holger Schmidtmayr,  
MRICS, Mitglied des Vorstands der S IMMO AG

*Der börsennotierte Immobiliensektor in Österreich ist erst etwa 25 Jahre alt. Trotzdem hat er bereits eine bemerkenswerte Geschichte hinter sich – eine langsame und stetige Wachstumsphase bis zum Jahr 2000, eine Boomphase bis zum Beginn der Finanzkrise 2007 und seitdem eine Konsolidierungsphase.*

*Diese Entwicklung sowie zukünftige Aussichten für diesen Sektor werden nachfolgend kritisch beleuchtet.*

# Inhalt

<b>1 Späte Gründung: Ursachen und Folgen</b>	187
1.1 Der Start: Aktien und Genussscheine	188
1.2 Der Genussschein	189
1.3 Die Immobilienaktie	189
<b>2 Die erste Marktphase: vom Börsenstart bis zum Jahr 2000</b>	191
<b>3 Die zweite Marktphase: der Boom von 2000 bis 2007</b>	193
<b>4 Die dritte Marktphase: vom Beginn der Finanzkrise bis 2011</b>	195
<b>5 Die S IMMO AG</b>	199
<b>6 Aktuelle Entwicklungen des Immobilienaktienmarktes</b>	202
<b>7 Künftige Marktchancen und -risiken für Immobiliengesellschaften</b>	204
<b>8 Immobilienaktiengesellschaften und Offene Immobilienfonds in Österreich</b>	206
<b>9 Zusammenfassung</b>	207
<b>Über den Autor</b>	208

# 1 Späte Gründung: Ursachen und Folgen

Der Sektor der österreichischen Immobilienaktiengesellschaften wurde Mitte der 1980er Jahre gegründet. International gesehen ist er damit vergleichsweise jung; so reicht etwa in Großbritannien die Tradition der Immobilieninvestmentgesellschaft bis in die Mitte des 19. Jahrhunderts zurück.

*Gründung Mitte der 1980er-Jahre*

Diese Diskrepanz ist einmal darauf zurückzuführen, dass sich im angloamerikanischen Bereich die Immobilie als Investitionsgut schon wesentlich früher etablieren konnte. Dabei geht es um die konzeptionelle Trennung des Eigentums an einer Immobilie von deren Nutzung. In einer arbeitsteiligen Wirtschaft spezialisiert sich typischerweise jeder Teilnehmer am Wirtschaftsleben auf das, was er am besten kann. Der Schuster macht Schuhe, und der Tischler baut Möbel – das ist soweit allgemein akzeptiert. Wenn es allerdings um das Eigentum an Immobilien geht, hat sich dieser Spezialisierungsgrundsatz bei uns erst spät durchzusetzen begonnen und ist noch keineswegs die herrschende Praxis.

*Trennung von Eigentum und Nutzung*

Viele Unternehmen, deren Geschäftszweck von der Produktion materieller Güter bis zu Dienstleistungen aller Art variiert, und die entsprechend unterschiedliches spezielles Know-how aufweisen, sind jedoch gemeinschaftlich der Auffassung, dass die für ihre Tätigkeit erforderlichen Gebäude „natürlich“ in ihrem Eigentum zu stehen hätten. Das ist einigermassen erstaunlich, da sowohl die Entwicklung als auch die Errichtung und der erfolgreiche Betrieb von Immobilien selbst spezielles Know-how erfordern.

*Spezielles Know-how für Immobilien*

Entsprechend findet sich im Bilanzbild vieler österreichischer Unternehmen auf der Aktivseite eine Dominanz der Immobilienwerte gegenüber jenen Bilanzpositionen, die die eigentliche Unternehmenstätigkeit selbst betreffen.

*Immobilienwerte in der Bilanz*

Das hat auch wesentliche Auswirkungen auf die „Immobilienkultur“ eines Landes und damit auch auf die gesamte Branchenausbildung. Während etwa in England an jeder mittelgroßen Universität unterschiedlichste Fachausbildungen aus dem breiten Bereich „Real Estate“ angeboten werden, steckt die universitäre Fachausbildung in Österreich auf diesem Gebiet noch in den Kinderschuhen. Umso wichtiger ist es, diesen eingeschlagenen Weg entschlossen weiter zu gehen, und zwar nicht nur in der fachlichen Ausbildung, sondern auch in der Steigerung der ethischen Standards.

## 1.1 Der Start: Aktien und Genussscheine

Österreichische  
Großbanken mit  
anlegerfreundlichem  
Immobilienvehikel

Mitte der 1980er-Jahre verfolgten mehrere österreichische Großbanken die Idee, dem hohen Interesse der Anleger an Immobilien mit einem Produkt zu begegnen, das die üblichen Nachteile eines direkten Immobilienkaufs als Renditeobjekt durch den Anleger vermeidet, etwa die mangelnde Fungibilität, die hohen Transaktionskosten, die starke Klumpenbildungen aus Risikosicht, damit auch das erhöhte Standortrisiko, das erforderliche Know-how bei Vermietung und Bewirtschaftung, die generell hohe Beschäftigungsintensität („Kampf mit dem Vermögen“) und die Komplexität des österreichischen Mietrechts, um nur einige wesentliche Faktoren zu nennen.

hohe Besteuerung bei  
direktem Immobilien-  
kauf

Außerdem sollte auch die ungünstige steuerliche Behandlung von direkten Immobilienerträgen für Anleger vermieden werden. Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung werden ja dem sonstigen Erwerbseinkommen zugerechnet und damit in der Regel mit 50 % Einkommenssteuer belegt.

Das neue Produkt sollte daher Immobilien auch für den Kleinanleger zu einem erschwinglichen und fungiblen Produkt machen, das auch noch steuerlich günstiger ausgestaltet ist als der direkte Kauf eines Hauses.

Immobilien-  
genussschein und  
Immobilienaktie

Dieses Konzept wurde in Form zweier jeweils börsennotierter Produkte umgesetzt, als Immobiliengenussschein (= Immobilien-gewinnschein) und als Immobilienaktie.

- Das Genussscheinmodell wurde von der damaligen *Zentralsparkasse (Bank Austria)* und dem Spitzeninstitut des Sparkassensektors, der *Girozentrale*, verwirklicht.
- Die *Creditanstalt* und die *Erste Österreichische Sparkasse* verwirklichten das Anlegermodell als klassische Aktie.

Beide Modelle versuchen auf unterschiedliche Weise, die steuerlichen Nachteile, die eine Direktinvestition in Immobilien durch Anleger mit sich bringt, zu vermeiden.

## 1.2 Der Genussschein

Im Genussscheinmodell hält die initiiierende Bank die Anteile an der Immobiliengesellschaft. Diese begibt anschließend Genussscheine. Das so eingeworbene Kapital wird in Immobilien veranlagt und das wirtschaftliche Ergebnis an die Genussscheininhaber ausgeschüttet. In der Gesellschaft stellt die Ausschüttung an die Genussscheininhaber steuerlichen Aufwand dar, womit in der Gesellschaft (mangels Gewinn) keine Steuerpflicht anfällt.

*Initiiierende Bank  
hält Anteile und gibt  
Genussscheine aus*

Beim Anleger selbst stellen die Ausschüttungen Kapitalerträge dar, die mit der KEST (25 %) endbesteuert sind, womit Immobilien-erträge erfolgreich in Kapitalerträge umgewandelt wurden.

*Besteuerung mit KEST*

Dieses Konzept eines Entfallens der Besteuerung auf Gesellschaftsebene und einer Besteuerung lediglich auf Ebene des Anlegers (und das mit 25 % KEST statt mit 50 % Einkommenssteuer) entspricht der Systematik eines REIT. Somit ist es in Österreich möglich, einen REIT strukturell nachzubilden, obwohl es derzeit keine eigene REIT-Gesetzgebung gibt.

*Vergleichbar mit REIT*

Die steuerliche Behandlung der österreichischen Offenen Immobilienfonds nach dem Immobilienfondsgesetz entspricht im Ergebnis ebenfalls dem des Genussscheinmodells: keine Besteuerung auf Fondsebene; beim Anleger Besteuerung im Wege der KEST.

*Auch Offener  
Immobilienfonds beim  
Anleger mit KEST  
besteuert*

## 1.3 Die Immobilienaktie

Beim Modell der Immobilienaktie wurde die Besteuerung auf die Ebene der Gesellschaft reduziert, während beim Anleger ab einer Behaltedauer von einem Jahr keine Besteuerung stattfand.

*Besteuerung auf Gesell-  
schaftsebene*

Die von der Gesellschaft erzielten Gewinne unterliegen der Körperschaftssteuer. Die planmäßigen Abschreibungen auf das Immobilienvermögen gemäß UGB (Unternehmensgesetzbuch) führen regelmäßig zu einer moderaten Steuerbelastung und zum Aufbau stiller Reserven in der Gesellschaft. Das gilt auch bei der heute marktüblichen Bilanzierung der Immobilien zu Verkehrswerten nach IAS 40, da der steuerliche Gewinn auf Basis des UGB-Abschlusses ermittelt wird.

*Körperschaftssteuer*

Immobilienaktien waren als thesaurierende (d. h. nicht ausschüttende) Wertpapiere konzipiert und blieben dies auch über mehr als 20 Jahre. Der Anleger erhielt seinen Gewinn steuerfrei durch Real-

*Gewinnthesaurierung*

sierung des Kursgewinnes nach einer Behaltdauer von mindestens einem Jahr.

*Veränderung der  
Rahmenbedingungen  
durch Volatilität und  
Steuergesetzgebung*

Mit der massiv erhöhten Volatilität der Aktienkurse und dem Wegfall der Steuerfreiheit für Kursgewinne haben sich die Rahmenbedingungen allerdings stark verändert. Folglich werden in nächster Zeit voraussichtlich alle Immobilienaktien dazu übergehen, Dividenden auszuschütten, soweit sie das nicht bereits tun.

## 2 Die erste Marktphase: vom Börsenstart bis zum Jahr 2000

Der Spatenstich für den später so massiv gewachsenen börsennotierten Immobiliensektor in Österreich wurde am 24. September 1986 mit der Gründung der *Sparkassen Immobilienanlagen AG* gesetzt; die Börseneinführung ihres Genussscheins erfolgte am 19. Oktober 1987. Am 21. Juli 1987 wurde die *CA Immobilien Anlagen AG* gegründet; ihre Aktie notierte ab 20. April 1988 an der Wiener Börse. Am 14. Juni 1988 folgte *Die Erste Immobilien AG*, deren Aktie ab dem 28. Mai 1990 notierte.

Gründung von börsennotierten Immobilieninvestmentgesellschaften

Nach der Fusion der *Ersten Österreichischen Sparkasse* mit der *GiroCredit* zur *Erste Bank* wurden auch die Immobilieninvestmentgesellschaften der beiden Banken zur *Sparkassen Immobilien AG*, heute *S IMMO AG*, verschmolzen. Die *CA Immobilien Anlagen AG* besteht bis heute mit unverändertem Namen fort.

*S IMMO AG*

Diese Gesellschaften sind dadurch charakterisiert, dass sie von Banken initiiert wurden, die über einen breiten Filialvertrieb verfügen, über den Aktien und Genussscheine flächendeckend angeboten werden konnten. Dem Kunden sollten möglichst sämtliche Finanzprodukte aus dem eigenen Haus offeriert werden können: Investmentfonds, Versicherungen, Pensionsvorsorgen, Bausparen und nun eben auch börsennotierte Immobilienwertpapiere.

Initiierung durch Banken

Die Größe der Immobiliengesellschaften ist im Vergleich zur Größe der dahinter stehenden Banken gering und ihr Ergebnisbeitrag nicht signifikant. Die Banken sind in wesentlichem Umfang selbst Aktionäre der Gesellschaften und teilten somit das Wohl und Wehe der Anleger. Interessenkonflikte werden durch diese Struktur minimiert.

Reduktion von Interessenkonflikten

Als nächste Gesellschaft folgte die *Immofinanz AG*, die ab 2. Dezember 1994 an der Wiener Börse notierte. Sie sollte sich in weiterer Folge zur mit Abstand größten Gesellschaft des österreichischen Sektors entwickeln. Mit der *Constantia Privatbank* stand auch hier eine Bank als Initiator Pate. Die Vertriebsstruktur setzte bei der *Immofinanz* stärker auf das Private-Banking-Segment, also auf vermögende Privatkunden und Stiftungen. Außerdem wurden die Aktien über Strukturvertriebe (AWD) umfassend in den Markt gebracht.

*Immofinanz AG*

*Wachstum des Immobilienvermögens*

Charakterisiert war die erste Marktphase bis zum Jahr 2000 durch ein stetiges Wachstum des Immobilienvermögens der Gesellschaften, das durch jährliche Kapitalerhöhungen über österreichische Kapitalgeber finanziert wurde und von den Investitionsobjekten her auch weitgehend auf Österreich beschränkt blieb.

Diese Ausrichtung änderte sich deutlich mit dem Beginn des Ankaufs von Immobilien in Osteuropa, der um das Jahr 2000 einsetzte.

### 3 Die zweite Marktphase: der Boom von 2000 bis 2007

Die Öffnung des Eisernen Vorhangs 1989 und die nachfolgende friedliche Auflösung der Sowjetunion und des Warschauer Paktes 1991 stellen für Europa das wesentlichste historische Ereignis seit dem Ende des 2. Weltkriegs dar.

*Politische Änderungen  
ab 1989*

Österreichs wirtschaftliche und außenpolitische Lage und Ausrichtung wurden damit grundlegend verändert: statt in einer Randlage am östlichen Ende der westlichen Welt fand sich Österreich nunmehr tatsächlich auch wirtschaftlich im Herzen Europas wieder. Die Möglichkeiten und Chancen, die sich aus der Markterschließung in den postkommunistischen Nachbarstaaten und der ganzen Region ergaben, prägen die wirtschaftliche Entwicklung Österreichs bis heute. Die Wachstums- und Beschäftigungserfolge der letzten 20 Jahre waren wesentlich davon getragen.

Für das Segment der börsennotierten österreichischen Immobiliengesellschaften tat sich nun ein Investitionsraum auf, der weit über den bisherigen Heimmarkt hinausreichte. Städte wie Budapest, Prag und Bratislava lagen vor der Haustür, und dort erfolgte auch der Markteinstieg. Später folgten Warschau, Bukarest, Sofia, Moskau, St. Petersburg und noch viele mehr.

*Neue Investitions-  
räume*

Damit änderte sich aber auch Grundlegendes in der Struktur des Sektors. Bis etwa zum Jahr 2000 wurden im Wesentlichen österreichische Immobilien gekauft. Das Eigenkapital dafür stammte von österreichischen Aktionären – eine Situation, wie sie etwa in der Schweiz bis heute vorherrscht. Die drastische Ausweitung des Investitionsgebietes und damit des Investitionsvolumens konnte über den heimischen Kapitalmarkt schlicht nicht finanziert werden. Die Internationalisierung der Immobilienmärkte ging daher Hand in Hand mit einer Internationalisierung auf Kapitalgeberseite.

*Internationalisierung  
auf Kapitalgeberseite*

Auch das Volumen der Kapitalerhöhungen stieg markant: von € 10 bis € 20 Mio. in der ersten Marktphase auf nunmehr mehrere hundert Millionen €. Am Ende der Boomphase gingen die Summen schließlich sogar in die Milliarden.

*Volumina der Kapital-  
erhöhungen*

Das hatte auch markante Auswirkungen auf den Börsenwert des österreichischen Immobiliensektors, der sich schon mal von einem Jahr zum anderen verdoppeln konnte. (vgl. Abbildung 1, Seite 194).

**Kumulierte Marktkapitalisierung der börsennotierten österreichischen Immobilienunternehmen**  
in Millionen €

Quelle: JCF Quant

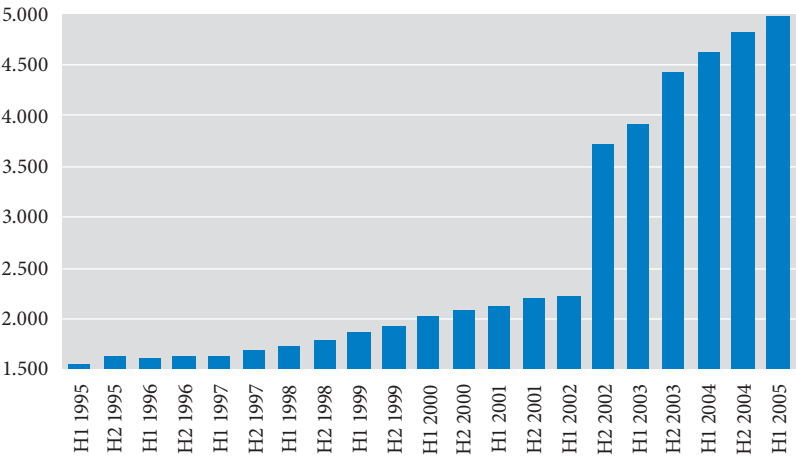


Abb. 1: Kumulierte Marktkapitalisierung der börsennotierten Immobilienunternehmen

Zahlreiche neue Unternehmen

In der zweiten Marktphase wuchs der Sektor auch um zahlreiche neue Unternehmen. Neben *Conwert* und *Meinl European Land*, die beide 2002 gelistet wurden, brachten die *Immofinanz* und die *CA Immo* ihr jeweiliges Osteuropaportfolio in eigene Gesellschaften aus, die getrennt von den Muttergesellschaften gelistet wurden: ab 12.12.2003 die *Immoeast* und ab 25.10.2006 die *CA Immo International*.

Am 29. Jänner 2007 schloss die Börsennotierung der *Warimpex* die zahlreichen Neuzugänge im Markt schließlich ab.

## 4 Die dritte Marktphase: vom Beginn der Finanzkrise bis 2011

Ab Mitte 2007 kommt es zu markanten Änderungen im Gefüge des österreichischen börsennotierten Immobiliensektors, wobei ein Teil „marktgemacht“ und ein weiterer Teil „hausgemacht“ ist. Der erste Teil besteht im Umschlag der Stimmung am Kapitalmarkt, der zu Kurseinbrüchen bei allen Titeln sowie einer markanten Sektorkonsolidierung führt. Den zweiten Teil machen Skandale aus, die die Glaubwürdigkeit des Sektors auch international erschüttern.

*Marktabschwung und Skandale*

Die nachfolgende Abbildung 2 zeigt die Kursentwicklung wesentlicher Immobilientitel von April 2007 bis Oktober 2011, sowie die Entwicklung des IATX und des ATX. Das Kursniveau vom 2. April 2007 bildet den Ausgangswert 100. Tiefpunkt der rasanten Abwärtsentwicklung der Immobilienaktienkurse ist das Jahresende 2008. Die Kurse liegen hier zwischen 10 % und 20 % des Vorkrisenniveaus.

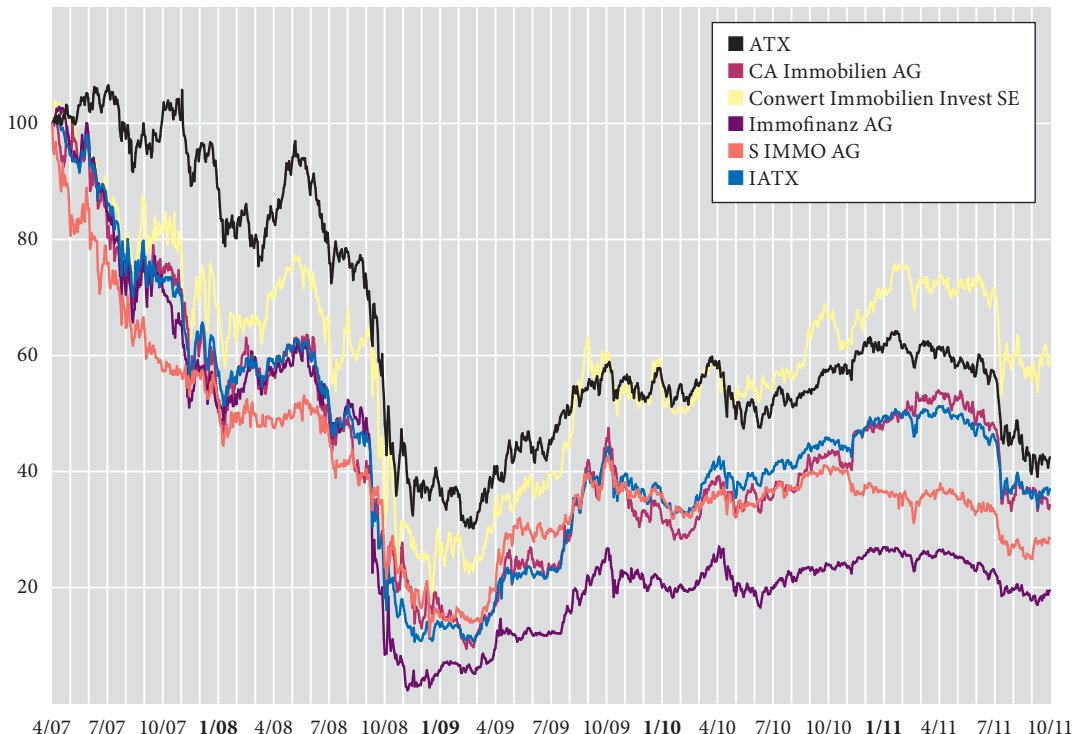
*Tiefstände 2008*

*Abb. 2: Kursentwicklung wesentlicher Immobilientitel ▼*

### S IMMO AG Peergroup und Indexdarstellung

April 2007 – Oktober 2011

*Quelle: Wiener Börse*



Bei der *Immofinanz* und der *Immoeast* sind es gar nur mehr um die 2 %. Im Jahr 2009 erholen sich die Kurse deutlich, liegen aber auch im Oktober 2011 immer noch in einer Bandbreite zwischen 40 % und 80 % unter den Vorkrisenkursen.

*EPRA-Index* Vergleichsweise besser ergeht es dem EPRA Euro Zone Index, der die wesentlichen Immobilienaktien der Eurozone umfasst: Der Wertverlust auf 43 % des Vorkrisenniveaus ist zwar ebenfalls massiv, der Crash vom Jahresende 2008 fehlt aber gänzlich. (vgl. Abbildung 3).

**FTSE EPRA/NAREIT Eurozone-Index**

Preis in €

Quelle: EPRA

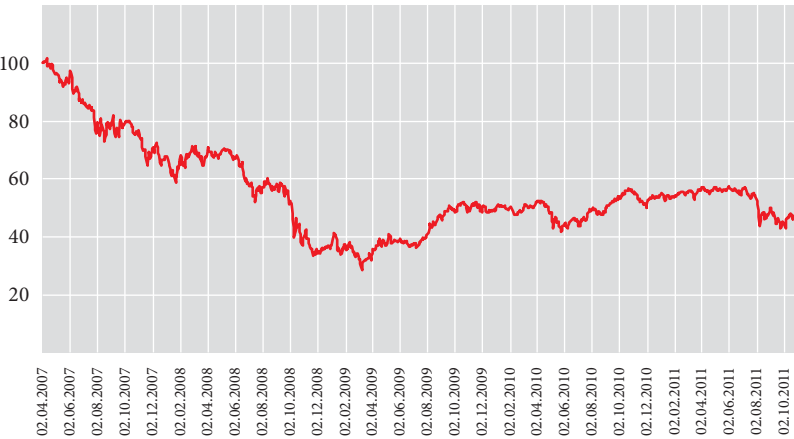


Abb. 3: FTSE EPRA/  
NAREIT Eurozone-  
Index

*Sektorkonsolidierung  
nach 2007*

In den Jahren nach 2007 kommt es auch zu einer deutlichen Sektorkonsolidierung. Während der IATX als Index aller österreichischen börsennotierten Immobiliengesellschaften im Jahr 2007 noch acht Werte aufweist, sind es 2011 nur mehr fünf. Die *Immoeast* verschwindet durch Fusion mit der *Immofinanz*, die *CA Immo International* durch Fusion mit der *CA Immo* und die *Eco Business* durch Fusion mit der *Conwert*. Die *Meinl European Land* ist zwar in Wien gelistet, aber auf der Kanalinsel Jersey ansässig und daher zu keinem Zeitpunkt Mitglied des IATX (vgl. Abbildungen 4 und 5).

*Immofinanz AG, die  
CA Immo AG und die  
Conwert AG im ATX*

Einen weiteren Meilenstein in der Entwicklung der Immobilien-gesellschaften stellte die Entscheidung der Wiener Börse dar, mit 21. März 2011 den Wiener Leitindex ATX auch für Immobilienge-sellschaften zu öffnen. Nunmehr sind die *Immofinanz AG*, die *CA Immo* und die *Conwert* aufgrund ihrer Größe und Börsenliquidität auch ATX-Werte.

## Zusammensetzung des IATX

Stand: 2007

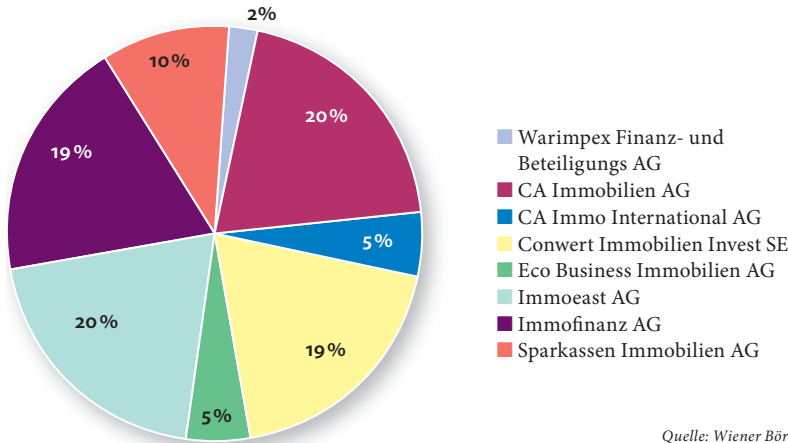


Abb. 4: Der IATX im Jahr 2007

Quelle: Wiener Börse

## Zusammensetzung des IATX

Stand: Dezember 2010

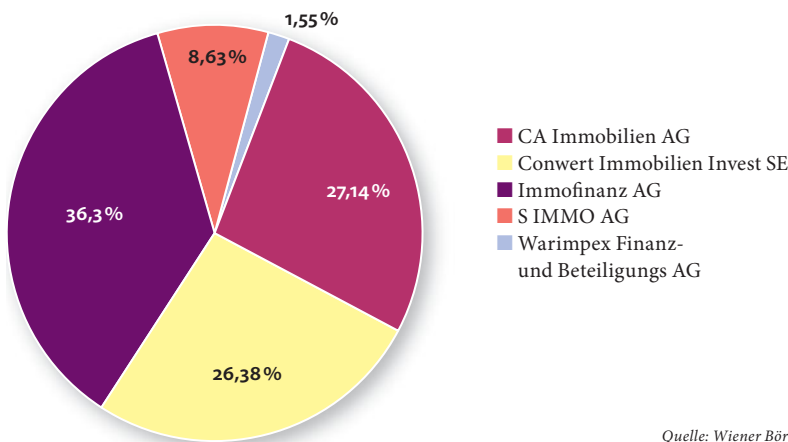


Abb. 5: Der IATX im Jahr 2010

Quelle: Wiener Börse

Die Finanzkrise 2007 brachte ein grundlegendes Umdenken der Investoren zum Thema Risiko. Während bis Mitte 2007 Risiko aktiv gesucht und honoriert wurde, entwickelte sich nunmehr die Suche nach „sicheren Häfen“ zum dominanten Investmentthema.

„Sichere Häfen“

Die österreichischen Immobilienaktiengesellschaften sind wesentliche Akteure in den osteuropäischen Immobilienmärkten. Das machte vor 2007 ihre Attraktivität am Kapitalmarkt aus: Die Wachstumsmärkte Osteuropas mit ihrem großen Aufholpotenzial auf westeuropäisches Niveau waren ein Magnet für Investoren, die hohe Renditen bei akzeptablem Risiko suchten. Nunmehr wurde dieses Risiko zur Hypothek für die Gesellschaften.

Osteuropäische Immobilienmärkte

*Corporate Governance*

Dazu kam eine zweite „hausgemachte“ Problematik in Form von schweren Mängeln in der Corporate Governance zweier großer österreichischer Marktteilnehmer. Das Faktum, dass diese Fälle nach nunmehr vierjährigen gerichtlichen Ermittlungen noch nicht einmal in den Status einer Anklage gereift sind, ist auch für den Börsenplatz Österreich kein Ruhmesblatt.

*Gründe für Kurseinbruch*

Der massive Einbruch der österreichischen Immobilienaktien zum Jahresende 2008 lässt sich somit durch drei Faktoren erklären:

- aus der Skepsis des Kapitalmarktes gegenüber Osteuropa aufgrund der neuen Präferenz für sichere Häfen;
- aus den „hausgemachten“ Mängeln in der Corporate Governance;
- sowie aus dem Umstand, dass die Verbindung der Gesellschaften mit dem internationalen Kapitalmarkt so eng geworden war.

*Gründe für Markterholung*

Diese drei Faktoren werden auch eine wesentliche Rolle bei der weiteren Erholung der Kurse in den nächsten Jahren spielen:

Das enorme und langfristige Wachstumspotenzial EU-Osteuropas als eines *emerging markets* vor unserer Haustür, der auch noch mit den rechtlichen und strukturellen Rahmenbedingungen der EU ausgestattet ist, wird wieder in den Fokus des Interesses rücken, sobald die *Safe-haven*-Phase abklingt.

Das Management der Unternehmen wird das Vertrauen der Anleger in eine makellose Unternehmensführung wieder herzustellen haben. Hier sind wir als Sektor auf einem sehr guten Weg. Der gerichtliche Schlussstrich unter die „Altlasten“ wird dazu seinen abschließenden Beitrag leisten.

Und schließlich wird eine Normalisierung der Stimmung auf den Kapitalmärkten dem Sektor neue Gelegenheit zu weiterem Wachstum bieten.

## 5 Die S IMMO AG

Die Wertpapiere der *S IMMO AG* feiern am 24. September 2012 den 25. Geburtstag ihrer Börsennotiz. Damit ist *S IMMO AG* die Doyenne der Branche. Mit der *Erste Group* und der *Vienna Insurance Group* hat sie zwei stabile und langfristige Kernaktionäre, die führende Finanzdienstleister in Österreich und in Osteuropa sind. 45 % der Aktien der *S IMMO AG* werden von 25.000 Privataktionären gehalten, 36 % von institutionellen Anlegern. (vgl. Abbildung 6).

Das dynamischste Wachstum wies die *S IMMO AG* in den letzten zehn Jahren auf: Das Immobilienvermögen wurde von € 200 Mio. im Jahr 2001 auf über € 2 Mrd. im Jahr 2011 gesteigert. Zur Finanzierung dieser Expansion konnten zwischen 2001 und 2006 am Kapitalmarkt € 495 Mio. erfolgreich aufgebracht werden (vgl. Abbildung 8, Seite 200).

Der Start nach Osteuropa erfolgte im Jahr 1999 mit der Entwicklung eines Bürohauses im Zentrum von Prag, setzte sich 2001 in Budapest, 2003 in Bratislava und ab 2006 in Bukarest und Sofia fort. Seit 2005 investiert die *S IMMO AG* außerdem in Deutschland mit den Schwerpunkten Berlin und Hamburg.

*Erste Group und Vienna Insurance Group als Kernaktionäre*

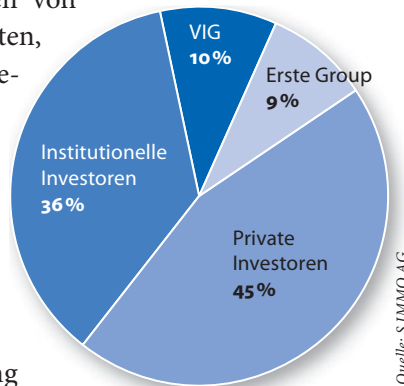
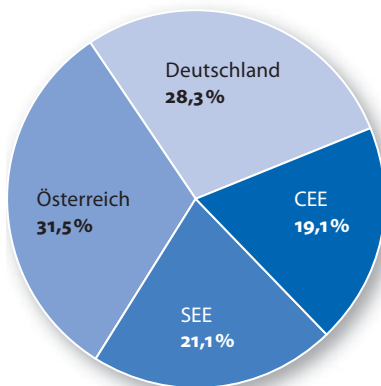


Abb. 6: Aktionärsstruktur 2011

*Wachstum des Immobilienvermögens*

*Markteintritt in Osteuropa*

### Verkehrswert nach Region



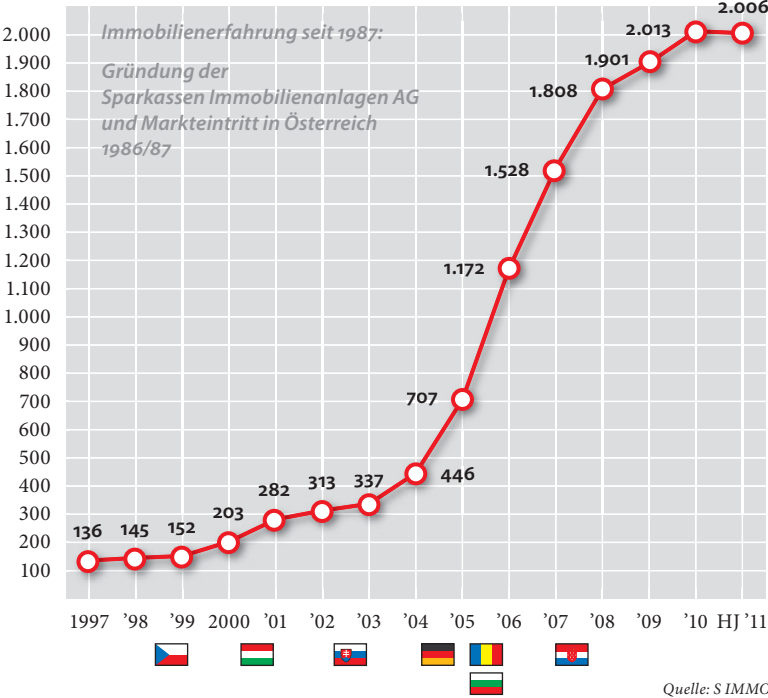
Vermietete Gesamtfläche **1.440.837 m<sup>2</sup>**  
 Brutto-Mietrendite **6,6%**  
 Vermietungsgrad **91,2%**

Abb. 7: Verkehrswert nach Region

Quelle: S IMMO AG

Immobilienvermögen  
in Millionen €

Abb. 8: Der Start nach Osteuropa erfolgte im Jahr 1999



Derzeit weist das Portfolio die in Abbildung 7 (Seite 199) dargestellte regionale Verteilung auf.

Damit befinden sich etwa 60 % des Immobilienvermögens in den etablierten Märkten Österreich und Deutschland; 40 % entfallen auf die EU-Hauptstädte Prag, Budapest, Bratislava, Bukarest und Sofia.

Die regionale Verteilung der Immobilien auf Stabilitäts- und Wachstumsmärkte innerhalb der Europäischen Union bewährt sich vor allem in der derzeit schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage. So kann die S IMMO AG vom Anstieg der Immobilienwerte in Österreich und Deutschland profitieren und Gewinne durch Verkäufe realisieren.

Das mittel- und langfristige Wachstumspotenzial liegt aber weiterhin in der CEE- und SEE-Region der EU, wo die S IMMO mit einem qualitativ hochwertigen Portfolio vertreten ist.

Zur besseren Risikostreuung ist die S IMMO AG in unterschiedliche Immobilienarten investiert. Das Portfolio besteht aus Büros, Geschäftsflächen, Wohnobjekten und Hotels (vgl. Abbildung 9, Seite 201).

Verteilung in  
Stabilitäts- und  
Wachstumsmärkte

Streuung der  
Nutzungsarten

Der klare Schwerpunkt liegt dabei auf hoher Standortqualität und langfristigen Mietverträgen. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge der größten 25 Mieter, die einen Anteil von 39 % der Gesamtmieteinnahmen ausmachen, liegt derzeit bei über 9 Jahren.

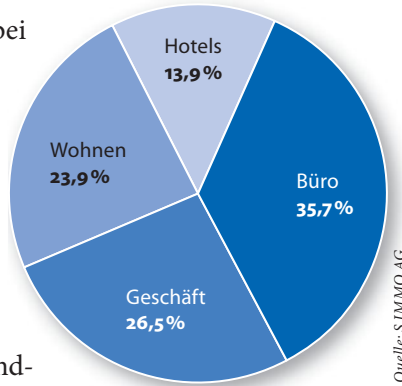


Abb. 9: Verkehrswert nach Nutzungsart

Beispielhaft lässt sich die Standortpolitik der S IMMO AG am Hotelportfolio zeigen: dieses umfasst das Hotel *Marriott* an der Wiener Ringstraße, das *Marriott Courtyard* neben dem Head Office der OMV in Wien (das selbst auch im Eigentum der S IMMO AG steht), zwei Hotels am Wenzelsplatz in Prag, das Hotel *Marriott* in Budapest sowie je ein Hotel in den Zentren von Bratislava und Bukarest.

Schwerpunkt auf Standortqualität und langfristigen Mietverträgen

Die S IMMO AG betreibt die größten Shoppingcenter Rumäniens und Bulgariens (in Bukarest und Sofia) ebenso wie Zinshäuser in Berlin mit einer Gesamtwohnfläche von über 315.000 m<sup>2</sup>.

Retail und Wohnen

Die regionale und sektorale Streuung des Portfolios stabilisiert die Gesamtperformance des Immobilienvermögens. Immobilien entwickeln sich in längerfristigen Zyklen. Je mehr eine Gesellschaft an Immobilien hält, die unterschiedlichen Zyklen folgen, desto ausgewogener ist ihre Ergebnisentwicklung. Während sich derzeit etwa der Zinshausmarkt in Berlin sowohl im Hinblick auf das Mietniveau als auch auf die Wertentwicklung sehr erfreulich entwickelt, befindet sich der Büromarkt in Sofia am Tiefpunkt seines Immobilienzyklus.

Gesamtperformance

Die S IMMO AG hat die Jahre der Finanzkrise genutzt, um sämtliche ihrer Entwicklungsprojekte im Umfang von mehr als € 500 Mio. erfolgreich fertigzustellen und zu vermieten. Das macht sich jetzt in stark steigenden Ertragszahlen bemerkbar: Der Halbjahresabschluss 2011 wies gegenüber der Vorjahresperiode um 29 % höhere Gesamterlöse, ein um 35 % gestiegenes EBITDA und sogar ein um 70 % gestiegenes EBIT aus.

Fertigstellung der Entwicklungsprojekte

Die Jahre des extremen Wachstums sind für einige Zeit vorbei. In Zukunft werden die börsennotierten Gesellschaften daran gemessen werden, wie viel sie aus ihrem Portfolio für ihre Aktionäre zu erwirtschaften in der Lage sind. Auch für diese Zeiten ist die S IMMO AG gut aufgestellt.

Shareholder Value

## 6 Aktuelle Entwicklungen des Immobilienaktienmarktes

Negativer Trend auf den Finanzmärkten

Die Börsenkursentwicklung der österreichischen Immobilienaktien in den ersten drei Quartalen des Jahres 2011 folgte dem derzeit allgemein negativen Trend an den Finanzmärkten und reicht von minus 18 % bei der *Conwert SE* bis zu etwa minus 34 % bei der *Immofinanz*. Die *CA Immo AG* und die *S IMMO AG* liegen bei einem Minus von je 25 % seit Jahresbeginn.

Osteuropa und Projektentwicklungen derzeit ein Malus

Jene Gesellschaften, die Teile ihres Portfolios in den CEE- und SEE-Staaten halten, werden somit vom Markt ebenso abgestraft wie Gesellschaften, die noch umfangreiche Projektentwicklungen vor sich haben. Demgegenüber wird niedriges Development-Exposure, ein höherer Immobilienanteil in Österreich und Deutschland sowie ein hoher Wohnanteil im Portfolio derzeit vom Markt honoriert.

Trendumkehr

Das stellt eine klare Umkehr der Marktppräferenzen gegenüber der Situation vor vier Jahren dar: Börsestars waren damals Unternehmen, die große Projektentwicklungen möglichst in Osteuropa aufwiesen; Wohnanteile im Portfolio wurden dagegen als langweilig angesehen.

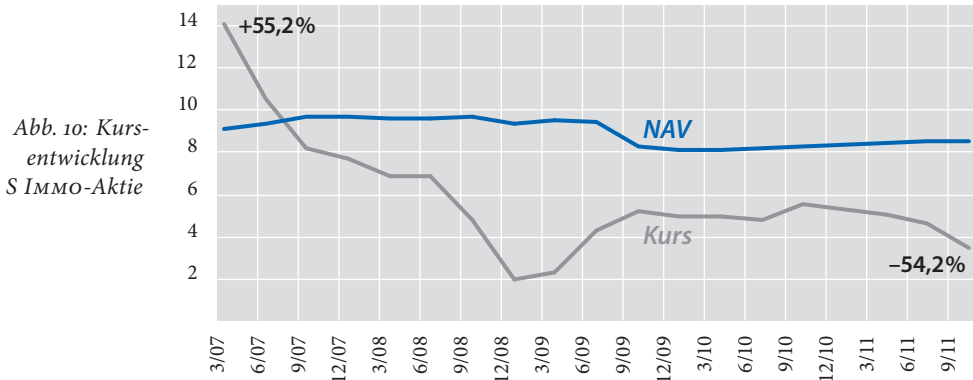
Kursentwicklung zu NAV

Exemplarisch lässt sich das am Verhältnis Kurs zu NAV (Net Asset Value, innerer Wert) bei der *S IMMO AG* darstellen. Der NAV stellt das Eigenkapital je Aktie bereinigt um den Tageswert der Zinsabsicherungsgeschäfte für die langfristigen Immobilienkredite sowie um latente Steuern dar. Die Berechnung wird von allen Gesellschaften einheitlich auf Basis der Standards der EPRA vorgenommen (vgl. Abbildung 10).

### Kursentwicklung S IMMO-Aktie

März 2007 – September 2011

Quelle: S IMMO AG



Während also im März 2007 der Börsenkurs der S IMMO-Aktie den NAV um über 55 % überstieg, liegt er derzeit bei einem Abschlag zum inneren Wert von 54 %.

Dieser Abschlag von um die 50 % ist derzeit bei österreichischen Immobilienaktien typisch. Für deutsche börsennotierte Immobiliengesellschaften liegt er derzeit ca. 40 %.

*Kursabschläge*

Eine wesentliche Herausforderung der nächsten Jahre wird somit darin bestehen, diesen Abstand zwischen Kurs und innerem Wert wieder auf ein vernünftiges Maß zu reduzieren.

Dabei werden jene Gesellschaften die besten Chancen haben, die eine nachhaltige Steigerung der Ertragskraft ihres Portfolios vorweisen können. Nach Jahren sprunghaften Wachstums ist jetzt „Haushalten“ angesagt – exzellentes Asset-Management, Kostenreduktionen und Portfoliooptimierung sind das Gebot der derzeitigen Marktlage.

*Nachhaltige Steigerung  
der Ertragskraft*

## 7 Künftige Marktchancen und -risiken für Immobiliengesellschaften

### *Staatsverschuldung und Zinsniveau*

Die derzeitige gesamtwirtschaftliche Situation bietet für Immobiliengesellschaften große Chancen: Die nächsten Jahre werden bestimmt sein von der Reduktion der Verschuldung öffentlicher und privater Haushalte. Die sich daraus ergebende Nachfragerücklage wird zu einer geringen konjunkturellen Dynamik und niedrigen Wachstumsraten führen. Auf absehbare Zeit bleibt das Zinsniveau damit auch auf einem historisch niedrigen Niveau.

### *Niedrige Zinsen vorteilhaft*

Immobiliengesellschaften sind in ihrem Geschäftsmodell eher zinsensibel. Niedrige Zinsen bieten ein günstiges Umfeld, weil die Fremdfinanzierungskosten sinken und sich damit die wirtschaftlichen Ergebnisse verbessern. Ein wesentlicher Faktor ist aber auch, dass institutionelle Anleger letztlich Verwalter fremden Vermögens sind, auf das sie nachhaltige Renditen zu erwirtschaften haben. In Zeiten historisch niedriger Anleihezinsen verbunden mit krisenhaften Entwicklungen auf den Märkten für Staatsanleihen stärkt das die Position der Immobilie als Anlageklasse: Selbst ein erstklassiges Büroobjekt in bester Lage in Wien bringt derzeit noch knapp über 5 % langfristige Rendite – das ist mit Anleihen kaum zu erwirtschaften.

### *Moderate Inflation*

Ein weiterer Faktor, der Immobilien und Immobiliengesellschaften begünstigt, ist eine moderate Inflation. Mieten sind in der Regel indexiert und damit wertgesichert. Bei einem Inflationsniveau, das schon derzeit das Zinsniveau für Veranlagungen übersteigt – also bei negativen Realzinsen – verlieren Geldveranlagungen konstant an Wert. Außerdem begünstigt dieser Prozess die Entschuldung privater wie öffentlicher Haushalte – schleichend, aber wirksam.

### *Steigende Immobilien- preise*

In diesem Umfeld ist tendenziell mit steigenden Immobilienpreisen zu rechnen, ein Phänomen, das in Österreich und Deutschland bereits deutlich wahrnehmbar ist. Insbesondere im Wohnsegment ist dieses Wissen bereits Allgemeingut.

### *Verkaufsmöglichkeiten durch Immobilien-AGs*

Eine steigende Nachfrage nach Immobilien bietet für den börsennotierten Sektor günstige Verkaufsmöglichkeiten, die bereits seit 2010 aktiv genutzt werden. Die Erträge aus diesen Verkäufen werden von mehreren Marktteilnehmern zunehmend für Aktienrückkäufe und Dividendenzahlungen genutzt. Beide Maßnahmen steigern die Attraktivität eines Investments in Immobilienaktien. Die Nutzung

der positiven Wertentwicklung auf der Portfolioseite und des niedrigen Kursniveaus zu Aktienrückkäufen stellen derzeit wesentliche wertsteigernde Maßnahmen für Immobilienaktiengesellschaften dar.

Auf der Risikoseite stehen derzeit mögliche negative Effekte der Staatsschuldenkrise im Euroraum auf den Bankensektor im Vordergrund. Sollte es aufgrund der verschärften Eigenkapitalvorschriften für Banken und des erhöhten Wertberichtigungsbedarfs auf das Staatsanleihenportfolio tatsächlich zu einer spürbaren Verknappung von Krediten kommen, wäre das für die Refinanzierung der Immobiliengesellschaften, wie auch der Gesamtwirtschaft, ein negativer Faktor.

*Verknappung von Krediten*

Auch eine länger andauernde Rezession im Euroraum würde deutliche Spuren, insbesondere in den Büroobjekten der Gesellschaften, nach sich ziehen.

*Rezession im Euro-  
raum*

Die größten Probleme für die Immobilienwirtschaft lägen aber im Auftreten einer Deflation. In einem solchen Szenario würden die Immobilienwerte schleichend absinken – die Attraktivität des Sektors als klassische Sachwertbranche wäre dauerhaft in Mitleidenchaft gezogen. Eine deflatorische Entwicklung scheint aber derzeit angesichts steigender Inflationsraten sehr unwahrscheinlich.

## 8 Immobilienaktiengesellschaften und Offene Immobilienfonds in Österreich

*Entwicklung der  
Offenen Immobilien-  
fonds*

Das Konzept der Offenen Immobilienfonds als Publikumsgesellschaften kommt ursprünglich aus der Schweiz und entwickelte sich seit etwa 40 Jahren in Deutschland zur dominanten Form der Kapitalanlage in Immobilien durch Kleinanleger. Das Volumen des börsennotierten Immobiliensektors in Deutschland ist dagegen vergleichsweise gering.

In Österreich wurde das Konzept der Offenen Immobilienfonds gesetzlich erst 2003 verankert. Seither erfreut sich dieses Anlagevehikel, nicht zuletzt aufgrund der Turbulenzen auf den Kapitalmärkten, zunehmender Beliebtheit.

*Kein Kapitalmarkt-  
risiko bei Offenen  
Immobilienfonds*

Der Hauptunterschied zwischen Offenen Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften besteht darin, dass im Konzept der Immobilienfonds das Kapitalmarktrisiko ausgeschlossen werden soll. Beim Einstieg in den Offenen Immobilienfonds bezahlt der Anleger somit den jeweiligen inneren Wert des Fonds pro Anteilschein, beim Ausstieg erhält er den inneren Wert zum Verkaufszeitpunkt wieder zurück. Die für die Kursbildung an der Börse bestimmenden Faktoren von Angebot und Nachfrage bleiben somit gänzlich außer Betracht.

*Angebot und Nachfrage  
bleiben außer Betracht*

*Rückzahlung des  
Eigenkapitals vs.  
Börsenhandel*

Ein weiterer wesentlicher Unterschied zur börsennotierten Gesellschaft liegt darin, dass die Rücknahme des Fondsanteils durch den Fonds selbst und nicht durch einen Dritten erfolgt. Bei börsennotierten Gesellschaften findet der Anleger mit der Börse einen geregelten Marktplatz vor, an dem er seinen Eigenkapitalanteil (seine Aktie) an einen Dritten verkaufen kann. Die Person des Aktionärs wechselt also, das Eigenkapital der Gesellschaft wird davon nicht berührt. Der Offene Immobilienfonds hingegen zahlt dem Anleger das von diesem zur Verfügung gestellte Eigenkapital wieder zurück.

*Langfristige  
Investitionen vs. kurz-  
fristige Rückzahlung*

Diese strukturellen Merkmale haben insbesondere in Deutschland zu Problemen geführt: da das Eigenkapital auch der Offenen Fonds langfristig in Immobilien gebunden ist, können Rücklösungswünsche von Fondsanlegern immer nur bis zu einem bestimmten Ausmaß bedient werden.

*Vertrauen der Anleger*

Das Vertrauen der Anleger begünstigt derzeit dennoch eher die Offenen Immobilienfonds. Die negativen Nachrichten von den Kapitalmärkten, ihre derzeitige hohe Volatilität und geringe Vorher-

sehbarkeit schrecken vor allem die Privatanleger ab. Viele bezahlen lieber den vollen inneren Wert eines Offenen Fonds als derzeit etwa 50 % des inneren Wertes bei einer Immobilienaktie.

Die Etablierung der Offenen Immobilienfonds in Österreich hat die Publikumsveranlagung im Sektor Immobilien weiter verbreitert und den institutionellen Gesamtmarkt damit gestärkt. Das ist für die Professionalisierung der Immobilienwirtschaft in Österreich ein sehr guter Schritt.

*Professionalisierung  
der Immobilienwirt-  
schaft*

## 9 Zusammenfassung

Der börsennotierte Immobiliensektor in Österreich ist erst etwa 25 Jahre alt. Trotzdem hat er bereits eine bemerkenswerte Geschichte hinter sich – eine langsame und stetige Wachstumsphase bis zum Jahr 2000, eine Boomphase bis zum Beginn der Finanzkrise 2007 und seitdem eine Konsolidierungsphase.

*Bemerkenswerte  
Geschichte innerhalb  
von 25 Jahren*

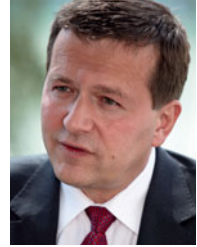
Das derzeitige wirtschaftliche Umfeld in Europa mit schwachen Wachstumsraten, niedrigen Anleihezinsen und negativen Realzinsen begünstigt Immobilien als Anlageklasse, da mit ihnen langfristige und höhere Renditen erzielt werden können; zudem bieten sie einen guten Inflationsschutz. Es ist zu erwarten, dass diese Umstände auch die Entwicklung des börsennotierten Immobiliensektors in Österreich in den nächsten Jahren begünstigen werden.

*Positives Umfeld für  
Immobilien als Anlage-  
klasse*

## Über den Autor

### **MMag. Holger Schmidtmayr, MRICS**

Holger Schmidtmayr wurde 1966 in Wien geboren und besitzt neben der österreichischen auch die amerikanische Staatsbürgerschaft. Nach erfolgreichem Studienabschluss in den Fächern Rechts- und Handelswissenschaften begann er seine Karriere als Jurist in der *GiroCredit Bank*.



Weitere Erfahrungen sammelte Holger Schmidtmayr in der *Erste Bank* im Bereich strukturierte Handelsfinanzierungen.

2001 folgte der Aufbau der *CEE PROPERTY-INVEST Immobilien AG*, in der er zunächst als Prokurist und später als Vorstand tätig war. Seit 2004 ist Holger Schmidtmayr Mitglied des Vorstands der *S IMMO AG* und verantwortet dort die Bereiche Akquisition und Verkauf fertiger Objekte, Investor Relations, Corporate Communications, Recht und Compliance.

# Bilanzierung bei Immobilienaktiengesellschaften

Franz Klinger WP StB

Partner Real Estate, Deloitte & Touche

Silvia Geberth WP StB

Senior Manager, IFRS Advisory Services,  
Deloitte & Touche

*Kapitalmarktorientierte Immobiliengesellschaften sind seit 2005 dazu verpflichtet, ihre Konzernabschlüsse nach den Vorschriften der IFRS aufzustellen. Eine zentrale Regelung ist hierbei der IAS 40, der es Immobiliengesellschaften ermöglicht, ihre als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien mit dem beizulegenden Zeitwert anzusetzen oder zu den Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten abzüglich planmäßiger und gegebenenfalls außerplanmäßiger Abschreibungen anzusetzen. Ferner regelt IAS 17 die Leasingbilanzierung mit einer Unterscheidung zwischen Operating- und Finanzierungsleasing.*

*Nachfolgend werden die zentralen Bilanzierungsstandards für Immobilieninvestitionen analysiert und die Neuregelung der Leasingbilanzierung nach den Vorschlägen des ED/2010/9 Leases kritisch diskutiert.*

# Inhalt

<b>1 Verbindliche Anwendung der IFRS für börsennotierte Unternehmen</b>	<b>211</b>
<b>2 Die Immobilienkategorien nach IFRS</b>	<b>212</b>
<b>3 Bilanzierung und Bewertung im Bestandsimmobiliengeschäft</b>	<b>215</b>
3.1 Zugangsbestimmungen beim Immobilienkauf	215
3.2 Folgebewertung	216
3.2.1 Das Bewertungswahlrecht des IAS 40	216
3.2.2 Modell des beizulegenden Zeitwerts	217
3.2.3 Anschaffungskostenmodell	221
3.2.4 Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien in der Entwicklungs- oder Herstellungsphase	225
3.3 Realisierung von Mieterlösen	226
3.4 Rückstellungen	227
<b>4 Immobilienleasing</b>	<b>230</b>
4.1 Leasingbilanzierung nach den Vorschriften des IAS 17 im Überblick	230
4.2 Leasingverhältnisse in der Immobilienbranche	234
4.3 Leasingbilanzierung nach den Vorschlägen des ED/2010/9 Leases unter Berücksichtigung der aktuellen Diskussionen im Überblick	237
4.4 Mögliche Auswirkungen des ED/2010/9 Leases auf die Bilanzierung von Renditeimmobilien bei Immobiliengesellschaften	241
<b>5 Zusammenfassung</b>	<b>244</b>
<b>Referenzen</b>	<b>246</b>
<b>Über den Autor</b>	<b>249</b>
<b>Über die Autorin</b>	<b>250</b>

## 1 Verbindliche Anwendung der IFRS für börsennotierte Unternehmen

Die börsennotierte Immobilien-AG hat sich spätestens seit Mitte der 1990er-Jahre als eine gängige Form des indirekten Immobilien-Investments etabliert. Die Stärken der Immobilien-AG resultieren direkt aus ihrer Kapitalmarktorientierung. Die Kapitalmarktpresenz verschafft der Immobilien-AG die Möglichkeit, Eigenmittel für ihre Investitionen einzusammeln. Über den jederzeit möglichen Verkauf seiner Aktien ist ein Exit für den Investor zumindest technisch leicht durchführbar.

*IFRS als Bilanzierungsstandard*

Korrespondierend mit diesen Vorteilen ist ein vergleichsweise hoher Anspruch an die Transparenz, mit dem jedes kapitalmarktorientierte Unternehmen und damit auch jede börsennotierte Immobilien-AG konfrontiert ist. Seit 2005 sind Gesellschaften, die dem Recht eines EU-Mitgliedstaates unterliegen und deren Wertpapiere zum Handel in einem geregelten Markt zugelassen sind, nach Art. 4 der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 verpflichtet, ihre konsolidierten Abschlüsse nach den Internationalen Rechnungslegungsgrundsätzen IFRS (International Financial Reporting Standards) aufzustellen.

Der Aufbau der IFRS unterscheidet sich grundsätzlich von dem der deutschen Rechnungslegungsvorschriften. Letztere sind allgemeingültig und unter möglichst weitgehender Beachtung des Abstraktionsprinzips der deutschen Gesetzgebungstradition formuliert und sollen die unterschiedlichsten Sachverhalte abdecken. [2] Die IFRS regeln demgegenüber einzelne Sachverhalte in Standards. Anders als im HGB regelt ein Standard einen speziellen Sachverhalt umfassend, wie beispielsweise der Standard IAS 17 „Leasingverhältnisse“ oder der Standard IAS 40 „Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“. Zwangsläufige Folge sind – im Gegensatz zum deutschen HGB – einerseits Wiederholungen, andererseits aber auch Regelungslücken.

## 2 Die Immobilienkategorien nach IFRS

*Nutzung determiniert  
Bilanzierungsvorschrift*

Die bilanzielle Behandlung von Immobilien nach den IFRS erfolgt in Abhängigkeit von ihrer Nutzung durch das bilanzierende Unternehmen. Immobilien können sowohl den langfristigen als auch den kurzfristigen Vermögenswerten oder der Sonderkategorie der „Zum Verkauf bestimmten langfristigen Vermögenswerte“ zugeordnet werden.

Nach den IFRS können folgende wesentliche Immobilienkategorien unterschieden werden:

### ■ Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien

*Finanzinvestitionen  
nach IAS 40*

Wird die Immobilie zur unmittelbaren Erzielung von Miete, Pacht oder sonstigen regelmäßigen Einkünften bzw. vor dem Hintergrund erwarteter Wertsteigerung gehalten, erfüllt sie die Merkmale der „Als Finanzinvestition gehaltenen Immobilie“ bzw. „**Investment Property**“ gemäß IAS 40. Auch Immobilien, deren künftige Nutzung gegenwärtig unbestimmt ist, gelten als zum Zwecke der Wertsteigerung gehalten und fallen damit unter die Kategorie der Investment Properties. Diese Immobilien erzeugen Cashflows, die weitgehend unabhängig von den anderen vom Unternehmen gehaltenen Vermögenswerte anfallen. Darin unterscheiden sich die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien von den vom Eigentümer bzw. Unternehmen selbst genutzten Immobilien. Nach der Philosophie des IAS 40 gelten deshalb die Investment Properties als eigene Vermögensklasse, die nicht Teil der Sachanlagen sind, sondern eher den Finanzanlagen nahe stehen. Sie sind nach IAS 1.54 b **gesondert**, und zwar nach IAS 1.60 ff innerhalb der **langfristigen Vermögenswerte**, auszuweisen. Mit dem Modell des beizulegenden Zeitwerts wurde – entsprechend der bei Finanzinstrumenten vielfach vorgeschriebenen Zeitwertbilanzierung – die Möglichkeit geschaffen, diese Immobilien **zum jeweiligen Zeitwert zu bilanzieren** und **Wertveränderungen erfolgswirksam** zu erfassen. Neben dem in der amtlichen deutschen Fassung des IAS 40 verwendeten Begriff „Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien“ werden diese vielfach auch als „Renditeimmobilien“ oder „Anlageimmobilien“ bezeichnet. Sämtliche zur Vermietung bestimmten Immobilien von Wohnungsbau- bzw. Immobiliengesellschaften sind dieser Vermögensgruppe zuzurechnen, ebenso die beim Leasinggeber im Rahmen

eines Operating Leasingverhältnisses bilanzierten Immobilien. Auch die geleaste Immobilie des Leasingnehmers im Rahmen eines Finanzierungsleasingverhältnisses kann im Ausnahmefall zu den Anlageimmobilien gehören, zum Beispiel wenn im Rahmen eines Operating-Leasing-Verhältnisses eine Untervermietung erfolgt (IAS 40.8 c).

#### ■ Im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zur

##### **Veräußerung bestimmte Immobilien des Vorratsvermögens**

Werden Immobilien zu **Zwecken der Weiterveräußerung im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit gehalten**, sind sie als Vorratsvermögen den **kurzfristigen Vermögenswerten** zuzuordnen und nach IAS 2 (Vorräte bzw. Inventories) zu bilanzieren. [3] Dies gilt beispielsweise für Grundstücke, die Bauträger oder Projektentwickler für Verkaufszwecke erschließen, bebauen und bevorzugen, Gleiches gilt für Grundstücke von Aufteilern und Grundstückshändlern. Vergleichbar den Bestimmungen des deutschen HGB sind diese Immobilien höchstens zu ihren Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten oder einem niedrigeren beizulegenden (Veräußerungs-) Wert anzusetzen.

*Weiterveräußerung  
nach IAS 2*

#### ■ Vom Eigentümer bzw. vom Unternehmen selbst genutzte Immobilien

Immobilien, die **im Rahmen der betrieblichen Geschäftstätigkeit selbst genutzt** werden (*owner occupied property*) und der Produktion von Gütern oder Verwaltungszwecken dienen, werden gemäß IAS 16 (Sachanlagen bzw. Property, Plant and Equipment) als Sachanlagevermögen innerhalb der **langfristigen Vermögenswerte** ausgewiesen. Zu diesen betrieblich genutzten Immobilien, die dem gewöhnlichen Geschäftsbetrieb dienen, gehören auch die im Rahmen eines Finanzierungsleasingverhältnisses geleasten und betrieblich genutzten Immobilien beim Leasingnehmer. Als Sachanlagevermögen werden auch Immobilien behandelt, die sich in der Entwicklungs- oder Bauphase befinden, und zu eigenbetrieblichen Zwecken genutzt werden sollen.

*Weiterveräußerung  
nach IAS 16*

#### ■ Zur Veräußerung bestimmte Immobilien des langfristigen Vermögens

Wird die wirtschaftliche Nutzenziehung, aus einer ursprünglich mit langfristiger Perspektive gehaltenen Immobilie, in erster Linie durch einen beabsichtigten Verkauf und nicht (mehr) durch fort-

*Zur Veräußerung  
bestimmte Immobilien  
nach IAS 5*

gesetzte Nutzung realisiert und sind die weiteren Voraussetzungen des IFRS 5 gegeben, so ist sie nach IFRS 5.6 als „**Zur Veräußerung gehaltener langfristiger Vermögenswert**“ (*non-current asset held for sale*) zu klassifizieren. Dies kann z. B. der Fall sein, wenn eine Immobilien-AG sich entschließt, im Rahmen einer Portfoliooptimierung einzelne Objekte ihres Vermietungsbestands zu veräußern.

Unabhängig von der Zuordnung zu einer dieser Kategorien, bestehen für den Ansatz einer Immobilie als Vermögenswert verschiedene Kriterien, die neben der Forderung nach einer zuverlässigen Ermittlung der Anschaffungs- oder Herstellungskosten der Immobilie auch den Zufluss des künftigen, mit der Immobilie verbundenen zukünftigen Nutzens beim Unternehmen umfassen. Ebenso muss die Kontrolle über die Immobilie beim Unternehmen liegen. [4]

### 3 Bilanzierung und Bewertung im Bestandsimmobiliengeschäft

#### 3.1 Zugangsbestimmungen beim Immobilienkauf

Beim erstmaligen Ansatz erworbener Immobilien in der Bilanz stellen die **Anschaffungskosten** den maßgeblichen Wert dar (IAS 40.20). Die Anschaffungskosten werden in der Regel wesentlich vom Kaufpreis der Immobilie bestimmt. Der Anschaffungspreis richtet sich nach dem zivilrechtlich vereinbarten Kaufpreis, ggf. unter Berücksichtigung von zu übernehmenden Verbindlichkeiten wie beispielsweise Hypotheken, Grund- und Rentenschulden sowie Reallasten. Hinzu kommen alle weiteren, direkt der Anschaffung zurechenbaren Kosten (IAS 40.21), wie Makler-, Vermittlungs- und Rechtsberatungsgebühren, Notariats- und Gerichtskosten für die notarielle Beurkundung des Kaufvertrags sowie die Eintragung in das Grundbuch und die Grunderwerbsteuer. Sollten im Einzelfall Anlaufkosten unumgänglich sein, um die Immobilie in den gewünschten betriebsbereiten Zustand zu versetzen, sind auch diese Teil der Anschaffungskosten (IAS 40.23a). Bei Tauschvorgängen zählt der beizulegende Zeitwert der hingegebenen Vermögenswerte zu den Anschaffungskosten.

*Anschaffungskosten  
maßgeblicher Wert*

Besonderheiten bestehen bei den Finanzierungskosten. Gemäß IAS 23.8 sind Finanzierungskosten, die dem Erwerbsvorgang eines sogenannten „qualifizierten Vermögenswert“ (qualifying asset) direkt zuzurechnen sind, verpflichtend als Teil der Anschaffungskosten zu erfassen. Ein qualifizierter Vermögenswert liegt nach IAS 23.5 dann vor, wenn ein beträchtlicher Zeitraum erforderlich ist, um ihn in seinen beabsichtigten, gebrauchsfähigen Zustand zu versetzen. Bei Immobilien kann dies durchaus der Fall sein.

Erfolgt die Zahlung des Kaufpreises für eine als Finanzinvestition gehaltene Immobilie erst nach dem Übergang des wirtschaftlichen Eigentums, gilt die Vermutung, dass im Kaufpreis ein Zinsanteil enthalten ist. Die Anschaffungskosten bemessen sich in diesem Fall nach dem Barwert der künftigen Zahlungen; die Differenz zwischen diesem Betrag und der zu leistenden Gesamtzahlung wird über den Zeitraum des Zahlungsziels als Zinsaufwand erfasst (IAS 40.24).

*Bilanzierung der  
Abbruch- und Wieder-  
herstellungskosten  
nach IAS 16*

Im Unterschied zum HGB gehören nach IAS 16.16c auch die erstmals geschätzten, **in der Zukunft zu erwartenden Abbruch- und Wiederherstellungskosten** zu den aktivierungspflichtigen Anschaffungs-/Herstellungskosten. Die Verbuchung dieser Verpflichtungen erfolgt erfolgsneutral als Rückstellung, indem sie als Anschaffungsnebenkosten der Immobilie aktiviert werden. [5] Die Ansatzpflicht besteht, sobald die Verpflichtung rechtlich oder faktisch begründet ist. [6] Die Bewertung erfolgt nach den Grundsätzen des IAS 37 (Rückstellungen, Eventualschulden und Eventualforderungen bzw. Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets).

Bei den Abbruch-/Wiederherstellungskosten handelt es sich um eine Anschaffungskostenkomponente, die beträchtliche Ausmaße annehmen und zu entsprechend deutlichen Abweichungen vom vergleichbaren HGB-Wert führen kann. Betroffen sind insbesondere Sonderimmobilien wie etwa Atomkraftwerke oder chemische Produktionsstätten, für die ein – gegebenenfalls sehr kostspieliger – Rückbau vorgeschrieben ist.

### 3.2 Folgebewertung

#### 3.2.1 Das Bewertungswahlrecht des IAS 40

*Fair Value vs.  
Cost Modell*

Wohl nur sehr wenige der in den IFRS enthaltenen Wahlrechte haben eine dem IAS 40.30 vergleichbare Dimension. Diese zentrale Regelung des IAS 40 gewährt den Unternehmen das Wahlrecht, die als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien

- entweder zum jeweiligen beizulegenden Zeitwert (Modell des beizulegenden Zeitwerts oder Fair Value Model) anzusetzen und die hieraus resultierenden Wertveränderungen in der Gewinn- und Verlustrechnung erfolgswirksam auszuweisen (vgl. im Detail Abschnitt 3.2.2),
- oder entsprechend IAS 16 zu den Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten abzüglich planmäßiger und ggf. außerplanmäßiger Abschreibungen anzusetzen (Anschaffungskostenmodell oder Cost Model) und die beizulegenden Zeitwerte in Summe im Anhang anzugeben (vgl. im Detail Abschnitt 3.2.3).

*Wechsel der  
Bilanzierungsmodelle*

Das Wahlrecht muss einheitlich ausgeübt werden, d. h. alle als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien sind entweder nach dem

Fair Value Model oder nach dem Cost Model zu bewerten. Ein Methodenwechsel ist nach IAS 8 grundsätzlich nur zulässig, wenn er zu einer sachgerechteren Darstellung führt – IAS 40.31 hält explizit fest, dass es höchst unwahrscheinlich (*highly unlikely*) sei, dass ein Wechsel vom Fair Value Model zum Cost Model eine sachgerechtere Darstellung zur Folge hat. Die einmal getroffene Entscheidung, das Modell des beizulegenden Zeitwerts anzuwenden, ist damit so gut wie irreversibel, während dem Bilanzierenden, der sich für das Anschaffungskostenmodell entschieden hat, der Wechsel zum Modell des beizulegenden Zeitwerts jederzeit offensteht.

### 3.2.2 Modell des beizulegenden Zeitwerts

#### ■ Abbildung in Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung

Die bilanzielle Abbildung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien nach dem Modell des beizulegenden Zeitwerts ist denkbar einfach. Alle Investment Properties sind zu jedem Bilanzstichtag mit dem beizulegenden Zeitwert auszuweisen (IAS 40.33). Gemäß IAS 1.54 b erfolgt der Ausweis der Summe der beizulegenden Zeitwerte aller als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien gesondert innerhalb der langfristigen Vermögenswerte der Bilanz.

*Beizulegender Zeitwert  
zum Bilanzstichtag*

Der Gewinn oder Verlust, der durch die Änderung des beizulegenden Zeitwerts entsteht, ist in der Gewinn- und Verlustrechnung der jeweiligen Berichtsperiode erfolgswirksam zu berücksichtigen (IAS 40.35). Gefordert wird lediglich, im Anhang die Nettogewinne bzw. -verluste aus der Anpassung des beizulegenden Zeitwerts als Saldogröße anzugeben (IAS 40.76 d). In der Regel erfolgt der Ausweis jedoch in der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. Gesamtergebnisrechnung in einem eigenen Posten; üblich sind Bezeichnungen wie „Ergebnis aus der Fair-Value-Anpassung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien“ [7], „Unrealisierte Marktwertänderungen von Investment Property“ [8], „Wertänderung der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien“ [9] o. ä.

*Änderung des Zeit-  
wertes ist erfolgs-  
wirksam*

#### ■ Definition des beizulegenden Zeitwerts und Stufenkonzept des IAS 40

IAS 40.5 definiert den beizulegenden Zeitwert einer als Finanzinvestition gehaltenen Immobilie als den Preis, zu dem die Immobilie zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern getauscht werden könnte. Klar-

*Definition des Zeit-  
wertes in IAS 40.5]*

Wertbegriff im BauGB,  
IVSC, RICS und  
TEGoVa

stellend wird in IAS 40.36 darauf hingewiesen, dass damit insbesondere geschätzte Preise, die durch Nebenabreden oder besondere Umstände erhöht oder gesenkt wurden, auszuschließen sind. Diese Begriffsdefinition des beizulegenden Zeitwerts ist in ihrem wirtschaftlichen Gehalt dem Grunde nach deckungsgleich mit anderen Definitionsversuchen. So stellt § 194 des deutschen Baugesetzbuchs fest: *„Der Verkehrswert (Marktwert) wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und Lage des Grundstücks [...] ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“* Auch die vom International Valuation Standards Committee (IVSC) formulierte und sowohl vom Europäischen Sachverständigenverband TEGoVa als auch von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) übernommene Definition klingt deckungsgleich: *„Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, zu dem eine Immobilie in einem funktionierenden Immobilienmarkt am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräußerer und einem kaufbereiten Erwerber nach angemessenem Vermarktungszeitraum in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden könnte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“*

Problematisch ist dann auch weniger die abstrakte Definition als vielmehr die praktische Umsetzung der Wertermittlung.

Bei der Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts sind keine unternehmensspezifischen Wertpotenziale zu berücksichtigen, wie beispielsweise eine mögliche Risikodiversifizierung durch Portfoliobildung, Synergieeffekte zwischen Anlageimmobilien oder eine besondere Steuer- oder Finanzierungssituation (IAS 40.49). Der beizulegende Zeitwert umfasst keine Transaktionskosten für Abgang oder Veräußerung (IAS 40.37).

Stufenkonzept für beizulegenden Zeitwert

IAS 40 enthält in Form eines Stufenkonzeptes Vorgaben für die Bestimmung des beizulegenden Zeitwerts von Immobilien. Gibt es einen Marktwert für das Grundstück oder Gebäude, ist dieser am ehesten als Zeitwert geeignet. Ist der Marktwert nicht unmittelbar verfügbar, können vergleichbare Grundstückstransaktionen einen Indikator liefern. Ist auch ein dem Marktwert vergleichbarer Wert nicht ermittelbar, wird auf eine Schätzung des Marktwertes über diskontierte künftige Zahlungsströme zurückgegriffen. Zweck

des stufenweisen Vorgehens ist es, eine möglichst marktnahe und objektivierbare Bewertung sicherzustellen. [10]

**1. Stufe:** Der beizulegende Zeitwert ist in erster Linie auf der Grundlage von beobachtbaren Marktpreisen durchgeführter Transaktionen für gleiche Gegenstände am oder nach dem Bewertungsstichtag zu ermitteln (Vergleichsverfahren). Für Immobilien ist dies der an einem aktiven Markt notierte, aktuelle Preis für ähnliche Immobilien, die sich am gleichen Ort und im gleichen Zustand befinden und Gegenstand vergleichbarer Mietverhältnisse und anderer mit den Immobilien zusammenhängenden Verträgen sind (IAS 40.45). Allerdings ist diese von IAS 40 bevorzugte Methode der Ermittlung beizulegender Zeitwerte in der Praxis nur sehr eingeschränkt möglich. In der Literatur wird sie zum Teil als „idealtypische Wunschvorstellung“ bezeichnet, die praktisch kaum jemals Bedeutung erlangt, da Grundstücke Unikate mit individuellen Eigenschaften darstellen; einen unmittelbaren Preisvergleich im engeren Sinne gebe es deshalb in der Praxis nicht. [11] Infolgedessen müssen regelmäßig zuverlässige und glaubwürdige Hilfswerte zur Bilanzierung herangezogen werden (Stufen 2 und 3).

*Vergleichswertverfahren als ideale, aber schwer durchführbare Methode*

**2. Stufe:** Wenn solche Marktpreise nicht verfügbar sind, ist der beizulegende Zeitwert durch Anpassung beobachtbarer Marktpreise für vergleichbare Gegenstände am oder nach dem Bewertungsstichtag zu bestimmen. Insofern sind aktuelle Preise auf ähnlichen Märkten, für nahezu identische Immobilien, festzustellen. Daher werden Informationen verschiedenster Quellen herangezogen, insbesondere:

*Zeitwert über beobachtbare Marktpreise*

- aktuelle Preise eines aktiven Markts für Immobilien abweichender Art, anderen Zustands oder Standorts, die angepasst wurden, um diese Unterschiede widerzuspiegeln (IAS 40.46 a),
- die vor kurzem auf einem weniger aktiven Markt für Immobilien erzielten Preise, die entsprechend angepasst wurden (IAS 40.46 b).

**3. Stufe:** Wenn wegen unvollkommener Marktstrukturen weder Marktpreise für gleiche noch für vergleichbare Immobilien am oder nach dem Bewertungsstichtag verfügbar sind, wird der beizulegende Zeitwert unter Verwendung anderer, wissenschaftlich fundierter Bewertungsmodelle auf der Grundlage zu diskontierender, zukünftiger Einzahlungsüberschüsse geschätzt (IAS 40.46 c). Dafür

*Hinzunahme weiterer wissenschaftlicher Bewertungsmodelle*

kommen zum Beispiel das in der ImmoWertV normierte Ertragswertverfahren (§§ 17 bis 20 ImmoWertV) und die nicht normierten Discounted-Cash-flow-Verfahren (DCF-Verfahren) in Betracht. Das ebenfalls in der ImmoWertV geregelte Sachwertverfahren kann im Rahmen einer IFRS-Bewertung hingegen nicht zur Anwendung kommen; der Sachwert ist rein substanzorientiert und ohne die geforderte Anknüpfung an die Gegebenheiten des Absatzmarktes.

Die IFRS schreiben keine besondere Methode für die Bestimmung des Zeitwerts vor, sodass sich die Frage stellt, nach welchen Verfahren die Wertermittlung durchgeführt werden soll. Grundsätzlich kann die Wertermittlung sowohl auf der Grundlage nationaler als auch internationaler (in der Regel angelsächsisch geprägter) Verfahren erfolgen. In der internationalen Praxis wurden mehrere anerkannte Methoden und Verfahren zur Immobilienbewertung entwickelt. Als Regelwerke sind insbesondere der IVS 1 („White Book“) des International Valuation Standards Committee (IVSC), der EVS 4 („Blue Book“) des Europäischen Sachverständigenverbands (TEGoVA) sowie das „Red Book“ der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) zu nennen. [12] In Deutschland haben zudem Regelungen außerhalb der Rechnungslegung Bedeutung, in denen die Bewertung von Immobilien normiert ist. Dazu zählen insbesondere das Baugesetzbuch und die Immobilien-Wertermittlungsverordnung. [13] Bei der Auswahl eines Bewertungsverfahrens sind insbesondere der Objekttyp und die Datenlage als maßgebendes Kriterium für die Anwendung der einzelnen Stufen zu beachten. Je weniger statistisch verwertbare Informationen zum regional und sachlich abgegrenzten Markt vorliegen, je unvollkommener die Marktstrukturen sind, und je mehr objektbezogene Besonderheiten zu beachten sind, desto eher wird die 3. Stufe anzuwenden sein. [14]

*Empfehlung für  
unabhängigen Gut-  
achter*

Im Zusammenhang mit der Fair-Value-Ermittlung ist ferner zu klären, wer die Bewertung durchführen soll. Die IFRS schreiben nicht vor, dass die Bewertung durch einen unternehmensexternen Gutachter erfolgen muss, sodass auch eine unternehmensinterne Bewertung grundsätzlich anzuerkennen ist. Es wird jedoch empfohlen, sich eines Sachverständigen, unabhängigen Gutachters zu bedienen (IAS 40.32). Auch im Zusammenhang mit Neubewertungen gemäß IAS 16 wird lediglich erwähnt, dass man sich zur Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts von Grundstücken und Gebäuden „normalerweise“ eines hauptamtlichen Gutachters bedient (IAS 16.32).

Die Entscheidung, ob ein externer Dritter mit der Ermittlung der Wertansätze beauftragt werden soll, hängt von einer Vielzahl von externen und internen Faktoren ab. Für den Fall, dass der Erfolgsbeitrag der Anlageimmobilien die betriebliche Gesamtleistung dominiert, wie es bei Immobiliengesellschaften der Fall ist, wird von Teilen der Literatur eine Bewertung durch externe Dritte verlangt. [15]

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass viele Immobiliengesellschaften intern regelmäßige Marktwertermittlungen für Zwecke der wert- und risikoorientierten Unternehmenssteuerung durchführen. Entsprechende Werte stehen damit auch für bilanzielle Zwecke zur Verfügung. Ein zusätzlicher Abgleich durch einen unabhängigen Gutachter erhöht zwar einerseits die Glaubwürdigkeit der ermittelten Werte, jedoch ist andererseits eine vollständige Neubewertung des Immobilienbestands durch einen externen Sachverständigen auch kostenintensiv. Unter Kostengesichtspunkten dürfte sich daher für die Praxis ein Mittelweg empfehlen. Beispielsweise kann das System der internen Immobilienbewertung bei seiner Einführung durch externe Dritte auf die Einhaltung international anerkannter Bewertungsstandards überprüft werden, während im Zeitablauf die Bewertungsparameter sowie die Bewertungsergebnisse in Stichproben der Validierung durch einen unabhängigen Dritten unterworfen werden. [16] Der Umfang der Bewertung durch einen unabhängigen Gutachter ist in den Notes anzugeben (IAS 40.75e).

### 3.2.3 Anschaffungskostenmodell

Das alternativ zum Modell des beizulegenden Zeitwerts zur Bewertung von als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien zulässige Anschaffungskostenmodell verweist auf die Bestimmungen des IAS 16, die in diesem Fall für die Investment Properties analog anzuwenden sind (IAS 40.56). Die Entscheidung für das Anschaffungskostenmodell entbindet nicht von der Pflicht, die beizulegenden Zeitwerte zu ermitteln: Zu den erweiterten Angabepflichten im Anhang gemäß IAS 40.79 zählt insbesondere der beizulegende Zeitwert der nach dem Anschaffungskostenmodell bilanzierten Renditeimmobilien (IAS 40.79 e).

Nach dem Anschaffungskostenmodell, sind die Immobilien zu fortgeführten Anschaffungskosten-/Herstellungskosten zu bewerten. Dazu sind die Anschaffungs-/Herstellungskosten abzüglich eines wesentlichen Restwertes über die Nutzungsdauer abzuschrei-

*Im Anschaffungskostenmodell werden Zeitwerte im Anhang gelistet*

*Bilanzierung nach fortgeführten Anschaffungskosten-/Herstellungskosten]*

ben. Bei bebauten Grundstücken sind Grund und Boden sowie Gebäude getrennt zu betrachten. Der Grund und Boden ist kein abnutzbarer Vermögenswert und verfügt über eine unbegrenzte Nutzungsdauer. Planmäßige Abschreibungen sind daher bei Grund und Boden nicht zulässig. Gebäude bzw. Teile von Gebäuden hingegen sind abnutzbare Vermögenswerte mit begrenzter Nutzungsdauer. Die Nutzungsdauer abnutzbarer Vermögenswerte richtet sich nach der unternehmensindividuellen Nutzungsdauer und wird grundsätzlich durch den Grad der Abnutzung bzw. Beanspruchung, technische Überalterung und die Erfahrungswerte des Unternehmens geprägt.

*Komponentenansatz  
für die Abschreibung*

Bei der Ermittlung der Abschreibungen ist IAS 16.43 zu beachten, nach dem jeder Teil einer Immobilie, mit einem bedeutsamen Anteil am Gesamtwert der Immobilie, getrennt abgeschrieben werden muss (sogenannter **Komponentenansatz**). Die Bestimmung beruht auf dem Grundgedanken, dass die Komponenten einer Sachanlage unterschiedlich schnell abgenutzt werden können – IAS 16.44 bemüht in diesem Zusammenhang das Flugwerk und die Triebwerke eines Flugzeugs als Beispiel. Folgerichtig dürfen Komponenten mit vergleichbarer Nutzungsdauer zusammengefasst werden (IAS 16.45). Gleichwohl lassen sich gerade bei Immobilien unter Umständen sehr viele Komponenten mit jeweils unterschiedlicher Nutzungsdauer identifizieren. IAS 16 gibt nicht vor, anhand welcher Kriterien zu entscheiden ist, ob es sich bei einem Teil um eine wesentliche Komponente handelt. Es ist nach den Umständen des Einzelfalls zu entscheiden, wie weit die Aufteilung zu gehen hat. In der Literatur werden verschiedene Lösungsansätze diskutiert. So wird zum Beispiel eine aus der Bewertungspraxis abgeleitete Untergliederung in die Komponenten Rohbau, Dachhaut, Dachstuhl, Fenster, Putz, Fußböden, Elektroinstallation, Heizung/Klima, Treppen, Aufzüge, Sanitärinstallation und Türen genannt. [17] Einen anderen Ansatz bietet der Verweis auf die von Architekten zur Ermittlung, Erfassung und Gliederung von Kosten bei Bauprojekten im Hochbau eingesetzte DIN 276. [18] Häufig ist die Aufteilung mit großen Schätzunsicherheiten verbunden, da bereits die exakten Herstellungskosten zahlreicher einzelner Komponenten in der Praxis oft nicht separat erfasst werden.

*Schätzung der Rest-  
nutzungsdauern*

Die voraussichtliche (Rest-)Nutzungsdauer ist individuell für jede Immobilienkomponente jährlich zu überprüfen. Die Schätzung der Bauwerkskomponenten kann sich beispielsweise an der

Wertermittlungsverordnung (WertV) orientieren. Im Vergleich zur HGB-Bewertungspraxis, die auf der Basis der typisierten Nutzungsdauern nach § 7 EStG erfolgt (maximal 50 Jahre), ergeben sich nach IFRS häufig abweichende – den tatsächlichen Gegebenheiten angenäherte – Nutzungsdauern, die länger oder auch kürzer sein können. Da die Abschreibungsmethode den wirtschaftlichen Nutzenverlauf widerspiegeln soll (IAS 16.60), wird für die Abschreibung von Gebäuden regelmäßig nur die lineare Abschreibung in Betracht kommen. Degressive Nutzenverläufe werden schwer zu begründen sein; steuerlich begründete Abschreibungsarten oder Sonderabschreibungen sind ebenfalls nicht zulässig. Auch Sonderposten mit Rücklageanteil beruhen ausschließlich auf steuerlichen Vorschriften (z. B. § 6 b EStG) und sind bei der erstmaligen Aufstellung eines IFRS-Abschlusses aufzulösen.

Regelmäßig erfolgen bei Bauwerken nach der erstmaligen Fertigstellung und Inbetriebnahme **Baumaßnahmen im Bestand** mit dem Ziel der Instandhaltung, Instandsetzung, Nutzungsänderung oder -erweiterung. Ob und in welchem Ausmaß die hierbei entstehenden Kosten zu aktivieren sind, ist nach den allgemeinen Ansatzkriterien für Vermögenswerte zu entscheiden. Danach setzt die Aktivierung voraus, dass dem Unternehmen durch die nachträglichen Ausgaben ein zukünftiger (zusätzlicher) Nutzen zufließt (IAS 16.7, 16.13). Alle anderen nachträglichen Aufwendungen sind als Erhaltungsaufwand sofort aufwandswirksam zu erfassen. Aus den allgemeinen Ansatzkriterien ergeben sich Ermessensspielräume, die weitgehend unter Rückgriff auf die durch die Rechtsprechung des BFH geprägte handelsrechtliche Bilanzierungspraxis ausgefüllt werden können. Soweit nach handelsrechtlichen Kriterien eine Aktivierung geboten ist, ist in der Regel mit den nachträglichen Ausgaben ein zusätzlicher Nutzen verbunden, sodass das allgemeine Aktivierungskriterium erfüllt ist. Werden in diesem Zusammenhang Teile der Immobilie durch neuwertige ersetzt, ist der auf den ausgetauschten Bestandteil entfallende bisherige Buchwert auszubuchen.

*Baumaßnahmen  
im Bestand*

Liegen Anzeichen für eine **außergewöhnliche Wertminderung** bei Grund und Boden oder Gebäuden vor, ist auf Basis eines Wertminderungstests (Impairment-Test) der erzielbare Betrag (*recoverable amount*) gemäß IAS 36 (Wertminderung von Vermögenswerten bzw. *impairment of assets*) zu ermitteln. Der erzielbare Betrag ist der höhere Wert aus Nettoveräußerungspreis und Nutzungswert. Der Nettoveräußerungspreis entspricht dem beizulegenden Zeit-

*außergewöhnliche  
Wertminderungen*

wert abzüglich Veräußerungskosten. Dabei ist zu bedenken, dass Grund und Boden sowie Gebäude in der Regel nicht getrennt veräußerbar sind. Liegt der Buchwert am Bilanzstichtag über dem erzielbaren Betrag, so ist eine Wertminderung vorzunehmen. Ursachen für Wertminderungen können vor allem objektbezogene Mängel, außerhalb des Objektes liegende Veränderungen oder erheblicher, dauerhafter, struktureller Leerstand sein. Während bei einer Bewertung gemäß HGB außerplanmäßige Abschreibungen im Anlagevermögen nur bei voraussichtlich dauerhafter Wertminderung (bei Immobilien regelmäßig mindestens drei bis fünf Jahre [19]) vorzunehmen sind (gemildertes Niederstwertprinzip), besteht bei einer Bewertung nach IFRS kein Spielraum. Außerplanmäßige Abschreibungen auf den erzielbaren Betrag sind auch bei nicht dauerhaften Wertminderungen vorzunehmen.

*Grundsatz der Einzelbewertung*

Auch nach IFRS gilt der Grundsatz der **Einzelbewertung**, wonach Vermögenswerte und Schulden grundsätzlich individuell zu bewerten sind. Die IFRS verlassen den Einzelbewertungsgrundsatz jedoch dort, wo die Wertfindung für den einzelnen Gegenstand nicht möglich ist (IAS 36.22).

Für einen einzelnen Vermögenswert kann der erzielbare Betrag nicht ermittelbar sein, weil zum Beispiel der Vermögenswert bei seiner (weiteren) Nutzung keine diesem direkt zurechenbaren Zahlungsströme erzeugt. [20] Beispielsweise können bei einer Anlageimmobilie dem Grund und Boden eines bebauten Grundstücks isoliert keine Zahlungsströme zugeordnet werden. Auch Marktpreise und damit Nettoveräußerungserlöse werden sich regelmäßig nur für das bebaute Grundstück insgesamt und nicht isoliert für den Grund und Boden feststellen lassen.

Gleiches kann für die Einheiten einer Wohnanlage gelten, für die grundbuchrechtlich Teileigentum errichtet wurde, die aber in Summe von einer Wohnungsbaugesellschaft vermietet werden. Ist die Ermittlung des erzielbaren Betrages für einen einzelnen Vermögenswert nicht möglich, so ist der erzielbare Betrag der nächsthöheren Zurechnungsstufe von Vermögenswerten heranzuziehen. Die nächsthöhere Zurechnungsstufe wird von einer „Zahlungsmittel generierenden Einheit“ (*cash generating unit* – CGU) gebildet, zu der der Vermögenswert gehört. Bei bebauten Grundstücken kann der aus einer Vermietung resultierende Zahlungsstrom einer CGU zugeordnet werden, die sich aus dem Verbund von Grund und Boden sowie dem Gebäude zusammensetzt.

Definiert ist eine Zahlungsmittel generierende Einheit als die kleinste identifizierbare Gruppe von Vermögenswerten, die Mittelzuflüsse aus der fortgesetzten Nutzung erzeugen. Der Mittelzufluss aus einer CGU ist dabei weitestgehend unabhängig von den Mittelzuflüssen anderer Vermögenswerte oder anderer Gruppen von Vermögenswerten (IAS 36.6). Bei Immobiliengesellschaften entsprechen die Zahlungsmittel generierenden Einheiten in der Regel der Abbildung im Rechnungswesen als Verwaltungseinheit bzw. Bewirtschaftungseinheit oder Kostenstelle. Eine Gruppenbildung, wie sie häufig bei der Bewertung von Immobilienportfolios mit zum Beispiel gleichartigen Wohneinheiten oder auch Wohngebäuden (Lage, Ausstattung, Baujahr) in einer Region, einer Stadt oder einem Stadtteil erfolgt, wäre hingegen für Zwecke des Impairment-Tests zu weitgehend.

*Mittelzuflüsse aus Vermögensteilen*

Soweit an späteren Bilanzstichtagen die Gründe für eine Wertminderung entfallen sind, greift das Wertaufholungsgebot; es ist erfolgswirksam zuzuschreiben (IAS 36.114). Dabei bilden die fortgeschriebenen Anschaffungs-/Herstellungskosten, die sich ohne Wertminderung ergeben hätten, die Wertobergrenze.

*Wertaufholungsgebot*

### 3.2.4 Bewertung von als Finanzinvestition gehaltenen

#### Immobilien in der Entwicklungs- oder Herstellungsphase

Bei Immobilien in der Entwicklungs- oder Herstellungsphase richtet sich die bilanzielle Behandlung nach dem Nutzungszweck ab dem Zeitpunkt des bestimmungsgemäßen Gebrauchs. Immobilien, die sich im Bau bzw. in der Entwicklung befinden und für die eine künftige Verwendung als Investment Property geplant ist, gelten bereits in der Bau- bzw. Entwicklungsphase als Investment Property, deren Bilanzierung sich nach IAS 40 richtet (IAS 40.8e).

*Bilanzielle Behandlung nach Nutzungszweck*

Eine im Bau befindliche Immobilie, die als Finanzinvestition gehalten werden soll, ist damit grundsätzlich gemäß IAS 40 gemeinsam mit allen anderen als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien entweder nach dem Modell des beizulegenden Zeitwerts oder nach dem Anschaffungskostenmodell zu bewerten. Die Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts von Immobilien in der Entwicklungs- oder Herstellungsphase kann jedoch besondere Probleme bereiten. Die anerkannten Methoden zur Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts von Renditeimmobilien (vgl. ausführlich Abschnitt 3.2.2) setzen in der Regel auf laufenden Immobilienerträgen auf. Diese sind möglicherweise in der Bauphase noch besonders hohen Unsicher-

*Immobilien als Finanzinvestition nach IAS 40*

heiten ausgesetzt; zudem steht möglicherweise die genaue Nutzung noch nicht fest. Weitere Unsicherheiten resultieren aus den noch anfallenden Herstellungskosten bis zum Zeitpunkt der erstmaligen Fertigstellung. Vor diesem Hintergrund gestattet IAS 40.53 auch den Unternehmen, die eigentlich das Modell des beizulegenden Zeitwerts anwenden, eine als Finanzinvestition gehaltene im Bau befindliche Immobilie so lange zu den Herstellungskosten zu bilanzieren, bis eine verlässliche Ermittlung des beizulegenden Zeitwerts möglich ist. Sobald Letzteres der Fall ist, muss die Immobilie zum beizulegenden Zeitwert bilanziert werden, der Wertunterschied wird erfolgswirksam verbucht (IAS 40.53A).

*Bilanzierung der  
Herstellungskosten*

Die **Herstellungskosten** umfassen Materialkosten, Fertigungskosten und sonstige Kosten, die anfallen, um den Gegenstand an seinen Ort und in seinen Zustand zum Zeitpunkt der Bewertung zu versetzen.

Dazu gehören auch die systematisch zurechenbaren fixen und variablen Gemeinkosten (Vollkostenprinzip). Darüber hinaus besteht gemäß IAS 23 die Pflicht zur Aktivierung von Fremdkapitalkosten, da die Voraussetzungen für einen qualifizierten Vermögenswert im Sinne des IAS 23.5 – *„es ist ein beträchtlicher Zeitraum erforderlich, um den Vermögenswert in seinen beabsichtigten gebrauchsfähigen Zustand zu versetzen“* – bei einer im Bau befindlichen Immobilie immer vorliegen werden.

Wendet das Unternehmen für seine als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien das Anschaffungskostenmodell an, gilt dies auch für die im Bau befindlichen Investment Properties. Planmäßige Abschreibungen werden damit erst vorgenommen, sobald die erstmalige Fertigstellung erfolgt ist. Bereits während der Bauphase ist bei Anzeichen für eine außergewöhnliche Wertminderung auf Basis eines Wertminderungstests (Impairment-Test) der erzielbare Betrag (*recoverable amount*) gemäß IAS 36 zu ermitteln. Übersteigende Kosten sind unmittelbar als Aufwand zu erfassen.

### 3.3 Realisierung von Mieterlösen

*Periodenabgrenzung  
bei Mieterlösen*

Für die Realisation von Mieterlösen gilt das Prinzip der Periodenabgrenzung mit dem Realisationsprinzip für Erträge und dem Matching Principle für Aufwendungen. Abgrenzungen (*deferrals*) sind für zeitraumbezogene Aufwendungen zu berücksichtigen. Die Rea-

lisierung von Mieterlösen richtet sich nach IAS 17 (Leasingverhältnisse bzw. *leases*).

Mieterlöse aus Operating-Leasing-Verhältnissen sind grundsätzlich linear über die Mietlaufzeit zu erfassen, sofern nicht eine andere planmäßige Verteilung eher den Nutzenverlauf widerspiegelt (IAS 17.50). Bestehen mehrjährige Mietverträge mit mietfreien Zeiten, ist die Summe der tatsächlich vereinbarten Mietzinsen gemäß SIC-15 gleichbleibend über die gesamte Vertragslaufzeit zu vereinnahmen. Die an Mieter belastbaren Betriebs- und Heizkosten werden laufend als Umsatzerlöse erfasst. Korrespondierend dazu sind die tatsächlichen Kosten für Strom, Gas, Wasser etc. laufend als Aufwendungen zu verbuchen. Die Summe der umlagefähigen und noch nicht abgerechneten Betriebs- und Heizkosten stellt eine Forderung aus Vermietung dar. Ihr steht eine Verbindlichkeit aus den laufenden Abschlagszahlungen der Mieter gegenüber. Bei entsprechender Datenqualität können diese Posten je Abrechnungseinheit saldiert werden; die in IAS 32.42 ff genannten grundsätzlichen Voraussetzungen einer Saldierung werden in diesen Fällen regelmäßig gegeben sein. [21]

Die HGB-Praxis vereinnahmt die Betriebs- und Heizkosten demgegenüber häufig periodenversetzt. [22] Erst mit erfolgter Abrechnung der Nebenkosten werden die entsprechenden Umsatzerlöse realisiert. [23] Vor Erstellung der Nebenkostenabrechnung erfolgt häufig ein Bruttoausweis der angefallenen Aufwendungen unter den Vorräten (noch nicht abgerechnete Nebenkosten o. ä.) und die Abgrenzung der Mietervorauszahlungen als erhaltene Anzahlungen auf der Passivseite.

### 3.4 Rückstellungen

Die IFRS verwenden einen vom deutschen Bilanzrecht abweichenden Rückstellungsbegriff, der sich insbesondere durch die Beschränkung auf Drittverpflichtungen und ein nach Eintrittswahrscheinlichkeiten gestaffeltes Passivierungs- bzw. Ausweiskonzept unterscheidet.

Der Ansatz von **Aufwandsrückstellungen** ist aufgrund des Fehlens einer Drittverpflichtung in einem IFRS-Abschluss ausgeschlossen. Rückstellungen für Bauinstandhaltung, die im handelsrechtlichen Jahresabschluss als Aufwandsrückstellung nach § 249 Abs. 2 HGB a.F. bis zur Änderung des HGB durch das Bilanzrechtsmoder-

*Bilanzierung von Aufwandsrückstellungen in HGB und IFRS*

nisierungsgesetz gebildet werden durften und in vielen Bilanzen noch zu finden sind, sind nach den IFRS nicht zulässig. Gleiches gilt für die Rückstellungen für unterlassene Instandhaltung nach § 249 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1, Satz 3 HGB a.F. [24]

Immobilienpezifisch sind im Rahmen des Rückstellungskonzeptes nach IFRS insbesondere Rückstellungen für belastende Verträge aus Generalmietvereinbarungen, Rückstellungen für Mietgarantien und Rückstellungen aus Instandhaltungs- oder Rückbauverpflichtungen gegenüber Dritten zu erfassen. Die Bewertung der Rückstellung hat nach der Festlegung der „bestmöglichen Schätzung“ als Ausgangsbetrag für die gegenwärtige Verpflichtung (IAS 37.36) im zweiten Schritt den Gegenwartswert (present value) als Erfüllungsbetrag unter Berücksichtigung der Preisentwicklung festzulegen (IAS 37.45–50). Die Bewertungsvorschrift ist einem investitions-theoretischen Ansatz vergleichbar und verlangt, künftige Zahlungsströme (Auszahlungen) und einen Diskontierungszinssatz festzulegen. [25] Künftige Ereignisse, wie zum Beispiel allgemeine Kostensteigerungen, sind zu berücksichtigen.

*Mietgarantien bei  
Objektveräußerungen*

Mietgarantien werden oftmals im Zusammenhang mit Objektveräußerungen abgegeben. Bei einer Mietgarantie sichert der Veräußerer dem Erwerber über einen vereinbarten Zeitraum eine bestimmte Mindestmiete zu. Für die Übernahme der Mietgarantie erhält der Veräußerer vom Immobilienerwerber einen erhöhten Veräußerungspreis. Wird innerhalb des Garantiezeitraums die Mindestmiete nicht erreicht, weil Leerstand besteht oder bei einer Anschluss- oder Neuvermietung nur ein, unter der Mindestmiete liegender, Mietzins vereinbart werden konnte, ist der Veräußerer verpflichtet, dem Erwerber den Differenzbetrag zur Mindestmiete zu ersetzen. Bei der Verpflichtung aus der Mietgarantie handelt es sich um eine ungewisse Verbindlichkeit, die gegenüber einem Dritten (dem Erwerber) eingegangen wurde. Den bereits realisierten Erträgen aus dem erhöhten Veräußerungserlös stehen die künftigen Aufwendungen aus der Mietgarantie (Erfüllungsrückstand) gegenüber. Das wertmäßige Risiko aus der Inanspruchnahme der Mietgarantie ist auf der Basis der bestehenden mietvertraglichen Vereinbarungen für das veräußerte Objekt zu ermitteln. Bei auslaufenden Verträgen sind Annahmen z. B. über Leerstandsdauern und Umbaukosten bei Mieterwechseln zu treffen.

*Generalmiet-  
vereinbarungen*

Bei **Generalmietvereinbarungen** vermietet der Immobilien-eigentümer ein Gesamtobjekt langfristig an einen Generalmieter

(zum Beispiel Betreiber eines Einkaufszentrums), der seinerseits die Einzelflächen des Objekts untervermietet. Übersteigt die an den Eigentümer durch den Generalmieter zu entrichtende Miete die Einnahmen aus der Untervermietung, z. B. wegen schlechterer Untervermietung, entsteht ein Verlust. Die Generalmietvereinbarung ist in diesem Fall ein „belastender Vertrag“, da die unvermeidbaren Kosten zur Erfüllung der Vereinbarung (Generalmiete) höher sind als der aus den Untermietverträgen erzielbare Nutzen.

## 4 Immobilienleasing

### 4.1 Leasingbilanzierung nach den Vorschriften des IAS 17 im Überblick

*Eindeutige Regelung  
der Leasing-  
Bilanzierung in IAS 17*

Abweichend vom deutschen Handelsrecht wird die Leasingbilanzierung in den IFRS mit dem IAS 17 „Leasingverhältnisse“ [26] sowie den ergänzenden Interpretationen eindeutig geregelt. [27] Die Vorschriften des IAS 17 finden dabei grundsätzlich auf alle Unternehmen Anwendung, unabhängig von Branchen und Größenkriterien. [28] Der Standard umfasst sowohl die Bilanzierung beim Leasinggeber als auch die bilanzielle Behandlung beim Leasingnehmer. Zu beachten ist, dass bei Leasingzweckgesellschaften, die in der Praxis zur Strukturierung von Leasingtransaktionen unter Off-balance-Gesichtspunkten genutzt werden, zunächst nach IAS 27 „Konzern- und separate Einzelabschlüsse“ in Verbindung mit SIC-12 „Konsolidierung-Zweckgesellschaften“ zu prüfen ist, ob der Leasingnehmer die Zweckgesellschaft beherrscht. In diesem Fall müsste eine Konsolidierung der Zweckgesellschaft erfolgen. [29] Sofern eine Konsolidierung ausgeschlossen werden kann, ist im Anschluss nach IAS 17 zu prüfen, welche Bilanzierungsvorschriften durch den Leasingnehmer anzuwenden sind.

*Recht auf Nutzung  
über einen Zeitraum*

Im IAS 17.4 wird ein Leasingverhältnis definiert als „*eine Vereinbarung, bei der der Leasinggeber dem Leasingnehmer gegen eine Zahlung oder eine Reihe von Zahlungen das Recht auf Nutzung eines Vermögenswerts für einen vereinbarten Zeitraum überträgt*“. Bei der Bilanzierung von Leasingverhältnissen wird in Abhängigkeit vom wirtschaftlichen Eigentum an dem Leasinggegenstand zwischen Operating- und Finanzierungsleasing unterschieden. [30] Wer wirtschaftlicher Eigentümer des Leasinggegenstandes ist, wird danach beurteilt, welche der Vertragsparteien die wesentlichen wirtschaftlichen Chancen und Risiken aus diesem Leasingverhältnis trägt (IAS 17.7).

Die Klassifizierung ist bei Vertragsabschluss vorzunehmen und führt zu wesentlich unterschiedlichen Bilanzansätzen. Abhängig von der Art des Leasingverhältnisses muss die Bilanzierung der Mietgegenstände entweder beim Leasingnehmer (Operating-Leasing) oder beim Leasinggeber (Finanzierungsleasing) erfolgen.

*Finanzierungsleasing*

Beim **Finanzierungsleasing** wird ein Finanzierungskauf unterstellt, in dessen Folge der Leasingnehmer wirtschaftlicher Eigen-

tümer des Vermögenswerts wird. Die Zahlung des Kaufpreises erfolgt dabei in Raten unter Berücksichtigung von Finanzierungsaufwendungen. Auf die Übertragung des rechtlichen Eigentums kommt es hierbei nicht an. In der Folge muss der Leasingnehmer das Leasingobjekt sowie eine korrespondierende Leasingverbindlichkeit bilanzieren. Der Leasinggeber hingegen bucht den Leasinggegenstand aus und erfasst eine Forderung in Höhe des Barwerts der zukünftigen Mindestleasingzahlungen.

Beim **Operating-Leasing** hingegen verbleibt das wirtschaftliche Eigentum beim Leasinggeber, der den Leasinggegenstand weiterhin abbildet und abschreibt. Der Leasingnehmer muss lediglich die Leasingzahlungen erfassen. Das Leasingverhältnis wird darüber hinaus nicht in der Bilanz des Leasingnehmers abgebildet.

*Operating-Leasing*

Eine **Klassifizierung als Finanzierungsleasing** erfolgt, wenn im Wesentlichen alle mit dem Eigentum am Vermögenswert verbundenen Chancen und Risiken auf den Leasingnehmer übertragen werden (IAS 17.8). Im Umkehrschluss stellen alle Leasingverhältnisse, bei denen dies nicht der Fall ist, Operating Leasingverhältnisse dar.

*Übertragung der Chancen und Risiken auf Leasingnehmer*

Zur Bestimmung, ob ein Finanzierungsleasing gegeben ist, führt der Standard Kriterien und ergänzende Indikatoren an, die für sich genommen oder in Kombination im Regelfall zu einer Einstufung als Finanzierungsleasing führen (IAS 17.10). Eindeutige Zurechnungsregeln werden nicht gegeben. Vielmehr ist das Gesamtbild des Leasingverhältnisses unter Beachtung der Indikatoren einschlägig. Für eine Einstufung als Finanzierungsleasing spricht gemäß IAS 17.10 beispielsweise:

- eine Eigentumsübertragung am Ende der Laufzeit des Leasingverhältnisses,
- eine günstige Kaufoption,
- eine den überwiegenden Teil der wirtschaftlichen Nutzungsdauer umfassende Leasinglaufzeit,
- wenn der Barwert der Mindestleasingzahlungen zu Beginn des Leasingverhältnisses im Wesentlichen dem beizulegenden Zeitwert des Leasinggegenstands entspricht oder
- eine spezielle Beschaffenheit der geleasten Vermögenswerte (Spezialleasing).

*Kriterien für Bilanzierungsempfehlung als Finanzierungsleasing*

Darüber hinaus führt der Standard weitere Kriterien an, die für sich genommen oder in Kombination auf ein Finanzierungslea-

sing hindeuten. So kann ein Finanzierungsleasing vorliegen, wenn der Leasingnehmer im Fall einer Auflösung des Vertrags seinerseits die dem Leasinggeber entstehenden Verluste trägt. Ebenso ist möglicherweise ein Finanzierungsleasing gegeben, wenn aus Schwankungen des beizulegenden Zeitwerts des Restwerts resultierende Gewinne oder Verluste dem Leasingnehmer zufallen. Auch wenn der Leasingnehmer die Möglichkeit einer Verlängerung des Leasingverhältnisses zu einer wesentlich geringeren als der Marktmiete hat, kann ein Finanzierungsleasing gegeben sein (IAS 17.11).

*Bilanzierung von  
Grundstücken und  
Gebäuden*

Eine Besonderheit ergibt sich bei der **Bilanzierung von Grundstücken und Gebäuden**. Grundsätzlich sind diese im Rahmen der Leasingklassifizierung separat als eigenständige Leasing-Vermögenswerte zu betrachten. Entsprechend sind die Mindestleasingzahlungen auf die einzelnen Komponenten aufzuteilen (IAS 17.15a). Von dieser Vorgehensweise gibt es jedoch zwei Ausnahmen. Sofern der Anteil, der auf das Grundstück entfällt, unwesentlich ist, können Gebäude und Grundstück für die Leasingklassifizierung als eine Einheit behandelt werden (IAS 17.17). Daneben ist eine separate Bewertung von Grundstück und Gebäude nicht erforderlich, wenn der Leasingnehmer seine Rechte auf Grundstück und Gebäude als Investment Property klassifiziert und das Modell des beizulegenden Zeitwerts anwendet (IAS 17.18). [31]

*„Sale-and-lease-back-  
Transaktionen“*

Einer Sonderform von Leasingvereinbarungen sind so genannte **„Sale-and-lease-back-Transaktionen“**. Dabei veräußert der Leasingnehmer ein Leasingobjekt an den Leasinggeber, um es anschließend von diesem wieder zurückzuleasen. Zivilrechtlich geht das Eigentum auf den Leasinggeber über. Der Nutzen des Leasingobjekts steht jedoch dem verkaufenden Leasingnehmer ununterbrochen zu. Abhängig davon, ob es sich um ein Finanzierungs- oder Operating-Leasing handelt, sieht IAS 17.58 ff. besondere Vorschriften für die bilanzielle Behandlung derartiger Transaktionen vor, um eine sachgerechte Abbildung des wirtschaftlichen Gehaltes einer solchen Transaktion zu ermöglichen.

*Finanzierungsleasing  
bei Sale-and-lease-  
back*

Bei **Finanzierungsleasing im Zusammenhang mit Sale-and-lease-back-Transaktionen** verbleibt das wirtschaftliche Eigentum beim Veräußerer, der anschließend zum Leasingnehmer wird. In diesem Fall muss der Veräußerer einen aus der Veräußerung resultierenden Gewinn passivisch abgrenzen und anschließend erfolgswirksam über die Laufzeit verteilen (IAS 17.59). Sofern sich ein Veräußerungsverlust ergibt, weil der Veräußerungspreis aufgrund

einer Wertminderung i.S.d. IAS 36 unter dem Buchwert des Leasinggegenstands liegt, ist dieser Verlust sofort aufwandswirksam zu erfassen. Führen andere Gründe zu einem Veräußerungsverlust, ist der Verlust aktivisch abzugrenzen und über die Laufzeit des Leasingverhältnisses erfolgswirksam aufzulösen. [34]

Im Rahmen von **Operating-Leasing-Verhältnissen im Zusammenhang mit Sale-and-lease-back-Transaktionen** geht das wirtschaftliche Eigentum auf den Käufer (d. h. den Leasinggeber) über. Die Transaktion wird im Regelfall als tatsächlicher Veräußerungsvorgang gesehen. Sofern der Leasinggegenstand zum beizulegenden Zeitwert veräußert wird, ist das aus der Veräußerung resultierende Ergebnis sofort erfolgswirksam zu erfassen. Ein Verlust aus der Veräußerung aufgrund eines Verkaufspreises unterhalb des beizulegenden Zeitwerts ist grundsätzlich ebenfalls sofort erfolgswirksam zu erfassen. Sofern jedoch der Verlust in der Zukunft durch niedrigere Leasingraten ausgeglichen wird, ist er abzugrenzen und proportional zu den Leasingraten über die voraussichtliche Nutzungsdauer des Leasinggegenstands aufzulösen. Liegt der Verkaufspreis über dem beizulegenden Zeitwert, ist der übersteigende Betrag abzugrenzen und über die voraussichtliche Nutzungsdauer des Leasinggegenstands erfolgswirksam zu erfassen (IAS 17.61).

*Operating-Leasing bei  
Sale-and-lease-back*

Die zuvor dargestellten Kriterien und Indikatoren zur Leasingklassifizierung ermöglichen in der Praxis wesentliche Spielräume, durch Vertragsgestaltung Leasinggegenstände außerhalb der Bilanz (off-balance) abzubilden. In der Praxis werden häufig die Kategorisierungsgrenzen der entsprechenden US-GAAP-Regelungen verwendet, um kritische Grenzen der Indikatoren auszufüllen. Aus den Regelungen des IAS 17 sind diese Grenzen jedoch nicht direkt ablesbar, sie gelten eher als Annahme der Bilanzierung. Dies wurde vonseiten der Abschlussnutzer seit langem kritisiert und war einer der ausschlaggebenden Punkte für die Initiative, die Leasingbilanzierung nach IFRS zu überarbeiten. [34]

*„Spielräume“ durch  
Vertragsgestaltungen*

## 4.2 Leasingverhältnisse in der Immobilienbranche

### *Ziel des „Operating-Leasings“*

Ein wesentlicher Teil der Geschäftstätigkeit von Immobiliengesellschaften ist die Vermietung von Büro-, Geschäfts- und Wohnimmobilien sowie Produktions- und Lagerhallen. Die Leasingbilanzierung ist daher naturgemäß ein zentrales Thema in der Branche. Eine Vielzahl von Unternehmen nimmt gern die Vorteile von Leasingvereinbarungen in Anspruch. Dabei wird häufig das Ziel verfolgt, eine Abbildung über ein Operating-Leasing zu erreichen, um die Bilanzsumme zu entlasten und dadurch Kennzahlen zu verbessern. Immobiliengesellschaften fallen mit ihren als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien unter eine Reihe von Sondervorschriften. Renditeimmobilien sind in Bezug auf die Bewertungsvorschriften von den Regelungen des IAS 17 ausgenommen (IAS 17.2). Stattdessen greifen hier die Vorschriften des IAS 40. Dazu wird im Anwendungsbereich des IAS 40 spezifiziert, dass die Vorschriften des IAS 40 auch die Bewertung von Investment Properties umfassen, die im Abschluss des Leasingnehmers im Rahmen eines Finanzierungsleasings erfasst werden sowie die Bewertung solcher Renditeimmobilien, die im Abschluss des Leasinggebers im Rahmen eines Operating-Leasing-Verhältnisses an einen Leasingnehmer vermietet werden.

### *Ausnahmen der Anwendung des IAS 40*

Vom Anwendungsbereich des IAS 40 ausgenommen sind hingegen explizit die folgenden Sachverhalte, die entsprechend den Vorschriften des IAS 17 zu behandeln sind (IAS 40.3). Dabei handelt es sich um:

- die Klassifizierung in Finanzierungs- oder Operating-Leasing,
- die Erfassung der Mieterträge,
- die Bewertung von als Operating-Leasing gehaltenen Renditeimmobilien im Abschluss des Leasingnehmers,
- die Bewertung der Nettoinvestition im Rahmen eines Finanzierungsleasings im Abschluss des Leasinggebers,
- die Behandlung von Sale-and-lease-back-Transaktionen und
- die Angaben zu Finanzierungs- und Operating-Leasing.

Bei Immobiliengesellschaften gilt es im Zusammenhang mit Leasingverhältnissen zwischen den Fällen zu unterscheiden, in denen der Leasinggeber die Immobilie selbst bilanziert und bewertet und solchen Fällen, in denen der Leasingnehmer die Immobilie auf-

grund eines Finanzierungsleasing oder ausnahmsweise auch im Rahmen eines Operating-Leasings bilanziert.

#### ■ Bilanzierung der vermieteten Immobilie durch die Immobiliengesellschaft (Leasinggeber) im Rahmen eines Operating-Leasings

Vermietet eine Immobiliengesellschaft eine Immobilie im Rahmen eines Operating-Leasings, erfolgt die Bewertung der Immobilie beim vermietenden Leasinggeber gemäß IAS 40.3 nach den Vorschriften des IAS 40.20 ff. (erstmalige Bewertung) sowie IAS 40.30 ff. (Folgebewertung). Die Immobilie ist daher mit ihren Anschaffungskosten zzgl. etwaiger Transaktionskosten anzusetzen (IAS 40.20) und in der Folge wahlweise nach dem Anschaffungskostenmodell (IAS 40.56) oder dem Modell des beizulegenden Zeitwerts (IAS 40.33 ff.) zu bewerten. [34] Die Mieterlöse sind von der Immobiliengesellschaft grundsätzlich linear über die Laufzeit des Leasingverhältnisses zu erfassen (IAS 17.50). Kosten, die im Zusammenhang mit den Leasingerträgen anfallen, werden als Aufwand berücksichtigt (IAS 17.51).

*Bilanzierung beim  
Leasinggeber*

Aufseiten des Leasingnehmers wird die Immobilie in der Bilanz nicht dargestellt. Es erfolgt lediglich eine Erfassung des Leasingaufwands in der Gesamtergebnisrechnung. Dabei sind die Leasingzahlungen grundsätzlich linear über die Laufzeit des Leasingverhältnisses als Aufwand zu erfassen. Eine andere Systematik ist zulässig, sofern diese den Nutzenverlauf besser darstellt (IAS 17.33).

#### ■ Bilanzierung der Immobilie durch den Leasingnehmer – Sonderfall des Operating-Leasings

Grundsätzlich erfolgt durch den Leasingnehmer im Rahmen eines Operating-Leasings keine Bilanzierung der Immobilie. Aufgrund der Regelung des IAS 17.14, wurden bereits im Jahr 2003 Sonderregelungen für Operating Leasingverhältnisse in den IAS 40 eingefügt, die auch nach der Streichung des IAS 17.14 [35] weiterhin Bestand haben. [36] IAS 17.14 sah bis zur Änderung durch das *Annual Improvements Project 2009* vor, dass beim Leasing von Grundstücken mit unbegrenzter Nutzungsdauer (Regelfall), bei denen am Ende der Laufzeit nicht das Eigentum am Grundstück auf den Leasingnehmer übergeht, immer ein Operating-Leasing vorliegt, da nicht im Wesentlichen alle Chancen und Risiken auf den Leasingnehmer übergehen. In der Folge konnten derartige Grundstücke beim Leasingnehmer nicht als Renditeimmobilien bilanziert werden, auch

*Sonderregelung bei  
Renditeimmobilien*

wenn sie im Rahmen von sehr langfristigen Mietverträgen gehalten wurden. Daher waren auf den Grundstücken errichtete Gebäude häufig anders zu bilanzieren als das Grundstück selbst. Diese Problematik wurde durch Einführung des IAS 40.6 gemildert.

*Bilanzierung einer  
Renditeimmobilie beim  
Mieter*

Nach IAS 40.6 kann ein Mieter, der eine Immobilie (ein Grundstück) im Rahmen eines Operating-Leasing ebenfalls für Zwecke der Erzielung von Mieteinnahmen nutzt, diese Immobilie unter Einhaltung strenger Kriterien, als Renditeimmobilie klassifizieren. Das Recht auf die Nutzung der Immobilie (property interest), das er im Rahmen des Operating Leasingverhältnisses erlangt, ist dann wie im Rahmen eines Finanzierungs-Leasings in der Bilanz des Leasingnehmers anzusetzen. Voraussetzung hierfür ist, dass er die Immobilie dergestalt nutzt, dass sie grundsätzlich die Voraussetzungen an eine Renditeimmobilie erfüllt und er die Immobilie zum beizulegenden Zeitwert gemäß den Vorschriften des IAS 40.33–55 bewertet. Die Regelung greift ausschließlich für die Fälle, in denen der Leasingnehmer das Modell des beizulegenden Zeitwerts in IAS 40 anwendet. Ziel der Regelung ist es, dass gleichartige Immobilien (und Grundstücke), die im Rahmen von Finanzierungs- und Operating-Leasing-Verhältnissen genutzt werden, gleichartig bilanziell erfasst werden können. [37] Sofern der Leasingnehmer in der Folge die Nutzung der Immobilie dahin gehend ändert, dass die Kriterien eines Investment Property nicht mehr erfüllt sind, erfolgt gemäß IAS 17.19 dennoch weiterhin eine Bilanzierung als Finanzierungsleasing.

*Erstmaliger Ansatz  
einer Renditeimmobilie*

Für den erstmaligen Ansatz von Immobilien im Rahmen von Leasingverhältnissen sieht IAS 40.25 eine Sonderregelung vor, sofern der Leasingnehmer die Immobilie als Renditeimmobilie klassifiziert. So ist das Recht an der Immobilie [38] erstmalig mit dem niedrigeren Wert aus beizulegendem Zeitwert der Immobilie und Barwert der Mindestleasingzahlungen anzusetzen. Zu beachten ist, dass nicht die Immobilie selbst, sondern das Recht auf die Nutzung der Immobilie bewertet wird (IAS 40.26).

Gewinne oder Verluste aus der Bewertung der Renditeimmobilie zum beizulegenden Zeitwert sind in der Periode in der Gewinn- und Verlustrechnung bzw. Gesamtergebnisrechnung zu erfassen, in der sie anfallen (IAS 40.35).

### ■ Vermietung im Rahmen eines Finanzierungsleasings

Sofern eine Immobiliengesellschaft eine Renditeimmobilie im Rahmen eines Finanzierungsleasings vermietet, muss sie als Leasinggeber die Immobilie aus- und eine Leasingforderung in Höhe der Nettoinvestition in den Leasinggegenstand einbuchen. In Höhe des Differenzbetrags zwischen dem auszubuchenden Buchwert der Immobilie und der Nettoinvestition, die als Forderung erfasst wird, ist ein Ertrag (Umsatzerlös) zu erfassen. Da es sich nach IAS 17.36 ff um eine Finanzierungstransaktion handelt, erfasst der Leasinggeber in der Folge Finanzerträge, die eine konstante periodische Verzinsung der Nettoinvestition widerspiegeln.

*Bilanzielle Erfassung durch Leasingnehmer*

Die Immobilie wird fortan durch den Leasingnehmer bilanziell erfasst. Die Anschaffungskosten des im Rahmen eines Leasingverhältnisses gehaltenen Rechts an einer Immobilie, die als Renditeimmobilie klassifiziert wird, sind durch den Leasingnehmer gemäß IAS 40.25 nach den Vorschriften für Vermögenswerte anzusetzen, die im Rahmen eines Finanzierungsleasing gehalten werden (d. h. IAS 17.20). Demnach ist der Vermögenswert mit dem niedrigeren Wert aus dem beizulegenden Zeitwert der Immobilie und dem Barwert der Mindestleasingzahlungen anzusetzen. Zudem ist in gleicher Höhe eine Verbindlichkeit anzusetzen. Sofern ein Unternehmen bei Abschluss der Leasingvereinbarung eine Prämie gezahlt hat, ist diese als Teil der Mindestleasingzahlungen zu berücksichtigen. Sie darf hingegen nicht als Teil der Verbindlichkeit erfasst werden, da sie bereits entrichtet wurde (IAS 40.26).

### 4.3 Leasingbilanzierung nach den Vorschlägen des ED/2010/9 Leases unter Berücksichtigung der aktuellen Diskussionen im Überblick

Am 17. 8. 2010 hat das IASB den Exposure Draft ED/2010/9 Leases veröffentlicht. Mit den vorgeschlagenen Änderungen soll die Leasingbilanzierung grundlegend geändert werden. Die Vorschriften des IAS 17 unterliegen der Kritik, dass sie keine entscheidungsnützlichen Informationen böten und aufgrund der möglichen Spielräume nicht zu einer Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Abschlüssen führten. [39] Der überarbeitete Standard soll zukünftig alle bisherigen Regelungen zur Leasingbilanzierung ersetzen (d. h. IAS 17, IFRIC 4, SIC-15 und SIC-27). [40] Derzeit wird diskutiert, dass

*Neue Bilanzierungsvorschriften für Leasing*

die neuen Regelungen auf Abschlüsse Anwendung finden sollen, die am oder nach dem 1. 1. 2015 beginnen. [41] Dabei ist eine retrospektive Anwendung geplant, die jedoch mit bestimmten Vereinfachungsvorschriften versehen werden soll. [42]

Nachfolgend werden die vorgeschlagenen Änderungen unter Berücksichtigung der bis Juli 2011 durchgeführten Diskussionen des IASB [43] sowie der getroffenen vorläufigen Entscheidungen übersichtsartig vorgestellt. Dabei sei darauf hingewiesen, dass die endgültigen Regelungen von diesem Diskussionsstand abweichen können.

*Sämtliche Leasingverhältnisse in Bilanz*

**Ziel des Exposure Drafts** ist es, zukünftig sämtliche Leasingverhältnisse eines Leasingnehmers in der Bilanz zu zeigen. Die Unterscheidung zwischen Operating- und Finanzierungsleasing entfällt. Gestaltungsmöglichkeiten soll damit Einhalt geboten werden. [44] Gleichzeitig steigt damit die Komplexität der Bilanzierung, da alle Leasingverhältnisse in der Bilanz des Leasingnehmers zu erfassen und gesondert zu bewerten sind.

Nach den Vorschlägen des IASB wird eine **Leasingvereinbarung** zukünftig definiert als ein Vertrag, dessen Erfüllung von einem spezifischen Vermögenswert abhängt und der das Recht überträgt, den Nutzen dieses spezifischen Vermögenswerts für einen bestimmten Zeitraum zu beherrschen (control the use of a specified asset). [45]

*Leasingverhältnisse als Nutzungsrechte*

Das Ziel der vollständigen Erfassung aller Leasingverhältnisse wird mit dem so genannten „**Nutzungsrechteansatz**“ (right of use approach) erreicht. Diesem Ansatz folgend werden Leasingverhältnisse künftig als Nutzungsrechte dargestellt, denen beim erstmaligen Ansatz eine korrespondierende Verbindlichkeit gegenübersteht. [46] Das Nutzungsrecht entspricht dabei dem Recht des Leasingnehmers, den zugrunde liegenden Vermögenswert über die Mietlaufzeit zu nutzen. [47] Für Unternehmen, die bislang im wesentlichen Umfang über Operating Leasingverhältnisse verfügten, die nach IAS 17 nicht bilanziell zu erfassen sind, führt dieser neue Ansatz zu einer wesentlichen Bilanzverlängerung.

*Leasingverbindlichkeit in Höhe des Barwertes*

Der **Leasingnehmer** muss nach dem Exposure Draft zukünftig eine Leasingverbindlichkeit in der Höhe des Barwerts der unbedingten Zahlungsverpflichtungen sowie – unter bestimmten Voraussetzungen – bedingter Zahlungsverpflichtungen ansetzen. Dabei sollen – entgegen den Vorschlägen des IASB im Exposure Draft – nur solche bedingten Zahlungsverpflichtungen anzusetzen sein, die hinreichend sicher (virtually certain) sind. Konkret sollen

dies Zahlungsverpflichtungen sein, bei denen es sich um versteckte Mindestleasingzahlungen handelt, der Betrag einer Restwertgarantie erwartungsgemäß vom Leasingnehmer zu zahlen ist oder die Zahlung von einem Index oder einem Zins abgeleitet wird. [48] Kaufoptionen sind nur zu berücksichtigen, sofern sie dem Leasingnehmer einen wesentlichen wirtschaftlichen Anreiz zur Ausübung der Option bieten. [49] Dies wäre bspw. der Fall, wenn der Leasingnehmer in wesentlichem Umfang Mietereinbauten vorgenommen hat, die ihm beim Ablauf des Vertrags nicht erstattet werden.

Die **Verbindlichkeit** ist mittels der Effektivzinsmethode fortzuführen. Der Zinsaufwand ist in einer gesonderten Zeile innerhalb des Zinsergebnisses in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisen. [50]

Auf der Aktivseite ist entsprechend das **Nutzungsrecht** zu bilanzieren. Dieses ist bei erstmaligem Ansatz ebenfalls in Höhe des Barwerts der Leasingverbindlichkeit, aber zzgl. direkt zurechenbarer Anschaffungskosten anzusetzen. In der Folge ist das Nutzungsrecht auf Basis einer systematischen Methode (zumeist voraussichtlich linear) abzuschreiben.

Die Abschreibungen auf Nutzungsrechte sind zukünftig in einer separaten Zeile in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisen. Im Fall der Berücksichtigung einer Kaufoption ist das Nutzungsrecht über die wirtschaftliche Nutzungsdauer des zugrunde liegenden Vermögenswerts und nicht über die Laufzeit des Leasingverhältnisses abzuschreiben. Auf das Nutzungsrecht finden die Wertminderungsvorschriften des IAS 36 Anwendung. [51]

Diese Folgebewertung von Nutzungsrecht und Leasingverbindlichkeit führt zu einem unterschiedlichen Aufwandsverlauf und einer nicht korrespondierenden Entwicklung des Rechts und der Verbindlichkeit. Bei der Verbindlichkeit kommt es zu einem so genannten „Frontloading“ des Zinsaufwands. Das Nutzungsrecht wird hingegen (im Regelfall) linear abgeschrieben werden, sodass es zu einer gleichmäßigen Aufwandserfassung über die Leasingdauer kommt.

Die **Bilanzierung beim Leasinggeber** wurde vom IASB über Monate intensiv diskutiert. Dabei wurden diverse Ansätze verfolgt. Schließlich hat das IASB im Sommer 2011 vorläufig entschieden, dass auch für Leasinggeber nur ein Bilanzierungsmodell für Leasingverhältnisse Anwendung finden soll, der so genannte „*receivable and residual approach*“. Nach diesem Modell muss der Leasinggeber den

*Bilanzierung  
des Nutzungsrechts*

*Unterschiedlicher Auf-  
wandsverlauf*

vermieteten Gegenstand in der Höhe ausbuchen, in der er das Nutzungsrecht auf den Leasingnehmer überträgt. Gleichzeitig muss er eine Leasingforderung auf Basis des Barwerts der Leasingzahlungen ansetzen. Dabei ist der dem Leasingvertrag zugrunde gelegte Zinssatz heranzuziehen. In der Folge ist die Forderung nach der Effektivzinsmethode fortzuführen. [52]

Der zurückbehaltene Vermögenswert stellt einen Restwert dar. Dieser ist mittels folgender Formel zu ermitteln (vgl. Abbildung 1):

Abb. 1: Berechnung  
des Restwertes

$$\text{Buchwert Leasingobjekt} \times \left[ 1 - \left( \frac{\text{Barwert Leasingforderung}}{\text{beizulegender Zeitwert Leasingobjekt}} \right) \right]$$

Der Restwert ist in der Folge mit dem im Leasingvertrag zugrunde gelegten Zinssatz aufzuzinsen. Sofern sich aus der Differenz zwischen dem vorherigen Buchwert des vermieteten Vermögenswerts und der Summe aus der Leasingforderung und dem angesetzten Restwert ein Gewinn ergibt, ist dieser bei Beginn der Leasingvereinbarung zu erfassen. Die Zinserträge aus der Leasingforderung sowie aus der Aufzinsung des Restwerts sind über die Laufzeit des Leasingvertrags zu erfassen. [53]

Änderungen bei Sale-  
and-lease-back-Trans-  
aktionen

Auch nach den vorgeschlagenen Änderungen sind **Sale-and-lease-back-Transaktionen** gesondert zu betrachten, um eine sachgerechte Erfassung sicherzustellen. Zunächst ist zu prüfen, ob es sich bei der Transaktion um eine Veräußerung handelt. Dabei sollen die Unternehmen auf die Kriterien zur „Kontrolle“ (*control*) aus dem Projekt zur Umsatzrealisierung abstellen. [54] Sofern die Kontrolle über das veräußerte Gut (hier: die Immobilie) auf den Erwerber übergegangen ist, liegt eine Veräußerung vor. Es wird unterstellt, dass der Vermögenswert vollständig auf den Erwerber übertragen wurde.

In diesem Fall sind für die bilanzielle Darstellung der Veräußerung die jeweils geltenden IFRS heranzuziehen (der zukünftige Standard zu Umsatzrealisierung und IAS 16 *Sachanlagen*). Auf die Leasingtransaktion finden die oben dargestellten Regelungen des Leasingstandards Anwendung. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass der Leasingnehmer ein Nutzungsrecht zurückmietet, das nur einen Teil der zugrunde liegenden Immobilie abbildet. Sofern der Veräußerungspreis dem beizulegenden Zeitwert entspricht, sind die Gewinne und Verluste aus der Veräußerung sofort erfolgswirksam

zu erfassen. Entspricht der Veräußerungspreis hingegen nicht dem beizulegenden Zeitwert, sind die erfassten Vermögenswerte, Schulden, Gewinne und Verluste anzupassen, um die gegenwärtigen Marktmieten zu berücksichtigen. [55]

Sofern die Transaktion nicht die Kriterien für eine Veräußerung erfüllt, darf der Erwerber den übertragenen Vermögenswert nicht ansetzen. Der vom Erwerber gezahlte Veräußerungspreis ist in diesem Fall als Forderung in der Bilanz zu erfassen. [56]

#### 4.4 Mögliche Auswirkungen des ED/2010/9 Leases auf die Bilanzierung von Renditeimmobilien bei Immobiliengesellschaften

Der ED/2010/9 sowie der aktuelle Diskussionsstand sehen für als Finanzinvestition gehaltene Immobilien die nachfolgend dargestellten Sonderregelungen vor.

**Leasinggeber**, die ihre Renditeimmobilien gemäß IAS 40 zum beizulegenden Zeitwert bewerten, sollen den IAS 40 und nicht die Regelungen zur Leasingbilanzierung anwenden. [57] Die Erlöse aus den Leasingzahlungen sind in diesem Fall linear über die Laufzeit der Leasingvereinbarung in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen. Für Leasinggeber, die das Anschaffungskostenmodell nutzen, gelten hingegen die Vorschriften zur Leasingbilanzierung. [58]

Das IASB ist bei dieser Regelung der Auffassung der Immobilienbranche und der Analysten gefolgt, dass Renditeimmobilien sich aufgrund ihrer Langlebigkeit von anderen Leasinggegenständen unterscheiden. Eigentümer von Renditeimmobilien halten diese, um neben den Mieten eine Wertsteigerung der Immobilie zu erzielen. Anders als bei Leasingverhältnissen über Büroausstattung oder Kraftfahrzeuge preist der Leasinggeber bei Mietverträgen über Immobilien im Regelfall nicht eine gewünschte Rendite und zusätzlich eine Kompensation für die Wertminderung des Vermögenswerts ein, da bei Immobilien im Regelfall von einer Wertsteigerung über die Leasingdauer auszugehen ist. Daher hat das IASB entschieden, dass die vollständige Darstellung einer Renditeimmobilie nach dem beizulegenden Zeitwert in der Bilanz des Leasinggebers sowie eine lineare Erfassung der Leasingerträge über die Laufzeit des Leasingverhältnisses zu einer sachgerechteren Darstellung und somit entscheidungsnützlicheren Informationen führt, als die Aus-

*Anwendung IAS 40 bei Renditeimmobilien*

*Berücksichtigung der Auffassungen der Immobilienbranche*

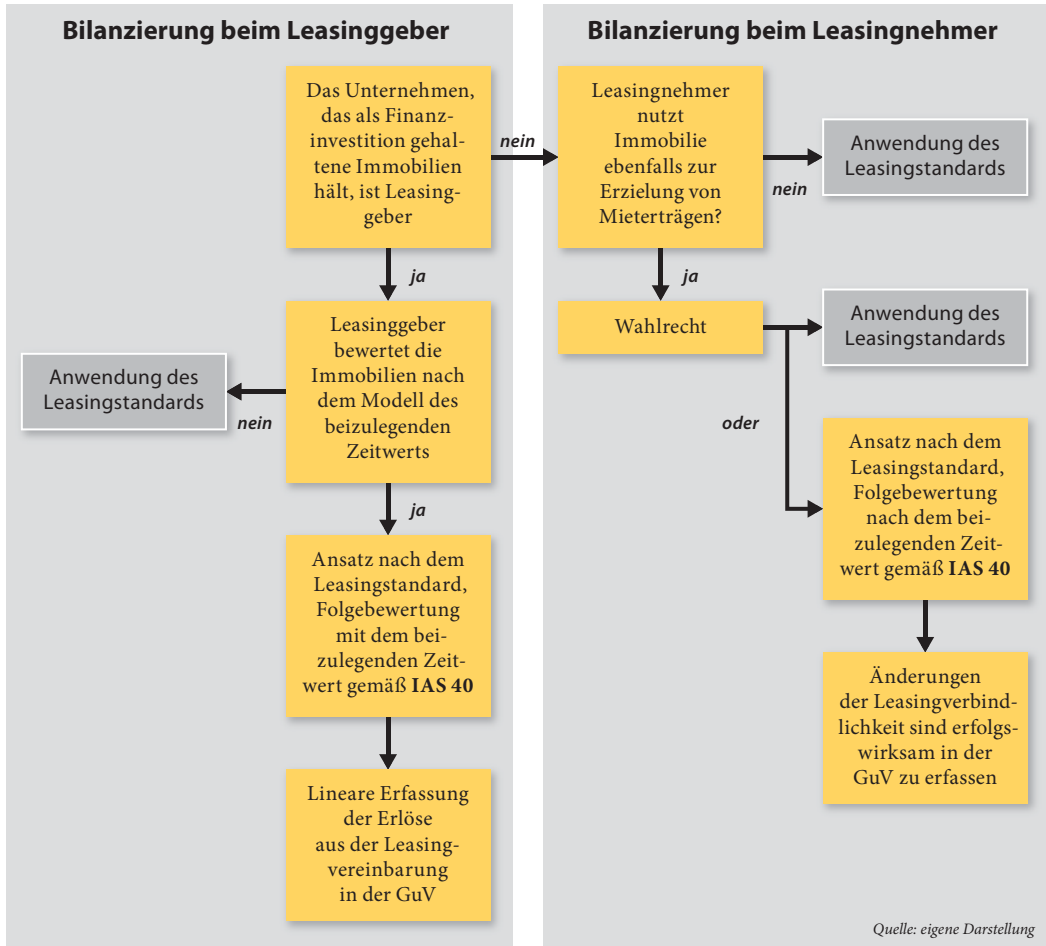


Abb. 2: Übersicht zum Zusammenspiel von IAS 40 und den Vorschlägen zur Überarbeitung des Leasingstandards ▲

Vereinfachung für Leasinggeber bei Zeitwertbilanzierung

buchung des auf den Leasingnehmer übertragenen Nutzungsrechts und die Einbuchung der Leasingforderung. Daneben würde eine Anwendung des „receivable and residual“-Ansatzes beim Leasinggeber insbesondere bei Immobilien mit diversen Mietern zu praktischen Problemen führen. [59] So müssten bspw. bei der Vermietung von Bürogebäuden, alle separat vermieteten Einheiten gesondert zum beizulegenden Zeitwert bewertet werden.

Die Sonderregelung führt zu einer Vereinfachung für Leasinggeber, die ihre Renditeimmobilien zum beizulegenden Zeitwert bewerten. Im Vergleich zu der bisherigen Bilanzierung ergeben sich somit für Immobiliengesellschaften, die ihre Renditeimmobilien zum beizulegenden Zeitwert bewerten, keine Änderungen.

Solche Leasinggeber, die hingegen das Anschaffungskostenmodell nutzen, werden nach dem derzeitigen Diskussionsstand den

„receivable and residual“-Ansatz anwenden müssen. Diese Unternehmen werden vor die Herausforderung gestellt sein, den jeweils verbleibenden Restwert ihrer Immobilien zu bewerten. Dies dürfte insbesondere dann problematisch sein, wenn eine Immobilie an verschiedene Mieter mit unterschiedlichen Laufzeiten vermietet wird.

Für **Leasingnehmer** im Rahmen von Immobilienleasingverhältnissen gelten grundsätzlich die Neuregelungen des Leasingstandards. Hiervon sieht der ED/2010/9 jedoch eine Ausnahme vor: Sofern ein Leasingnehmer eine im Rahmen eines Leasingverhältnisses gehaltene Immobilie ebenfalls als Renditeimmobilie vermietet, kann er sein Nutzungsrecht (*right of use asset*) an der Immobilie gemäß Par. 7 des ED nach erstmaligem Ansatz nach dem Modell des beizulegenden Zeitwerts im Sinne des IAS 40 bewerten. Veränderungen der Leasingverbindlichkeit wären in der Folge gemäß IAS 40 in der Gewinn- und Verlustrechnung zu erfassen. [60] Bei Anwendung des Anschaffungskostenmodells ist der Leasingstandard heranzuziehen. Auch diese Vorschriften gleichen den derzeit gültigen Regelungen.

*Zeitwertbewertung  
des Nutzungsrechtes*

Abbildung 2 fasst die Regelungen für Leasinggeber und Leasingnehmer im Zusammenhang mit Renditeimmobilien zusammen.

## 5 Zusammenfassung

*IAS 40 als Bilanzierungsstandard für Immobiliengesellschaften*

Kapitalmarktorientierte Immobiliengesellschaften sind seit 2005 dazu verpflichtet, ihre Konzernabschlüsse nach den Vorschriften der IFRS aufzustellen. Die IFRS sehen für die Bilanzierung von Renditeimmobilien eine Reihe von Sonderregelungen vor, die dazu beitragen, die Besonderheiten der Immobilienbranche im Abschluss widerzuspiegeln. Eine zentrale Regelung ist hierbei der IAS 40, der Immobiliengesellschaften das Wahlrecht eröffnet, ihre als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien mit dem beizulegenden Zeitwert oder zu Anschaffungs-/Herstellungskosten abzüglich Abschreibungen anzusetzen.

Neben dem IAS 40 ist auch der IAS 17, der die Leasingbilanzierung regelt, ein zentraler Standard für die Branche. Derzeit werden jedoch die Vorschriften zur Leasingbilanzierung grundlegend überarbeitet. Fraglich ist, ob die vorgeschlagenen Neuregelungen die Immobilienbranche, deren Kerngeschäft u.a. das Vermieten von Immobilien darstellt, maßgeblich betreffen werden.

*Neuregelung der Leasingbilanzierung*

Bei der Beantwortung dieser Frage kommt es darauf an, wie die jeweilige Immobiliengesellschaft ihre Renditeimmobilien bewertet. Wird das Modell des beizulegenden Zeitwerts angewandt, ergeben sich im Vergleich zu der derzeitigen Bilanzierung keine wesentlichen Veränderungen. [61] Sofern jedoch das Anschaffungskostenmodell zur Bewertung der Renditeimmobilien herangezogen wird, sind die vorgeschlagenen Neuregelungen vollständig anzuwenden. Dies würde zu einem erheblichen Mehraufwand führen, da die Leasinggeber ihre Immobilien zu Beginn des Leasingverhältnisses teilweise ausbuchen und den Restwert ermitteln müssten. Insbesondere bei kurzfristigen Mietverträgen sowie bei Immobilien, die aus mehreren vermieteten Einheiten bestehen, führt dies zu einer steigenden Komplexität bei der Bilanzierung und Bewertung.

*Geringe Auswirkungen durch Anwendung der Zeitwertbilanzierung*

Da ein Großteil der Immobilienbranche das Modell des beizulegenden Zeitwerts anwendet, werden die Auswirkungen der neuen Leasingregelungen auf die Leasinggeber in der Branche jedoch eher gering sein. Als Leasingnehmer hingegen sind zukünftig alle Unternehmen verpflichtet, ihre gemieteten Sachanlagen bilanziell als Nutzungsrecht zu erfassen und gleichzeitig eine Leasingverbindlichkeit einzubuchen. Das gilt sowohl für Immobilien und Grundstücke als auch Mobilien. Hieraus können sich in Abhängigkeit vom Umfang

der derzeit bestehenden Operating-Leasing-Verhältnisse wesentliche Bilanzverlängerungen ergeben.

## Referenzen

- [1] Zur gesamten nachfolgenden Darstellung vgl. Klinger/Müller: IFRS & Immobilien, 2. Auflage, Berlin 2009
- [2] Vgl. Buchholz, Internationale Rechnungslegung, 7. Auflage, Berlin 2008, S. 6 f.
- [3] Vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, in: GuG 2002, S. 357.
- [4] Vgl. Müller/Schanne, Praxis der Bilanzierung und Bewertung von Grundstücken und Gebäuden zum beizulegenden Zeitwert nach IAS/IFRS, in: BC 2005, S. 30.
- [5] Vgl. Scheinpflug, Sachanlagen, in: Bohl/Riese/Schlüter (Hrsg.), Beck'sches IFRS-Handbuch, 3. Auflage, München 2009, § 5, Rz. 51 ff.
- [6] Vgl. Zülch/Willms, Rückstellungen für Entsorgungs-, Wiederherstellungs- und ähnliche Verpflichtungen: Umstellung von HGB auf IFRS, in: DB 2005, S. 1179.
- [7] Vgl. Deutsche Wohnen AG, Konzernabschluss zum 31. Dezember 2010.
- [8] Vgl. IVG Immobilien AG, Konzernabschluss zum 31. Dezember 2010.
- [9] Vgl. PATRIZIA Immobilien AG, Konzernabschluss zum 31. Dezember 2010.
- [10] Vgl. Leinemann, Immobilienbewertung nach IFRS zu beizulegenden Zeitwerten: Eine Option für den deutschen Mittelstand, in: UM 2004, S. 261.; Wagenhofer, a. a. O., S. 161 f.
- [11] Vgl. Kleiber, Systematische Darstellung des Vergleichswertverfahrens, in: Kleiber, Verkehrswertermittlung von Grundstücken, 6. Auflage, Köln 2010, §§ 13, 14 WertV, Rz. 14; vgl. Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, a. a. O., S. 359.
- [12] Vgl. Jung, in: Beck'sches IFRS-Handbuch, a. a. O., § 6, Rz. 51 ff.; Freiberg, in: Haufe IFRS-Kommentar, 9. Auflage, Freiburg 2011, § 16, Rz 52 ff.; Leinemann, a. a. O., S. 260.
- [13] Vgl. Küting/Trappmann/Keffler, Die Eignung von Bodenrichtwerten zur Ausfüllung der bilanziellen Bewertungsmaßstäbe bei Grundstücken nach HGB und IFRS, in: DB 2006, S. 1853.
- [14] Vgl. Leinemann, a. a. O., S. 261.
- [15] Vgl. Böckem/Schurbohm-Ebneth, Praktische Fragestellungen der Implementierung von IAS 40 – Als Finanzinvestition gehaltene Immobilien (investment properties), in: KoR 2003, S. 341.
- [16] Vgl. Hinrichs/Schultz, Das Discounted-Cash-flow-Verfahren in der Praxis, in: GuG 2003, S. 266.
- [17] Vgl. Liek, Immobilienspezifische Auftragsfertigung (IAS 11), in: IFRS Immobilien – Praxiskommentar, Weber/Baumunk (Hrsg.), Münchn 2005, Rz. 197.
- [18] Vgl. Ranker, Immobilienbewertung nach HGB und IFRS, Berlin 2006, S. 285.
- [19] Vgl. IDW RS WFA, 1 Rz. 11, in: WPg 2002, S. 633 ff.
- [20] Vgl. Deloitte & Touche GmbH/F.A.Z.-Institut (Hrsg.), Rechnungslegung nach IAS – Grundlagen und wesentliche Unterschiede zum deutschen Bilanzrecht, 2. Auflage, Frankfurt a.M., S. 79.
- [21] Vgl. auch Thiermann, Internationale Rechnungslegung bei Immobilienunternehmen, 1. Auflage, Düsseldorf 2000, S. 34.
- [22] Vgl. dazu GdW, Bundesverband deutscher Wohnungsunternehmen e. V. (Hrsg.), Erläuterungen zur Rechnungslegung von Wohnungsunternehmen, 1. Auflage, Hamburg 2002.
- [23] Vgl. Thiermann, a. a. O., S. 34.
- [24] Vgl. Thiermann, a. a. O., S. 55.
- [25] Vgl. Hoffmann, Die Bewertung (measurement) von Rückstellungen, in: Haufe IFRS-Kommentar, a. a. O. § 21, Rz. 113 ff.
- [26] Veröffentlicht in der überarbeiteten Fassung von 2004 in der amtlichen Übersetzung, in: Amtsblatt der Europäischen Union vom 31. 12. 2004, L 394/83 sowie Verordnung (EG) Nr. 243/2010 der Kommission vom 23. März 2010 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1126/2008 zur Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards gemäß der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf Verbesserungen an den International Financial Reporting Standards (IFRS) (Text von Bedeutung für den EWR) – ABI. L 77, 24.03.2010U
- [27] Bei den Interpretationen handelt es sich um SIC-15 „Operating-Leasing-Verhältnisse-Anreize“, SIC-27 „Beurteilung des wirtschaftlichen Gehalts von Transaktionen in der rechtlichen Form von Leasingverhältnissen“ sowie IFRIC 4 „Feststellung, ob eine Vereinbarung ein Leasingverhältnis enthält“
- [28] Zu den Ausnahmen vom Anwendungsbereich des IAS 17 vgl. IAS 17.2. Hier werden bspw. die Exploration von Mineralien und fossilen Brennstoffen sowie Lizenzvereinbarungen für Filmrechte und Patente ausgenommen.

- [29] In diesem Fall entfällt eine anschließende Prüfung des IAS 17, da der Leasinggegenstand durch die Konsolidierung in der Bilanz des bilanzierenden Unternehmens erfasst wird. Auf die Besonderheiten von Zweckgesellschaften im Zusammenhang mit Leasingvereinbarungen wird an dieser Stelle nicht näher eingegangen. Zu beachten ist jedoch, dass die Vorschriften zu Zweckgesellschaften durch den im Mai 2011 veröffentlichten IFRS 10 Konzernabschlüsse wesentlich verändert wurden. Der Standard findet auf Geschäftsjahre Anwendung, die am oder nach dem 1.1.2013 beginnen. SIC-12 und der mit diesem verbundene „Risks-and-rewards“-Ansatz wird aufgehoben.
- [30] Zu den zukünftigen Änderungen durch den ED/2010/9 Leases siehe Abschnitt 4.3 (S. 237) und 4.4 (S. 241).
- [31] Diese Vorschriften wurden im Rahmen der im Mai 2009 veröffentlichten „Improvements to IFRSs“ in den IAS 17 eingeführt. Gleichzeitig wurde IAS 17.14 gestrichen, in dem aufgrund der unbegrenzten Nutzungsdauer von Grundstücken unterstellt wurde, dass Grundstücke nur im Rahmen von Operating Leasingverhältnissen vermietet werden können, sofern nicht am Ende der Leasinglaufzeit das Eigentum an dem Grundstück auf den Leasingnehmer übergeht.
- [32] Umkehrschluss aus IAS 17.64 in Analogie zu IAS 17.59
- [33] Vgl. IASB, Discussion Paper, DP/2009/1, März 2009, Tz. 1.2 und Tz. 1.12(c)
- [34] Zu den Bewertungsvorschriften des IAS 40 siehe ausführlich Abschnitt 1.2
- [35] Vgl. IASB, Improvements to IFRSs, April 2009, S. 22 ff.
- [36] Vgl. IAS 40.BC.4 ff.
- [37] Vgl. IAS 40.BC.6
- [38] Hier wird auf das Recht an der Immobilie (property interest) abgestellt, da der Leasingnehmer im Fall eines Operating Leasingverhältnisses nur das Recht an der Nutzung einer Immobilie hat und nicht – wie im Rahmen eines Finanzierungsleasing – die Immobilie bilanziert. Das Konzept des Nutzungsrechts an einem Leasinggegenstand findet mit dem ED/2010/9 Leases Eingang in die Leasingbilanzierung. Vgl. hierzu Abschnitt 4.3 (S. 237)
- [39] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, S. 5.
- [40] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, Tz. 97
- [41] Dieser Zeitpunkt wird beim IASB diskutiert. Das Datum wird bislang jedoch nicht auf den Internetseiten des IASB publiziert.
- [42] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, Tz. 88
- [43] Die im Exposure Draft vorgeschlagenen Änderungen wurden in der auf die Veröffentlichung folgenden Kommentierungsfrist stark kritisiert. Ein Kritikpunkt war bspw., dass Leasingverhältnisse, bei denen die Höhe der Leasingraten oder die Vertragslaufzeit nicht feststehen, auf Basis von Wahrscheinlichkeitserwägungen über die zukünftige Nutzung in die Bewertung des Nutzungsrechts einfließen sollten. Für die Folgebewertung sah der ED vor, dass eine jährliche Überprüfung zu erfolgen habe. Dies würde zu einer erheblichen Erhöhung der Komplexität bei der Bilanzierung derartiger Vereinbarungen führen. Die Kritikpunkte in den Stellungnahmen der Interessengruppen haben zu intensiven Diskussionen beim IASB und wesentlichen Veränderungen der Regelungen im Vergleich zum ED geführt.
- [44] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, S. 5.
- [45] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, Appendix A, S. 39.
- [46] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, Tz. 10.
- [47] Vgl. IASB, Exposure Draft ED/2010/9 Leases, Appendix A, S. 40.
- [48] Vgl. IASB Staff Paper, Effect of board redeliberations on Exposure Draft Leases, June 2011, S. 5, Download unter: <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>, Stand: 26. 9. 2011.
- [49] Vgl. IASB Staff Paper, Effect of board redeliberations on Exposure Draft Leases, June 2011, S. 6, Download unter: <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>, Stand: 26. 9. 2011.
- [50] Vgl. IASB Staff Paper, Effect of board redeliberations on Exposure Draft Leases, June 2011, Tz. 16(a), Download unter: <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>, Stand: 26. 9. 2011.
- [51] IASB Staff Paper, Effect of board redeliberations on Exposure Draft Leases, June 2011, Tz. 16(b), Tz. 20, Download unter: <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>, Stand: 26. 9. 2011.
- [52] Vgl. IASB, IASB Update, July 2011, S. 4 f.
- [53] Vgl. IASB, IASB Update, July 2011, S. 4 f.
- [54] Das IASB arbeitet parallel zu den Änderungen am Leasingstandard an der Überarbeitung der Rege-

lungen zur Umsatzrealisierung. Vgl. hierzu IASB, ED/2010/6 Revenues from Contracts with Customers.

- [55] Vgl. IASB Staff Paper, Effect of board redeliberations on Exposure Draft Leases, June 2011, S. 18, Download unter: <http://www.ifrs.org/Current+Projects/IASB+Projects/Leases/Leases.htm>, Stand: 26. 9. 2011.
- [56] Vgl. IASB, ED/2010/9 Tz. 69.
- [57] Vgl. IASB, ED/2010/9 Leases, Par. 7.
- [58] Vgl. IASB, ED 2010/9 Leases, Appendix C, S. 65.
- [59] Vgl. IASB, Agenda Paper 5G, S.8, Tz. 23.
- [60] Vgl. IASB, ED/2010/9 Leases, Par. 7 a); Dies entspricht im Wesentlichen der bisherigen Regelung im IAS 40.6.
- [61] Basis für diese Aussage ist der Diskussionsstand zum 26. 9. 2011.

## Über den Autor



**Franz Klinger** verantwortet als Partner bei *Deloitte* die Mandantenservices für die Immobilienbranche am Standort München. Nach dem Studium der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften an der Universität Augsburg begann er seine berufliche Tätigkeit 1993 bei der damaligen *Wollert-Elmendorff Deutsche Industrie-Treuhand GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft*. 1998 erfolgte die Bestellung zum Steuerberater, 2000 die zum Wirtschaftsprüfer.

Seit 2006 ist Franz Klinger Partner bei *Deloitte Deutschland*. Schwerpunkte seiner Tätigkeit sind die Prüfung und Beratung von immobilienwirtschaftlichen Gesellschaften und Konzernen unterschiedlicher Rechtsform und Größe. Der Branchenfokus liegt bei bestandshaltenden Immobilienunternehmen, Projektentwicklern und Bauunternehmen. Zu den von ihm verantwortlich durchgeführten Projekten zählen die Begleitung von IFRS-Konversionsprojekten bzw. IFRS-Erstanwendungen, IPO-Verfahren und Untersuchungen für die European Public Real Estate Association (EPRA).

Franz Klinger hat mehrere Bücher und Aufsätze zu immobilienwirtschaftlichen Fragestellungen veröffentlicht (u. a. IFRS & Immobilien, 2. Auflage 2009). Er ist Dozent für Rechnungslegung bei Immobilienunternehmen an der IREBS sowie an der Universität Regensburg.

## Über die Autorin



**Silvia Geberth** verantwortet als Senior Managerin bei *Deloitte* den Bereich IFRS Advisory Services in München. Nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre an der privaten Fachhochschule Nordakademie begann sie ihre berufliche Tätigkeit im Jahr 2001 bei der *Arthur Andersen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Steuerberatungsgesellschaft mbH*, später *Ernst & Young GmbH*. 2005 erfolgte die Bestellung zur Steuerberaterin. Von 2006 bis 2008 wurde sie an den Bundesverband der Deutschen Industrie e. V. entsandt. Dort hat sie in Berlin und Brüssel den Fachbereich Internationale Rechnungslegung und Bilanzierung verantwortet und am Standardsetzungsprozess auf europäischer Ebene mitgewirkt.

Im Jahr 2008 erfolgte die Bestellung zur Wirtschaftsprüferin sowie der Wechsel in das IFRS-Desk von *Ernst & Young* für Europa, Mittlerer Osten, Indien und Afrika. Hier war sie zuständig für die Beratung und Prüfung multinationaler Konzerne.

Seit 2010 betreut Silvia Geberth den Bereich IFRS Advisory Services bei *Deloitte* in München. Im Rahmen ihrer Tätigkeit berät und unterstützt sie internationale Konzerne bei IFRS-Fachfragen, Umstellungsprojekten, Einführung neuer Standards und der Erstellung von IFRS-Konzernabschlüssen. Neben der fachlichen Beratung konzipiert sie IFRS-Schulungen und führt diese durch.

# *Immobilienfonds*

# Offene Immobilienfonds in Deutschland

Bernd Schöffel

Geschäftsführer, iii-investments

*Offene Immobilien-Publikumsfonds für Privatanleger waren über Jahrzehnte durch hohe Mittelzuflüsse geprägt, gefolgt von starken Mittelabflüssen und daraus resultierenden Fondsschließungen mit anschließender Liquidation ausgewählter Fonds. Die auf institutionelle Investoren ausgerichteten Offenen Immobilien-Spezialfonds stellen mit einem Anlagevolumen in Höhe von über € 30 Mrd. ein beliebtes und durch konstante Mittelzuflüsse geprägtes Anlagevehikel dar.*

*Das Konstrukt dieser Fonds in Deutschland, vergangene und aktuelle Entwicklungen sowie zukünftige Herausforderungen an dieses Anlagevehikel sind zentraler Untersuchungsgegenstand des folgenden Artikels.*

# Inhalt

<b>1 Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Deutschland</b>	<b>255</b>
<b>2 Grundlagen des Offenen Immobilien-Publikumsfonds</b>	<b>256</b>
2.1 Entwicklung im Überblick	256
2.2 Anlegerschutz als Leitmotiv	258
2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen	259
2.4 Bewertung der Fondsimmobilien	260
2.5 Anlagegrenzen	261
2.6 Kostentransparenz	261
2.7 Organisationspflichten	263
2.8 Steuerliche Behandlung der Anlage	264
<b>3 Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds</b>	<b>266</b>
3.1 Der „Sündenfall“ und die Finanzkrise	267
3.2 Börsenhandel als Zweitmarkt: Segen oder Fluch?	268
3.3 Gesetzgeberische Konsequenzen	269
<b>4 Grundlagen des Offenen Immobilien-Spezialfonds</b>	<b>271</b>
4.1 Struktur der Immobilien-Spezialfonds	272
4.2 Ausschüttung und Rentabilität	272
4.3 Asset Management	273
4.4 Transparenz	274
4.5 Steuerliche Behandlung der Anlage	274
<b>5 Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Spezialfonds</b>	<b>275</b>
<b>6 Zukunftsperspektiven und Ausblick</b>	<b>277</b>
<b>Referenzen</b>	<b>278</b>
<b>Über den Autor</b>	<b>279</b>

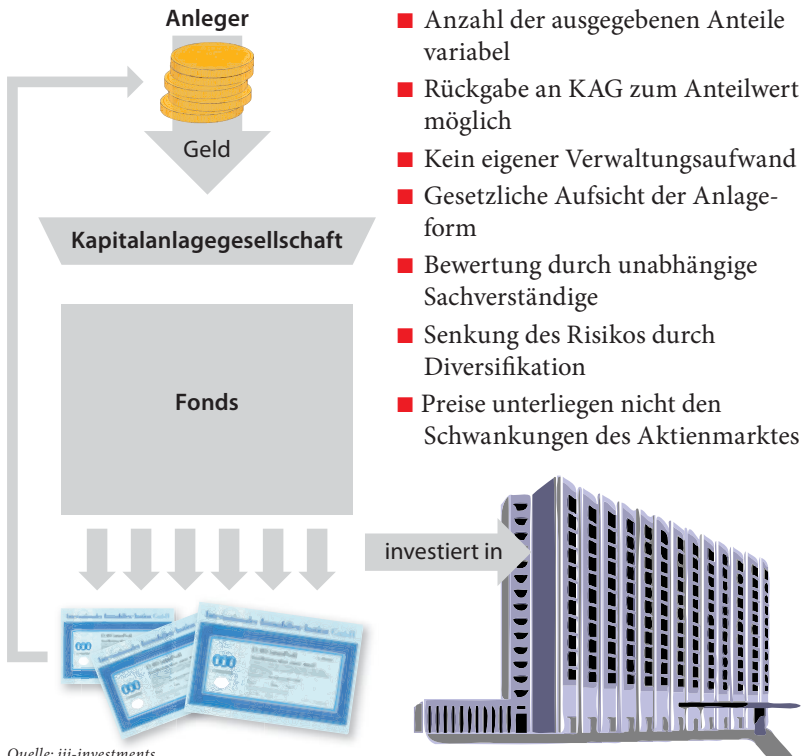
# 1 Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Deutschland

Das Investment-Vehikel „Offener Immobilienfonds“ in Deutschland gliedert sich in die Bereiche Offene Immobilien-Publikumsfonds vorwiegend für Privatanleger und Offene Immobilien-Spezialfonds für institutionelle Investoren und wird insbesondere durch das Investmentgesetz (InvG) geregelt. [1]

Der Offene Immobilienfonds ermöglicht Groß- und Kleinanlegern eine Anlage in Immobilien, unabhängig von der Anlagehöhe und dem individuellen Anlagezeitraum. So kann beispielsweise ein Kleinanleger mit € 50,- Anlagesumme bei seiner Hausbank in ein weltweit diversifiziertes Immobilienportfolio investieren (wie in Abbildung 1 dargestellt). Weitere Vorteile ergeben sich aus Anlegersicht aus der vergleichsweise geringen Schwankung der Anteilspreise. Die Ausschüttung ist zu einem hohen Anteil steuerfrei, und

*Offene Immobilienfonds ermöglichen Anlage in Immobilien für alle*

## Konstruktion eines Offenen Immobilienfonds



*Abb. 1: Konstruktion eines Offenen Immobilienfonds*

*Diskrepanz: langfristige Immobilienanlagen vs. Option auf kurzfristige Rückgabe*

die Anlage weist aufgrund der Indexierung der Mietverträge einen gewissen Inflationsschutz auf.

Obwohl grundsätzlich langfristig investiert werden soll und in diesem Zusammenhang insbesondere ein Aufgeld (Ausgabeaufschlag) erhoben wird, ist vorgesehen, dass der Anleger seinen Anteil jederzeit zurückgeben und wieder über sein Kapital verfügen kann.

Dieser Anspruch führt dazu, dass der Fonds zwar unter langfristigen Aspekten eingeworbenes, hinsichtlich der rechtlichen Voraussetzungen tatsächlich aber kurzfristiges Anlegerkapital erhält. Dem Konstrukt ist folglich eine fristeninkongruente Aktiv-Passiv-Situation immanent. Doch während dieses Missverhältnis in Zeiten kontinuierlicher Mittelzuflüsse eher unbedeutend ist, kann es bei rückläufigem Nettomittelaufkommen dazu führen, dass nicht in allen Fällen schnell genug Immobilien verkauft werden können, der Fonds die Rückgaben nicht bedienen kann und bei nicht ausreichender Liquidität geschlossen werden muss.

Diese Inkongruenz ist historisch gesehen das größte Problem des Produkts und dessen Achillesferse, paradoxerweise aber auch Ursache für dessen Erfolg.

## **2 Grundlagen des Offenen Immobilien-Publikumsfonds**

### **2.1 Entwicklung im Überblick**

Das Konstrukt des deutschen Offenen Immobilienfonds geht auf das Jahr 1959 zurück, als mit der Vorstellung des iii-Fonds Nr. 1 am 16. Februar 1959 für jedermann die Möglichkeit eröffnet wurde, sich an Immobilienanlagen zu beteiligen – unabhängig von der Höhe der anzulegenden Mittel und bei jederzeitiger Verfügbarkeit. [2]

*Behelfskonstruktion einer vorgeschalteten Gesellschaft zum Erwerb von Grundstücken*

Dem Konzept fehlten seinerzeit noch wesentliche spezifische rechtliche und steuerliche Voraussetzungen, da die damaligen Gesetze nicht auf Immobilien-Investments, sondern rein auf Wertpapier-Investments zugeschnitten waren. Um dennoch das Ziel eines „direkten Eigentums an Immobilien“ für die Investment-Anleger zu ermöglichen, behalf man sich mit einer frühen Form einer „Feeder-Konstruktion“, konkret mit der Gründung einer Grundstücks-Vor-

schaftsgesellschaft, die als Fonds-Immobilien AG alle Grundstücke erwarb. Die Anleger investierten in ein Sondervermögen in Form einer Miteigentumslösung, das wiederum die vorgeschaltete Gesellschaft zur Finanzierung der Objekterwerbe mit Darlehen versorgte.

Die jährliche Zinslast der Vorschaltgesellschaft, die die Erträge in das Sondervermögen transportierte, entsprach in etwa ihrem Jahresreinertrag. Auf Ebene der Vorschaltgesellschaft glichen sich als Folge der „Nullstellung“ die positiven Nettoerträge und die an das Sondervermögen abgeführten Zinsen steuerlich ebenfalls aus, sodass im Ergebnis keine Körperschaftssteuer anfiel. Das Sondervermögen wiederum erzielte vor allem Zinseinnahmen aus Darlehen, die von den Anlegern zu versteuern waren. Insofern wurden bereits damals Einnahmen aus Grundvermögen in Kapitaleinkünfte transformiert.

*Steuerlicher Ausgleich  
von Zinslast und  
Nettoerträgen*

Diese Konstruktion wurde bis 1970 beibehalten. Mit der Novelle des Kapitalanlagegesetzes (KAGG) vom 1. 11. 1969 [3] und der Aufnahme von Immobilien in das Anlageuniversum von Investmentfonds wurde die komplizierte Konstruktion überflüssig und die Immobilien von der Vorschaltgesellschaft in das Eigentum der *iii* AG für Rechnung der Sondervermögen übernommen.

*Gesetzesnovelle macht  
Vorschaltgesellschaft  
überflüssig*

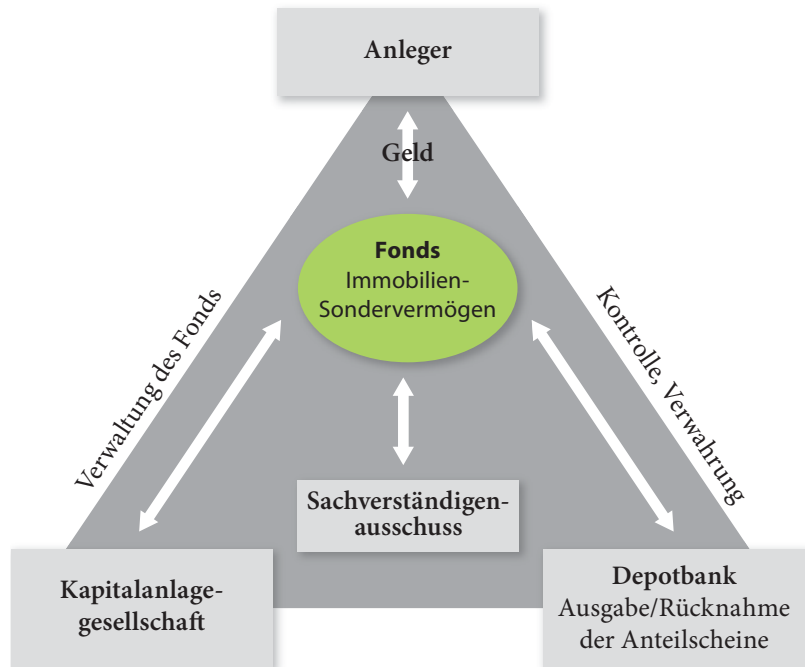
Bis Ende 1970 mussten in den neuen Vertragsbedingungen Einzelheiten betreffend die Anlagegrundsätze, die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen, die Depotbank und den Sachverständigenausschuss geregelt werden. Eine Mindestliquidität von 5 % war schon damals vorgeschrieben.

Im Laufe der Jahre erfolgten zahlreiche Anpassungen des KAGG. Hervorzuheben ist auch, dass durch diverse Verordnungen und zahlreiche Schreiben des Bundesaufsichtsamts für das Kreditwesen (BaKwed), heute Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), weitere Definitionen von Anlage- und Organisationsgrundsätzen die Entwicklung und Funktionsweise des Vehikels prägten. Mit der Einführung des Investmentgesetzes (InvG) zum 1. Januar 2004 wurde der gestiegenen Bedeutung der Investmentfondssparte durch ein neues Gesetz Rechnung getragen. So wurde u. a. die Kreditinstitutseigenschaft der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) durch eine eigene Eigenschaft („Institut eigener Art“) abgelöst (vergleiche Abbildung 2, Seite 258).

## Wesentliche Elemente des Offenen Immobilienfonds

- Eigenständiges, durch eine KAG treuhänderisch verwaltetes Immobilien-Sondervermögen, das unter Beachtung der Aspekte Risikostreuung und Gewinnerzielung vor allen in Immobilien und immobiliengleiche Rechte anlegt
- Regulierung im Investmentgesetz (InvG)
- Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)

Abb. 2: Wesentliche Elemente des Offenen Immobilienfonds



Quelle: iii-investments

## 2.2 Anlegerschutz als Leitmotiv

*Anleger haben Recht auf Ausschüttung und Recht auf Rückgabe zum veröffentlichten Anteilspreis*

Im Zentrum der Konstruktion stand damals wie heute das Sondervermögen, welches rechtlich unselbstständig ist und über keine eigenen handelnden Organe verfügt. Die Anteile am jeweiligen Fonds sind als Investmentanteile Wertpapiere. Die Rechte der Anleger bestehen im Wesentlichen im Rückgaberecht gegen Leistung des von der Kapitalanlagegesellschaft veröffentlichten Anteilspreises und im Recht auf die Ausschüttung.

Ein Mitsprache- oder Stimmrecht besteht grundsätzlich nicht. Das Sondervermögen wird durch die KAG verwaltet, die im Rahmen der Treuhandlösung zivilrechtlich Eigentümerin der Ver-

mögensgegenstände ist und sämtliche Rechtsgeschäfte in eigenem Namen für Rechnung des Sondervermögens und damit indirekt der Anleger vornimmt. Die KAG erhält ihre Auslagen in diesem Zusammenhang im Rahmen eines Aufwandsersatzanspruches gegenüber dem Sondervermögen erstattet.

Die Überwachung des Sondervermögens und die Verwahrung der Vermögensgegenstände sind Aufgaben der für den jeweiligen Fonds zu bestellenden Depotbank. Für die KAG ist ein Aufsichtsrat zwingend vorgeschrieben.

Sowohl Sondervermögen als auch die KAG selbst müssen durch einen unabhängigen Abschlussprüfer geprüft werden. Des Weiteren unterliegen die KAG und die Depotbank der Aufsicht durch die BaFin. Für die Sondervermögen sind die Allgemeinen und Besonderen Vertragsbedingungen zu beachten und es muss ein Verkaufsprospekt verfügbar sein. Neu in diesem Zusammenhang ist das sog. „Key Investor Document“ (KID), das als ergänzende zusammengefasste Darstellung einen Überblick über den jeweiligen Fonds bietet.

*Sondervermögen und Kapitalanlagegesellschaft sind prüfungspflichtig und unterliegen der Finanzdienstleistungsaufsicht*

## 2.3 Rechtliche Rahmenbedingungen

Der im Zentrum der zahlreichen Regelungen stehende Gedanke des Anlegerschutzes findet sich in den Ausprägungen des Vermögenstrennungsprinzips und des Insolvenzschutzes wieder (vgl. Abbildung 3). Dies bedeutet, dass eine etwaige Insolvenz der KAG nicht

*Anlegerrechte werden auch durch Vermögenstrennungsprinzip und Insolvenzschutz gesichert*

Die wichtigsten Aspekte des Investmentgesetzes (InvG) zu Risikobegrenzung und Pflichten der Kapitalanlagegesellschaft

- Trennung des Vermögens der KAG vom Vermögen der Anleger (Sondervermögen), § 30, Abs. 1
- Sondervermögen haftet nicht für Verbindlichkeiten der KAG, § 31, Abs. 2
- Erwerb der Vermögensgegenstände nur laut dem gesetzlichen Anlagekatalog in Verbindung mit den Vertragsbedingungen, § 67
- Gebot der Risikomischung, § 73
- Anlegerschutzbestimmungen und Anlagegrenzen, §§ 67, 68, 73
- Anlaufzeit von vier Jahren, § 74

*Abb. 3: Rechtliche Rahmenbedingungen für Offene Immobilienfonds*

Quelle: iii-investments

dazu führt, dass die Vermögensgegenstände des Sondervermögens mit in die Haftung für Verbindlichkeiten der KAG genommen werden können. Auch können durch die KAG keine Rechtsgeschäfte abgeschlossen werden, die zu einer direkten Inanspruchnahme der Anleger führen würden. Insbesondere ist ausgeschlossen, dass Anleger später weitere Zahlungen leisten müssen (Nachschusspflicht).

## 2.4 Bewertung der Fondsimmobilien

*Ein unabhängiger Sachverständigenausschuss bewertet die Fondsimmobilien*

Die Bewertung der Fondsimmobilien wird nach der Wertermittlungsverordnung (ImmoWertV) durch einen unabhängigen Sachverständigenausschuss vorgenommen, der hinsichtlich seiner Funktionsweise und der persönlichen Voraussetzungen seiner Mitglieder hohen Anforderungen unterliegt (vgl. Abbildung 4). Mit der Umset-

### Wertermittlung nach dem Ertragswertverfahren

- Der Objektwert wird aus dem Bodenwert und dem kapitalisierten Reinertrag des Gebäudes, der um die Verzinsung des Bodenwertes zu vermindern ist, ermittelt.
- Wirtschaftliche Seite der Immobilie, d. h. ihre Rentabilität, steht beim Ertragswertverfahren im Vordergrund
- Unabhängige Sachverständige garantieren eine regelmäßige, objektive Bewertung der Liegenschaften
- Verkehrswertgutachten bei Ankauf und laufende jährliche Wertfortschreibung

*Abb. 4: Bewertung der Fondsimmobilien*

#### Wertbildende Einflussgrößen für den Ertragswert sind ...

- Rohertrag
- Bewirtschaftungskosten
- Liegenschaftszins
- Restnutzungsdauer
- Vervielfältiger
- Sonstige wertbeeinflussende Faktoren des Gebäudes
- Sonstige wertbeeinflussende Faktoren der Liegenschaft

#### Sachverständige sind ...

- unabhängig
- zuverlässig
- fachlich geeignet (öffentlich bestellt und vereidigt)
- und haben besondere Erfahrung in der Immobilienbewertung

Quelle: iii-investments

zung des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG) wird die Funktionsweise und Bestelldauer neu geregelt. So muss ein Sachverständiger künftig nach maximal fünf Jahren aus dem Ausschuss ausscheiden und darf frühestens nach einer zweijährigen „Cooling-Off-Periode“ wieder dorthin zurückkehren. Daneben wurde die Häufigkeit der Bewertungen an die Häufigkeit der Anteilausgaben und -rücknahmen gekoppelt. Für den bei Publikumsfonds vorherrschenden Regelfall einer täglichen Ausgabe und Rücknahme von Anteilscheinen gilt künftig eine quartalsweise Bewertungspflicht.

## 2.5 Anlagegrenzen

Für die Anlage in Sondervermögen gilt eine ganze Reihe von qualitativen und quantitativen Anlagegrenzen, die gesetzlich und vertraglich geregelt sind. So gibt es neben der bereits angesprochenen Mindestliquidität auch Kreditobergrenzen (einschließlich Beleihungsgrenzen), einen abschließenden Katalog zulässiger Anlagegegenstände, Risikomischungsregeln, Regelungen betreffend den Einsatz von Derivaten, sogenannte Cross-Trading-Beschränkungen für Transaktionen zwischen Fonds derselben KAG sowie Anforderungen an den Erwerb und das Halten von Beteiligungen an Immobiliengesellschaften. Ausgewählte Restriktionen sind in Abbildung 5 (siehe Seite 262) dargestellt.

*Anlagen unterliegen qualitativen und quantitativen Restriktionen*

## 2.6 Kostentransparenz

Die Kosten für die KAG, die Depotbank und die Sachverständigenbewertung sowie Leistungen durch sonstige Dritte, beispielsweise im Rahmen des Objektankaufs, sind in den Vertragsbedingungen festgelegt und werden im Verkaufsprospekt und im Key Investor Document (KID) erläutert. Sie werden dem Sondervermögen belastet und im Jahresbericht aufgeführt.

*Die Kosten müssen im Verkaufsprospekt und im KID aufgelistet werden*

## Anlagekatalog und wichtige Anlagegrenzen

Gemäß InvG

Anlagen	Anlagegrenzen
Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischt genutzte Grundstücke	keine
Grundstücke im Zustand der Bebauung	max. 20 %
Unbebaute Grundstücke	max. 20 %
Erbbaurechte (im Bau/unbebaut)	max. 100 % (20 %)
Andere Grundstücke und Rechte	max. 15 %
Nießbrauchrechte an Grundstücken	max. 10 %
Währungsrisiko eines Immobilien-SV	max. 30 %
Bestellung von Erbbaurechten	max. 10 %
Beteiligung an Grundstücksgesellschaften zu 100 %	unbeschränkt
Beteiligung zu < 100 % > 50 % (< 50 %)	49 % (30 %)
Einzelnes Grundstück zum Zeitpunkt des Erwerbs	max. 15 %
Großobjekte	max. 50 % wenn Einzelobjekt > 10 %
Liquidität	mind. 5 %, max. 49 %
Belastung von Liegenschaften	max. 50 % der Verkehrswerte

Abb. 5: Anlagekatalog  
und wichtige Anlage-  
grenzen gemäß InvG ▲

Quelle: iii-investments

## Wesentliche Kosten

### Kostentransparenz

- In den Vertragsbedingungen ist anzugeben, nach welcher Methode, in welcher Höhe und aufgrund welcher Berechnungen die Vergütungen an die KAG, Depotbank und Dritte zu leisten sind.
- Angabe einer Gesamtkostenquote (TER) = prozentuelles Verhältnis aller Kosten zum durchschnittlichen Netto-Inventarwert (NAV).
- Wesentliche Kostenarten
  - Fondsverwaltungsvergütung
  - Depotbankvergütung
  - Einmalige Kosten beim Objektankauf/Bau/Verkauf
  - Laufende Kosten Sachverständigenausschuß

Abb. 6: Wesentliche  
Kostentransparenz

Quelle: iii-investments

## 2.7 Organisationspflichten

Die gesetzlichen und vertraglichen Organisationspflichten der KAG sind generell auf demselben Level angesiedelt, wie sie für andere regulierte Kapitalsammelstellen, etwa Kreditinstitute oder Versicherungsunternehmen, gelten. Wesentliche Merkmale sind das Vorhandensein einer schriftlich fixierten Aufbau- und Ablauforganisation mit den Elementen sowohl einer wirksamen Stellvertretung als auch des Vier-Augen-Prinzips sowie einer funktionsfähigen internen Revision. Daneben ist eine aufbauorganisatorische Trennung wesentlicher Komponenten der Markt- und Marktfolgeeinheiten einzuhalten.

Erhebliche Bedeutung kommt dem in ausgeprägtem Umfang geregelten Risikomanagementsystem zu. Der Gesetzgeber hat in diesem Zusammenhang im Rahmen des § 80b InvG in der deutschen Gesetzeslandschaft erstmalig detailliert zur Ausgestaltung und Funktionsweise eines ohnehin bereits nach § 91 Abs. 2 AktG einzurichtenden Risikomanagementsystems gesetzliche Regelungen getroffen. Mit der Einführung der Mindestanforderungen an das Risikomanagement von Investmentgesellschaften (InvMaRisk), der Investment-Verhaltens- und Organisationsverordnung (InvVerOV) und der Derivateverordnung wurden weitere Organisations- und Dokumentationspflichten in Bezug auf das Risikomanagementsystem geschaffen bzw. konkretisiert.

Weitere Regulierungsschwerpunkte liegen in den Bereichen Ressourcen, etwa was Personal- und Anreizsysteme betrifft, technisch-organisatorische Ausstattung der KAG, Notfallkonzepte (insbesondere in Bezug auf IT), Aktivitäten in neuen Produkten oder auf neuen Märkten sowie Regelungen zum Thema Outsourcing.

Die Regelungen zur Compliance legen den Fokus auf die Einhaltung des InvG, die Vermeidung von Interessenkonflikten und Insidergeschäften sowie ein wirksames Kundenbeschwerde-management. Neu ist in diesem Zusammenhang die Verpflichtung zur Einrichtung eines Schlichtungsstellenverfahrens zur außergerichtlichen Beilegung von Verbraucherstreitigkeiten. Daneben liegen Regelungen im Entwurf vor, die die Behandlung von Anlagegrenzverletzungen und fehlerhaft ermittelten Anteilspreisen zum Gegenstand haben. In diesen Fällen bestehen Auskunftspflichten seitens der KAG gegenüber der Aufsichtsbehörde und den Anlegern. Auch Maßnahmen wie die Aufstellung eines Entschädigungsplans

*Kapitalanlagegesellschaft muss Struktur sowie und Organisation ihrer Abläufe genau festlegen*

*Das Risikomanagement ist von zentraler Bedeutung und detailliert geregelt*

*Kundenbeschwerde-management, Schlichtungsverfahren, Entschädigungsmaßnahmen sowie Auskunftspflicht sichern Anlegerrechte im Streitfall*

sowie die Leistung der Entschädigung in das Sondervermögen zugunsten der Anleger sind vorgesehen.

Überdies hat die KAG die Pflichten aus dem Geldwäschegesetz zu beachten. Kapitalanlagegesellschaften, die zugleich Tochterunternehmen in Finanzkonzernen sind, unterliegen häufig zahlreichen weiteren Anforderungen etwa im Bereich Basel II, Anti-Fraud (Betrugsprävention), Schadensmanagement, Anti-Terrorbekämpfung oder Business-Continuity-Management (Krisenmanagement).

Kritisch anzumerken ist, dass zahlreiche Regelungen und Vorschriften auf den ersten Blick eher formalen Charakter haben, in Teilen redundant sind und häufig als dem Wesen des Geschäfts eher fernstehend empfunden werden. Die zentrale Herausforderung in diesem Zusammenhang besteht daher darin, die Anforderungen zunächst zu bewerten und sie dann über die reine Erfüllung der gesetzlichen Vorgaben hinaus – angepasst an das jeweilige Geschäftsmodell der KAG – im Sinne eines bestmöglichen Anlegerschutzes umzusetzen.

## 2.8 Steuerliche Behandlung der Anlage

*Ertragsbesteuerung findet auf Anlegerebene statt, Einkünfte auf Fondsebene werden in Kapitaleinkünfte oder Betriebseinnahmen umqualifiziert*

Steuerlich ist das Sondervermögen als Zweckvermögen Körperschaftsteuersubjekt und unterliegt somit (theoretisch) sowohl der Körperschaft- als auch der Gewerbesteuer. Von der Besteuerung auf Fondsebene ist es allerdings explizit befreit. Die Ertragsbesteuerung findet auf der Anlegerebene statt und hängt daher von der steuerlichen Qualifikation der Anleger ab. Die Anleger werden unterteilt in natürliche Personen, die Anteile im Privatvermögen oder Betriebsvermögen halten oder aber betriebliche Anleger in Form steuerpflichtiger oder steuerbefreiter Körperschaften. Für diese Anlegerkategorien werden durch die Kapitalanlagegesellschaft die steuerlichen Grundlagen ermittelt, das Vehikel wird daher auch als quasi-transparent bezeichnet. Im Gegensatz etwa zur Besteuerung einer Personengesellschaft erfolgt aber eine steuerliche Umqualifizierung der Einkünfte von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung auf Fondsebene in Kapitaleinkünfte bei privaten und in Betriebseinnahmen bei betrieblichen Anlegern.

Neu in diesem Zusammenhang ist, dass künftig neben den Zinserträgen auch Mieten und Veräußerungsgewinne aus Immobilien in die Bemessungsgrundlage für die Kapitalertragsteuer eingehen und von der depotführenden Stelle vorab abgeführt werden. Inso-

weit ist die Abgeltungsteuer auch bei Offenen Immobilienfonds eingeführt. Immobilientransaktionen unterliegen der Grunderwerbssteuer, nicht aber Anteilausgaben und -rücknahmen im Verhältnis zu den Anlegern.

Einkünfte aus ausländischen Immobilien werden im Regelfall im Belegenheitsstaat versteuert. Dabei ist für die dortige Veranlagung hinsichtlich der Ertragsteuern zunächst ein Anknüpfungspunkt durch die jeweilige Steuergesetzgebung festzulegen. Hierfür herrschen je nach Land unterschiedliche Lösungen vor. So werden sowohl das Sondervermögen als auch die KAG und seltener der Anleger als Steuersubjekt definiert. In der Regel ist es von Vorteil, dass das Sondervermögen als Anknüpfungspunkt für die Besteuerung dient, da damit eine einfache Zurechnung der Steuern auf das jeweilige Sondervermögen erfolgen kann. Andererseits spricht für die Veranlagung des jeweiligen Anlegers, dass damit auch dessen individuelle Verhältnisse (z. B. Steuerbefreiung) berücksichtigt werden könnten. Im Falle von Publikumsfonds ist diese Lösung mit Blick auf die Zahl der Anleger aber nicht praktikabel.

Die Unterschiede hinsichtlich dieser Einstufungen sind den jeweiligen nationalen Steuerbehörden und deren Interpretation des Vehikels geschuldet. In jedem Fall profitieren die deutschen Anleger von der Anwendung der üblichen Freistellungs- bzw. Anrechnungsmethode. Die Situation hat sich für diese weiter verbessert, da inzwischen der sogenannte Progressionsvorbehalt für Einkünfte aus Staaten der EU und des EWR weggefallen ist. Insoweit greifen wirksame Mechanismen gegen die Gefahr der Doppelbesteuerung.

*Steuersubjekt sind – je nach Land – Sondervermögen, Kapitalanlagegesellschaft oder Anleger*

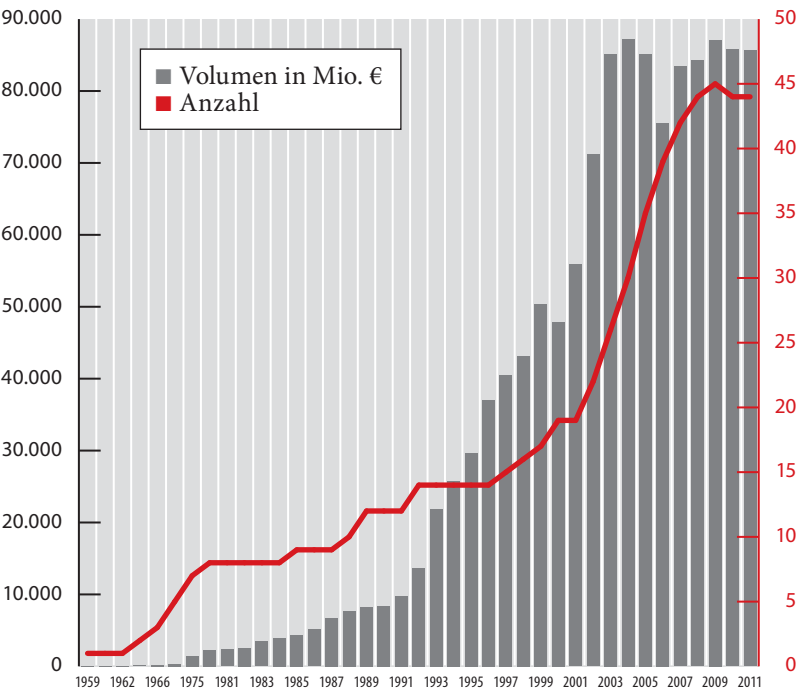
*Durch Wegfall des Progressionsvorbehaltes in EU und EWR wird Besteuerung weiter verbessert*

### 3 Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds

*Offene Immobilienfonds sind in vielen Ländern Europas etabliert sowie inhaltlich und zielgruppenspezifisch ausgestaltet*

Im Laufe der Zeit konnten sich Immobilien neben Aktien und Renten als eigenständige Assetklasse etablieren. Die Erfolgsgeschichte des Produkts führte zu einer Ausweitung dieser Kapitalanlageform über die Schweiz nach Deutschland und dann in viele weitere Märkte Europas, zuletzt Frankreich, Spanien und Österreich. Die Fonds wurden stetig weiterentwickelt, auf bestimmte geografische Schwerpunkte ausgerichtet und als sogenannte semi-institutionelle Publikumsfonds auch auf institutionelle Anleger zugeschnitten. Nach Verbandsstatistik [4] gibt es 44 Offene Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland, die von 19 Kapitalanlagegesellschaften verwaltet werden. Das in diesen Fonds gebundene Anlegerkapital beträgt € 85,6 Mrd. Abbildung 7 zeigt die Anzahl- und Volumenentwicklung dieser Immobilienfonds.

Immobilien-Publikumsfonds der BVI-Mitgliedsgesellschaften



*Abb. 7: Anzahl- und Volumenentwicklung von Immobilien-Publikumsfonds der BVI-Mitgliedsgesellschaften*

Stichtag: jeweils Jahres- bzw. Monatsultimo. Quelle: BVI

### 3.1 Der „Sündenfall“ und die Finanzkrise

Bis zum Jahr 2005 verzeichnete das Segment der Offenen Immobilienpublikumsfonds weder eine Fondsschließung, noch gab es einen Fonds, der auf Jahressicht eine negative Performance ausgewiesen hatte.

Im Dezember 2005 und Januar 2006 kam es jedoch zur Schließung eines Publikumsfonds und anschließend zu hohen Mittelabflüssen bei einigen Anbietern, die in der Folge in drei Fällen zu einer vorübergehenden Aussetzung der Anteilrücknahme führten. Im Verlauf des Jahres 2006 konnte durch eine Reihe von Maßnahmen, wie ein Reformpaket, die Änderung des Investmentgesetzes und die Wiedereröffnung der Fonds als Folge von erfolgreichen Objektverkäufen, das Anlegervertrauen wiedergewonnen werden.

Die Finanzkrise 2008 hatte – u. a. mit dem Zusammenbruch der Lehman Brothers Bank und der deutschen Hypo Real Estate – auch negative Auswirkungen auf die Branche der Offenen Immobilienfonds. In der Folge der Garantie der Bundesregierung für Spar- und

*Die Finanzkrise 2008 brachte die Offenen Immobilienfonds in Bedrängnis*

*Abb. 8: Überblick über geschlossene und schließende Offene Immobilien-Publikumsfonds ▼*

#### Entwicklung und aktuelle Marktsituation

Status	Typ	Name	Rücknahme ausgesetzt bis
geschlossen	Publikumsfonds	KanAm grundinvest Fonds	6. 5. 2012
geschlossen	Publikumsfonds	SEB ImmoInvest	6. 5. 2012
geschlossen	Publikumsfonds	CS Euroreal	18. 5. 2012
geschlossen	Semi-institutioneller PuFo	Axa Immosolutions	25. 5. 2012
geschlossen	Semi-institutioneller PuFo	UBS (D) 3 Sector Real Estate Europe	6. 11. 2011
geschlossen	Semi-institutioneller PuFo	Degi Global Business	11. 11. 2011
geschlossen	Publikumsfonds	Degi International	16. 11. 2011
geschlossen	Publikumsfonds	Axa Immoselect	17. 11. 2011
geschlossen	Semi-institutioneller PuFo	Degi German Business	17. 11. 2011
in Abwicklung	Publikumsfonds	TMW Immobilien Weltfonds	—
in Abwicklung	Publikumsfonds	KanAm US-grundinvest Fonds	—
in Abwicklung	Publikumsfonds	Morgan Stanley P2 Value	—
in Abwicklung	Publikumsfonds	Degi Europa	—

- aktuell neun geschlossene Fonds, vier in Abwicklung befindliche Fonds (Stand: Juli 2011)
- Abwicklung weiterer Fonds aus heutiger Sicht wahrscheinlich
- Andeutung einer Marktberingung und Konzentration auf Anbieter (Deka, Union, RREEF, CRI) mit eigenen Konzernvertrieben

Quelle: iii-investments

Sichteinlagen zogen Anleger zunächst aus Geldmarktfonds und dann aus Offenen Immobilienfonds in kurzer Zeit in erheblichem Umfang Gelder ab (ca. 5 Mrd. € im Oktober 2008) und schichteten diese in garantierte Einlagen um. Als Konsequenz mussten erneut einige Fonds die Anteilrücknahme aussetzen und schließen. Seither zeichnet sich kein eindeutiges Bild ab: Einige Fonds konnten noch einmal öffnen und offen bleiben, andere mussten erneut schließen, manche schlossen später erstmalig. Im Juli 2011 waren neun Fonds geschlossen, vier befanden sich in Abwicklung (vgl. Abbildung 8, Seite 267).

*Auch durch Konkurrenzprodukte, Vertriebsstrukturen und Volatilität stoßen die Fonds an ihre Grenzen*

Über die bereits angesprochenen Ursachen für die Misere hinaus ist sicherlich die Frage zu stellen, ob das Produkt vor dem Hintergrund eines über die Jahrzehnte gestiegenen Angebots an Produktalternativen (in erster Linie Zertifikate) sowie von Tendenzen der Vertriebe, die Kunden hinsichtlich ihrer Anlagen aktiver zu beraten, an marktbezogene Grenzen gestoßen ist. Erkennbar sind jedenfalls von der Krise überwiegend Fonds betroffen, deren Anbieter über keinen eigenen Konzernvertrieb verfügen. Immobilienseitig kann auch angeführt werden, dass die Volatilität der wesentlichen Immobilien-Investmentmärkte gestiegen und damit auch das Verlustrisiko gewachsen ist.

### 3.2 Börsenhandel als Zweitmarkt: Segen oder Fluch?

*Im Börsenhandel können Fondsanteile meist nur erheblich unter Wert verkauft werden, ...*

*... was Spekulanten anlockt und die Fonds bei Wiedereröffnung stark belastet*

Anleger, deren Fonds geschlossen werden, können während der Dauer der Schließung auf herkömmlichem Weg – bei ihrer Hausbank – keine Anteile an den Fonds zurückgeben. Stattdessen ist es aber möglich, Anteile über den unregulierten Börsenhandel (Freiverkehr) zu veräußern. Dieser Handel mit Anteilen geschlossener (Offener) Fonds ist im Zuge der Ausweitung der Krise stark angestiegen. [5] Die an der Börse erzielten Preise unterschreiten in der Regel erheblich die von den Kapitalanlagegesellschaften – nach den gesetzlichen Vorschriften – ermittelten und veröffentlichen Anteilspreise. Es besteht daher die Gefahr, dass Käufer dieser Anteile auf eine Wiedereröffnung der Fonds spekulieren, um dann die Anteile des Fonds zum höheren offiziellen Preis an die Kapitalanlagegesellschaft zurückzugeben. Dieser Wirkungskreis könnte dazu führen, dass dadurch vorbelastete Fonds erneut schließen müssten. Im Fall einer möglichen Wiedereröffnung müssen daher die betreffenden

Fonds diesen Effekt bei ihren Kalkulationen im Vorfeld berücksichtigen.

### 3.3 Gesetzgeberische Konsequenzen

Generell stellt sich die Frage, welcher Mechanismus außerhalb einer Fondsschließung, die eher den Charakter einer „Ultima Ratio“ hat, helfen könnte, wenn Anleger aus Fonds kurzfristig aussteigen wollen und Immobilien nicht schnell genug verkauft werden können. Vor dieser Frage stand auch der Gesetzgeber bei den im Rahmen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG) durchgeführten Änderungen:

- Reduzierung der maximalen Fremdfinanzierungsquote auf 30 %
- Mindesthaltefrist von 24 Monaten
- € 30.000,- pro Kalenderjahr dürfen ohne Frist zurückgegeben werden
- Kündigungsfrist von zwölf Monaten bei Anlagevolumina über € 30.000,-
- Möglichkeit der Festlegung bestimmter Rückgabetermine (mindestens alle zwölf Monate)
- Mindestausschüttung von 50 %
- Gesetzlich definiertes Drei-Phasen-Modell der Rücknahmeaussetzung (inklusive Mitspracherecht der Investoren bei Aussetzung)
- Neuregelung der Kündigung der Verwaltung durch die KAG

Die neuen Vorschriften müssen mit der Änderung der jeweiligen Vertragsbedingungen, spätestens aber ab dem 1. Januar 2013, umgesetzt werden. Insbesondere die Mindesthaltefrist von 24 Monaten, die einjährige Kündigungsfrist und der Maximalbetrag von € 30.000,- sind sicherlich geeignet, den ursprünglichen Produktcharakter als Privatanlegerfonds mit einem langfristigen Anlagehorizont wieder stärker in den Fokus zu rücken. Die Einführung der Mindesthaltedauer und der Kündigungsfrist führt dazu, dass institutionelle Anleger die Anteile nicht mehr für ihr Sicherungsvermögen erwerben dürfen, da hierfür eine kürzere bedingungsmäßige Rückgabefrist (sechs Monate) erforderlich ist. Altanteile dürfen von diesen aber weiter gehalten und dem Sicherungsvermögen zugeordnet bleiben.

*Mindesthaltedauer sowie Kündigungsfrist bzw. Maximalbetrag akzentuieren ursprünglichen Charakter als langfristige Anlageform*

Die neuen Regeln gelten nicht für die Fonds, deren Rücknahme von Anteilen ausgesetzt wurde, da für die Umsetzung und Änderung der Vertragsbedingungen eine vorherige Wiedereröffnung erforderlich ist.

Andere Instrumente wie Rücknahmeabschlüsse, eine Verlängerung der Aussetzungsfristen entsprechend den Immobilienzyklen oder die zwischenzeitlich diskutierte bilanzielle Unterbewertung der Immobilien wurden im Gesetzgebungsverfahren nicht aufgegriffen.

## 4 Grundlagen des Offenen Immobilien-Spezialfonds

Von den Publikumsfonds sind die Spezialfonds zu unterscheiden, deren grundlegendes Differenzierungsmerkmal darin besteht, dass die Anteile nur von institutionellen Anlegern („nicht-natürlichen Personen“) gehalten werden dürfen. Dieser und weitere wesentliche Unterschiede zwischen Publikumsfonds und Spezialfonds sind in Abbildung 9 dargestellt.

*Nur institutionelle Anleger dürfen Anteile an Offenen Immobilien-Spezialfonds halten*

Mit dem Investmentänderungsgesetz 2007 wurde der sogenannte „Typenzwang“ für Immobilienspezialfonds abgeschafft, was bedeutet, dass die vom Investmentgesetz für Publikumsfonds vorgesehenen Klassifizierungen nach dem Inhalt der Anlageschwerpunkte

### Abgrenzung Publikumsfonds – Spezialfonds

... gesetzliche Grundlage ist in beiden Fällen das InvG

Publikumsfonds	Spezialfonds
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Für private und institutionelle Anleger; öffentlicher Vertrieb</li> <li>■ Unbegrenzte Anzahl von (anonymen) Investoren; hohe Rechtssicherheit und Anlegerschutz</li> <li>■ Immobilienakquisitionen werden über die Mittelzuflüsse finanziert</li> <li>■ Mindestliquidität 5 %</li> <li>■ Jährliche Ausschüttung oder Thesaurierung</li> <li>■ Kein Investoreneinfluss auf die Investmentstrategie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Für institutionelle Anleger; nicht-öffentlicher Vertrieb von Anteilen</li> <li>■ Unbegrenzte Anzahl an Investoren; oft hohe Investitionssummen</li> <li>■ Immobilienakquisitionen werden durch Mittelzuflüsse (Cash Call) oder durch Übertragung von Immobilien finanziert</li> <li>■ Keine Mindestliquidität reguliert</li> <li>■ Ausschüttungen nach Absprache mit den Investoren (auch während des Jahres) oder Thesaurierung</li> <li>■ Investoreneinfluss auf die Investmentstrategie durch den Anlageausschuss möglich</li> </ul>

*Abb. 9: Abgrenzung Publikumsfonds – Spezialfonds*

Quelle: iii-investments

nicht für die Spezialfonds gelten. Insofern wird rechtlich korrekt nicht mehr von „Immobilien-Spezialfonds“ gesprochen, sondern von „Spezialfonds mit dem Anlageschwerpunkt in Immobilien“. Diese eher akademisch bedeutsame Einteilung soll für die weitere Beschäftigung mit dem Thema außer Betracht bleiben.

#### 4.1 Struktur der Immobilien-Spezialfonds

*Für Offene Immobilien-Spezialfonds gelten wesentlich freiere Anlagegrenzen als für Publikumsfonds*

Die im Jahre 1990 zugelassenen Fonds weisen eine ganze Reihe von Erleichterungen und Besonderheiten auf. Zwar bestehen auch hier die an die KAG gerichteten umfangreichen Organisationspflichten, es kann aber – bis auf wenige Ausnahmen – von den für Publikumsfonds geltenden Anlagegrenzen abgewichen werden. Voraussetzung für die Abweichung ist, dass die Anleger zustimmen und entsprechende Klauseln in die Besonderen Vertragsbedingungen oder den Rahmenvertrag mit den Anlegern aufgenommen werden. In jedem Fall einzuhaltende und damit unabdingbare Anlagegrenzen betreffen beispielsweise die Darlehensobergrenze von 50 % bezogen auf den Gesamtwert aller Immobilien sowie die zugehörige, aber getrennt geregelte Beleihungsgrenze. Diese regelt den Umfang an geforderten Sicherheiten. Weiterhin sind die Regelungen betreffend die Gewährung von sogenannten Fondsdarlehen an eigene Objektgesellschaften zu beachten. Außerdem muss der Spezialfonds ein Mindestmaß an Risikomischung darstellen, sodass die dauerhafte Gesamtanlage eines Fonds in nur eine Immobilie eindeutig unzulässig ist.

#### 4.2 Ausschüttung und Rentabilität

*Ausschüttung ohne den Abzug der AfA ermöglicht höhere Renditen*

Die im Fokus der Anleger stehende Ausschüttungspolitik kann individuell nach den Wünschen der Anleger gestaltet werden. Sowohl Vorabausschüttungen als auch teilweise oder vollständige Thesaurierungen sind möglich. Die Bilanzierung erfolgt zu Verkehrswerten. Generell erfolgt somit die Ausschüttung ohne den Abzug der Normal-Absetzung für Abnutzung (AfA) in Höhe von 2 %. Das bedeutet, dass die buchungstechnische Rendite um diesen Betrag höher ist und ungeschmälert in voller Höhe etwa dem Rohüberschuss des Anlegers gutgeschrieben werden kann. Im Hinblick

auf Versicherungen als institutionelle Investoren wird häufig die generelle Sicherungsvermögensfähigkeit im Rahmen der Immobilienquote als qualitativer Vorteil hervorgehoben. Auch ist die Bedeckung der versicherungstechnischen Passiva c. p. konstant und reduziert sich nicht durch die angesprochene AfA.

### 4.3 Asset Management

Anleger profitieren von den vielfältigen Möglichkeiten und Freiheiten, die diese Anlageform bietet. So kann das Vehikel in der Regel unter einfacher Einschaltung spezialisierter Asset Manager den Ausgangspunkt einer fundierten Anlagestrategie darstellen. Die Strategien beziehen sich auf die Vorgaben der Anleger im Hinblick auf deren Chancen- und Risikoerwartungen und werden durch den Asset Manager in geografische, nutzungsartbezogene und zeitbezogene Immobilienakquisitionspläne umgesetzt. Die Umsetzung der Strategien wird durch den Einsatz von komplexen Portfoliomanagement- und Risikomanagement-Systemen unterstützt.

Andererseits wird das Vehikel auch zur Einbringung bereits bestehender Immobilienbestände eingesetzt, die im Anschluss weiterhin vom einbringenden Anleger dominiert werden. In diesen Fällen profitiert der Anleger von den erweiterten regulatorischen und bilanziellen Möglichkeiten des aufnehmenden Spezialfonds.

Der regulative Rahmen für Spezialfonds erlaubt auch eine Unterstützung der Immobilienanlage durch Wertpapieranlagen, Fremdfinanzierung und Währungskurssicherungsgeschäfte (Devisentermingeschäfte und Optionen), sodass ein vereinfachter Zugang zu ausländischen Immobilienmärkten erfolgen kann.

Auch die Möglichkeit einer konsequenten Aufgabe eigener Verwaltungstätigkeiten wird häufig als Vorteil gegenüber der Direktanlage angeführt. Dadurch können Anlageentscheidungen rein nach sachlichen Kriterien und frei von den in diesem Zusammenhang häufig auftauchenden Personalfragen auf Anlegerebene durchgeführt werden.

*Spezialfonds bieten regulatorische und bilanzielle Freiheiten:*

*Sie können etwa bestehende Immobilienbestände aufnehmen ...*

*... durch diverse Finanzierungsmodelle unterstützt werden ...*

*... und Anlegern die Ausgliederung ihrer Fondsverwaltungstätigkeiten ermöglichen*

#### 4.4 Transparenz

*Transparenz durch  
Risikoindikatoren,  
Performance-  
kennzahlen und  
Bilanzierung zu  
Verkehrswerten*

Ein weiterer Vorzug der Spezialfonds liegt in ihrer hohen Transparenz. Da die Bilanzierung zu Verkehrswerten erfolgt, wird beispielsweise die Bildung von stillen Reserven schon auf Fondsebene ausgeschlossen. Weiters ist die Berechnung und Messung von Risikoindikatoren und Performancekennzahlen üblich.

#### 4.5 Steuerliche Behandlung der Anlage

*Spezialfonds sind  
ertragsteuerlich semi-  
transparent, die steuer-  
liche Lage kann zum  
Teil optimiert werden*

Spezialfonds sind – wie Publikumsfonds – ertragsteuerlich semi-transparent. Bei Vorlage entsprechender Nichtveranlagungsbescheinigungen durch den Anleger erfolgt daher kein Abzug von Kapitalertragsteuer auf inländische Mieterträge, auf Veräußerungsgewinne aus inländischen Immobilien und Zinserträge auf Fondsebene. Werden die Anteile von steuerbefreiten Anlegern, etwa Versorgungswerken, gehalten, so bleiben die Erträge für diese insgesamt steuerfrei. In Bezug auf ausländische Anlagen können effiziente Strukturen zur Optimierung der steuerlichen Situation etwa durch die Einschaltung von Zwischen- und Objektgesellschaften sowie Innen- und Außenfinanzierungen umgesetzt werden.

Wie bereits dargestellt, liegt das zivilrechtliche Eigentum an den Immobilien im Standard-Treuhandmodell bei der KAG. Immobilientransaktionen auf Fondsebene unterliegen somit ganz regulär der Grunderwerbsteuer. Dies gilt jedoch nicht für die Veräußerung von Anteilen durch den Anleger, das heißt, Anleger können ihre Anteile gegebenenfalls auch am gesamten Fonds grunderwerbsteuerfrei innerhalb des Konzerns oder an Dritte übertragen. Dies stellt in diesen Fällen eine interessante Exit-Variante dar, die auch bei Fonds mit ausländischem Immobilienbesitz gegeben ist.

*Einbringende Anleger  
können gegebenen-  
falls von Ausnahme-  
regelungen steuerlich  
profitieren*

Für sogenannte einbringende Anleger, die ihren Direktbestand in einen von ihnen anschließend gehaltenen Spezialfonds einbringen, kann es vorteilhaft sein, von der für Spezialfonds bestehenden Ausnahmeregelung Gebrauch zu machen: Statt in der gesetzlich ansonsten vorgesehenen Form einer Treuhandlösung kann der Fonds als Miteigentumslösung errichtet werden. In diesem Falle bleibt der Anleger abweichend zur Treuhandlösung zivilrechtlich Eigentümer der Vermögensgegenstände und damit auch der Immobilien, wobei die KAG den Fonds verwaltet. Damit fällt aus dem Einbringungs-

vorgang heraus keine Grunderwerbsteuer an. Allerdings muss beachtet werden, dass in diesen Fällen der Anknüpfungspunkt für die Grunderwerbsteuer verschoben wird und daher die Anteilsübertragung steuerpflichtig wird.

## 5 Entwicklung und aktuelle Marktsituation bei Offenen Immobilien-Spezialfonds

Die Zielgruppe für das Produkt „Offener Immobilien-Spezialfonds“ bilden überwiegend Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen wie Pensionskassen und Versorgungswerke (vgl. Abbildung 10). Im Vergleich zur Direktanlage sowie zur Anlage über unregulierte geschlossene Fondskonstruktionen („KG-Fonds“) hat der Spezialfonds für diese Anleger eine Reihe von Vorteilen, die ebenfalls in Abbildung 10 aufgelistet sind.

### Immobilien-Spezialfonds verzeichnen weiter Zuwächse

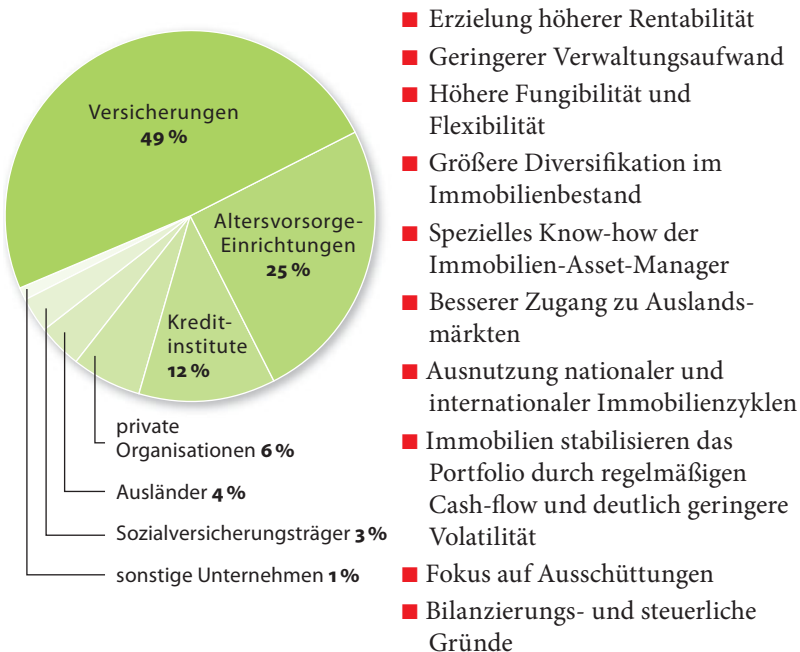


Abb. 10: Struktur der Nachfragerseite

Die Anforderungen der Investoren an eine Real-Estate-Investmentgesellschaft hinsichtlich Setup, Investmentprozesse, Research, Reporting und Controlling sind identisch mit denen auf der Wertpapierseite.

Diese Vorzüge führten und führen zu einer konstanten Steigerung der Anzahl an Fonds und ihrer Anlagevolumina (vgl. Abbildung 11).

Immobilien-Spezialfonds der BVI-Mitgliedsgesellschaften

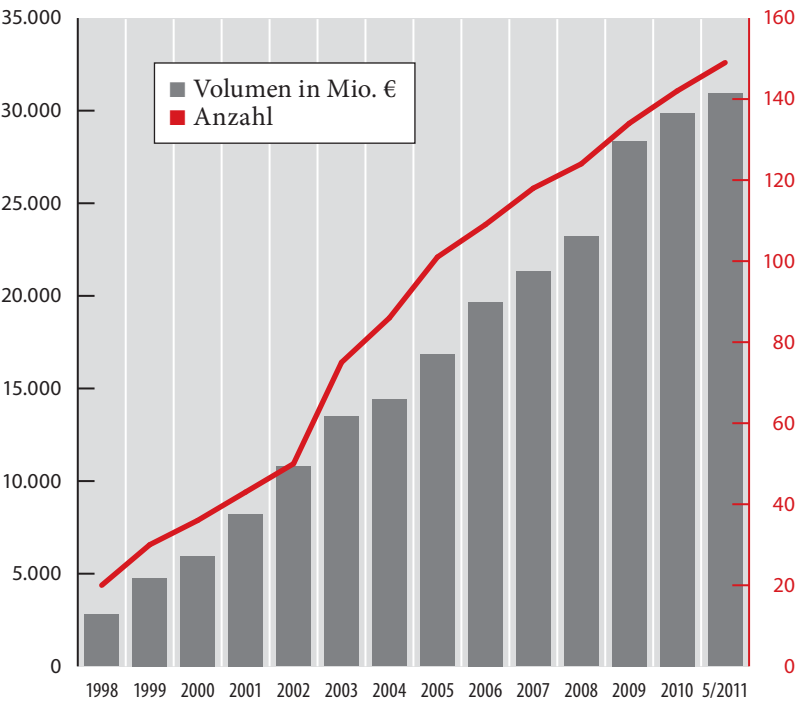


Abb. 11: Anzahl- und Volumenentwicklung von Immobilien-Spezialfonds der BVI-Mitgliedsgesellschaften

Stichtag: jeweils Jahres- bzw. Monatsultimo. Quelle: BVI

## 6 Zukunftsperspektiven und Ausblick

Die auch im Jahre 2011 als Nachwirkung der Finanzkrise nach wie vor andauernde Publikumsfondskrise hat zweifellos einen nachhaltig negativen Effekt auf das Vertrauen der Anleger und Vertriebe in die Produkte. Die Performance der Fonds ist als Folge der Immobilien-Marktlage im zeitlichen Zusammenhang mit der Finanzkrise – konkret der durch sie ausgelösten Fondsschließungen sowie des einhergehenden Immobilien-Verkaufsdrucks – unter den langjährigen Durchschnitt gesunken.

Es ist davon auszugehen, dass die gesetzlichen Neuregelungen gegebenenfalls in Verbindung mit einer beginnenden Erholung des Immobilienmarktes zur Rückeroberung des Anlegervertrauens und einer Stabilisierung mit anschließender Wiedereröffnung der Fonds führen. Für viele Fonds dürften diese positiven Effekte aber aufgrund der zu kurzen Fristen bis zur zwangsweisen Einleitung ihrer Auflösung zu spät kommen. Es sind daher Andeutungen einer Marktbereinigung spürbar, die vor allem Anbieter ohne eigenen Konzernvertrieb trifft. Gleichzeitig ist eine Konzentration auf Anbieter mit eigenen Privatkunden-Konzernvertrieben wahrzunehmen. Mit dem AnsFuG ist der Publikumsfonds zudem als Produkt für institutionelle Anleger deutlich unattraktiver geworden.

Spezialfonds sind davon nicht betroffen. Sie stellen für institutionelle Investoren weiterhin eine anerkannte und bewährte Möglichkeit der indirekten Immobilienanlage dar. Die weitreichenden Möglichkeiten in der Anlage bei gleichzeitiger Sicherheit für den Investor aufgrund der vorhandenen Corporate Governance sind für den anhaltenden Erfolg der Spezialfonds verantwortlich. Vor dem Hintergrund der anstehenden gesetzgeberischen Maßnahmen im Zusammenhang mit der Umsetzung der AIFM-Richtlinie ist der Gesetzgeber aufgerufen, dieses effiziente, zeitgemäße und im europäischen Vergleich wettbewerbsfähige Vehikel vor zu starker Bürokratisierung und Beschränkung der Anlagemöglichkeiten zu schützen.

*Finanzkrise wirkt sich weiterhin negativ auf die Performance der Publikumsfonds aus*

*Gesetzliche Neuregelungen werden zu Stabilisierung und Bereinigung des Marktes führen*

*Spezialfonds sind als indirekte Immobilienanlagen sehr attraktiv; neue Richtlinien stellen die Fondsinitiatoren jedoch vor neue Herausforderungen.*

## Referenzen

- [1] Vgl. InvG.
- [2] Vgl. iii-investments.
- [3] Vgl. Novelle zum Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) am 1.11.1969, wirksam ab 1. Juli 1970
- [4] Vgl. BVI Investmentstatistik Mai 2011
- [5] Vgl. Trübestein, M. (2011): Schließung von Offenen Immobilien-Publikumsfonds und Lösungsmöglichkeiten für die Liquidation, Conference Paper, Kufstein 2011.

## Über den Autor



**Bernd Schöffel** (\*1967 in Mannheim) studierte Betriebswirtschaftslehre an der LMU München mit den Vertiefungen betriebliche Steuerlehre, Revisions- und Treuhandwesen sowie Privatrecht. Im Rahmen seiner knapp zehnjährigen Tätigkeit bei *Deloitte & Touche* in München lag der Schwerpunkt seiner Tätigkeit im Bereich

Financial Services Industries in der Prüfung und Beratung von Versicherungsunternehmen und Offenen Immobilienfonds.

Seit 2004 arbeitet er bei *iii-investments* in München, wo er als für die Marktfolgefunktionen zuständiger Geschäftsführer die Bereiche Accounting, Recht und Steuern, Personal, IT, Organisation, Risk Management, Portfoliocontrolling, Bewertung und Finanzierung verantwortet.

*iii-investments* ist die Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft der HypoVereinsbank und Mitglied der UniCredit Group, die im Hinblick auf Größe und Ertragskraft zu den stärksten Bankengruppen in Europa zählt. In neun Spezialfonds, einer luxemburgischer SICAV und einem Publikumsfonds werden ca. 200 Immobilien mit einer Nutzfläche von rund 1,7 Millionen Quadratmetern und einem Volumen von rund fünf Milliarden Euro verwaltet.

# Offene Immobilienfonds in Österreich

Mag. Peter Karl

Geschäftsführer, ERSTE Immobilien KAG mbH

*Offene Immobilienfonds in Österreich stellen eine gute Möglichkeit dar, auch Kleinanlegern eine Beteiligung an großen Immobilienbeständen zu ermöglichen. Mit dem täglichen Rechenwert und der Bewertung durch unabhängige Sachverständige ist auch eine von den Volatilitäten der Kapitalmärkte unabhängige, faire Bewertung der Anteile sichergestellt. Das größte Problemfeld ergibt sich aus der Verknüpfung eines täglich fälligen Wertpapiers mit einem nicht liquiden Vermögensgegenstand, der Immobilie.*

*Entwicklung, Vorteile, Herausforderungen und Chancen dieses Vehikels sind Gegenstand des vorliegenden Beitrages.*

# Inhalt

<b>Vorbemerkung des Autors</b> .....	283
<b>1 Warum in Immobilien investieren?</b> .....	283
1.1 Immobilieninvestitionen vor dem Krisenjahr 2008 ..	283
1.2 Immobilieninvestitionen nach der Krise .....	284
<b>2 Das Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Österreich (ImmoInvFG)</b> .....	285
2.1 Einleitung .....	285
2.2 Struktur eines Offenen Immobilienfonds .....	285
2.2.1 Sondervermögen .....	285
2.2.2 Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien ....	287
2.2.3 Depotbank .....	287
2.2.4 Fondsanteilscheine .....	287
2.2.5 Veranlagungsvorschriften .....	288
2.2.6 Bewertung .....	289
<b>3 Gegenüberstellung von Immobilienfonds und Immobilienaktien</b> .....	291
3.1 Rahmenbedingungen .....	291
3.2 Die wichtigsten Unterschiede .....	291
3.2.1 Art der Beteiligung .....	292
3.2.2 Bewertung .....	292
3.2.3 Bedeutung des Segments „Wohnen“ für Offene Immobilienfonds .....	293
<b>4 Strategische Herausforderungen Offener Immobilienfonds</b> .....	296
<b>5 Vorschläge zur Neuregelung des Vehikels</b> .....	298
<b>6 Zusammenfassung</b> .....	300
<b>Über den Autor</b> .....	301

## Vorbemerkung des Autors

Die folgenden Ausführungen verstehen sich als Erfahrungsbericht eines Praktikers und geben primär persönliche Meinungen und Einschätzungen wieder.

### 1 Warum in Immobilien investieren?

Bevor auf verschiedene Instrumente der Immobilienveranlagung im Allgemeinen und auf Offene Immobilieninvestmentfonds im Speziellen eingegangen wird, sollen kurz die wesentlichen Motive für eine Veranlagung in Immobilien beleuchtet werden.

*Die wesentlichen  
Motive für Ver-  
anlagungen in  
Immobilien*

#### 1.1 Immobilieninvestitionen vor dem Krisenjahr 2008

Vorweg ist darauf hinzuweisen, dass zu dieser Zeit offene österreichische Immobilienfonds in der Immobilienveranlagung lediglich eine untergeordnete Rolle spielten. So belief sich das Gesamtvolumen der österreichischen Immobilienfonds Ende 2006 auf rund € 1,5 Mrd., während die Marktkapitalisierung aller österreichischen Immobilienaktiengesellschaften (inklusive Atrium European Real Estate, vormals Meinl European Land) damals € 18,5 Mrd. betrug. Daher gab es in der Wahrnehmung der Anleger hauptsächlich die Immobilienaktiengesellschaften als Anlagevehikel für Immobilien.

*Immobilienaktien-  
gesellschaften als  
Anlagevehikel*

Vor der Krise war außerdem zu beobachten, dass gerade in Zusammenhang mit Immobilieninvestitionen vor allem große Ertragschancen im Vordergrund der Kommunikation standen.

Sowohl von verschiedenen Vertriebsorganisationen als auch unterstützt vom Marketing bzw. dem Werbeauftritt mancher Emissionshäuser lag beim Verkauf der Schwerpunkt auf der Darstellung von Ertragschancen. Mögliche Kursgewinne zu deutlich über den Geldmarktzinsen liegenden Renditen waren daher oft die Erwartungen, die bei potenziellen Anlegern geweckt wurden.

*Darstellung von  
Ertragschancen*

Bedingt durch die Krise und die damit in Zusammenhang stehenden Kursrückgänge an den Börsen verzeichneten auch die börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften starke Kursrückgänge,

*Starke Kursrückgänge  
der Immobilienaktien-  
gesellschaften*

was letztlich dazu führte, dass eben diese Ertragserwartungen nicht nur nicht erfüllt wurden, sondern sich Anleger oft mit einem Depotwert ihrer Immobilienaktienveranlagung konfrontiert sahen, der sogar deutlich unter dem ursprünglich eingesetzten Kapital lag.

## 1.2 Immobilieninvestitionen nach der Krise

*Renaissance  
der „alten Werte“*

Die allgemeine Risikoaversion einerseits, aber natürlich auch speziell die beschriebenen negativen Erfahrungen mit Immobilienaktien andererseits führten zu einer Renaissance der „alten Werte“ für Immobilienveranlagungen. Derzeit ist es vor allem das Bedürfnis nach Stabilität und Sicherheit, das Anleger in Immobilien investieren lässt. Viel wichtiger als eine über dem Geldmarkt liegende Verzinsung scheint den Anlegern heute eine Investition in einen Realwert (Grund und Boden) zu sein, die mit der Erwartung verbunden ist, gegen allenfalls eintretende Geldentwertungen abgesichert zu sein.

## 2 Das Konstrukt des Offenen Immobilienfonds in Österreich (ImmoInvFG)

### 2.1 Einleitung

Veranlagungen in Immobilien haben in Österreich schon lange eine besondere Tradition. Der damit oft in Zusammenhang stehende hohe Kapitalaufwand war für viele Anleger jedoch lange ein unüberwindbares Hindernis. Da die österreichische Rechtsordnung (im Gegensatz zur deutschen) aber die Auflage von Immobilienfonds nicht vorsah, entwickelten österreichische Banken bereits in den 1980er-Jahren Möglichkeiten, diese Form der Kapitalanlage auch für Kleinanleger bereitzustellen. Dies geschah insbesondere durch Initiierung von Immobilienaktiengesellschaften und Genussrechtsfonds. Die Preisbildung dieser Vehikel fand freilich durch Notiz an der Wiener Börse statt und war somit auch den Mechanismen des Kapitalmarkts ausgesetzt.

*Veranlagungen mit hohem Kapitalaufwand*

Die mit Inkrafttreten des Immobilien-Investmentfondsgesetzes (ImmoInvFG) am 1. September 2003 geschaffene Möglichkeit der Auflage von Offenen Immobilienfonds war somit ein weiterer Schritt, Anlegern die Möglichkeit zu bieten, sich auch mit kleineren Beträgen an einem Immobilienvermögen zu beteiligen – in diesem Fall allerdings ohne Umweg über die Börse, da Offene Immobilienfonds über einen Rechenwert verfügen, der sich rechnerisch ergibt und nicht von Angebot und Nachfrage an den Börsen abhängig ist. Somit wurde auch in Österreich eine Veranlagungsform in Immobilien geschaffen, deren Wertentwicklung sich insbesondere an der Entwicklung der Immobilien bzw. Immobilienmärkte orientiert. In Abbildung 1 (siehe Seite 286) sind die österreichischen Anbieter für Offene Immobilienfonds anhand zentraler Kriterien charakterisiert.

*Immobilien-Investmentfondsgesetz am 1. September 2003*

### 2.2 Struktur eines Offenen Immobilienfonds

#### 2.2.1 Sondervermögen

Ein Immobilienfonds ist ein Sondervermögen, das im Wesentlichen aus Vermögenswerten gemäß § 21 Immo-InvFG besteht. Zu diesen zählen vor allem bebaute Grundstücke, Baurechte, Superädifikate, Miteigentum sowie Wohnungseigentum. Diese Vermögenswerte werden in der Regel direkt (Asset Deal) erworben. Unter bestimm-

*Sondervermögen aus Vermögenswerten*

Abb. 1: Österreichische  
Immobilienfonds  
per 30. 9. 2011

Fondsname	ERSTE Immobilienfonds	Immofonds 1 (Volksbank)	Real Invest Austria (BA)	Real Invest Europe (BA) <sup>2</sup>	Raiffeisen Immobilienfonds	SemperReal Estate <sup>3</sup>
Start	2. 5. 2008	22. 3. 2004	1. 12. 2003	30. 3. 2007	17. 2. 2004	1. 7. 2004
AGA	3,5 %	3,25 %	3,00 %	3,50 %	3,50 %	3,00 %
Fondsvermögen	≈264 Mio.	≈244 Mio.	≈1,7 Mrd.	≈36 Mio.	≈338 Mio.	≈113 Mio.
Immobilien- vermögen	≈232 Mio.	≈308 Mio.	≈1,5 Mrd.	≈42 Mio.	≈432 Mio.	≈170 Mio.
VWG p. a.	0,7 %/1,0 % <sup>1</sup>	1,0 %	0,9 %	0,5 %/1,5 %	0,7–1,15 %	1,80 %
Seit Start p. a.	3,43 %	1,75 %	3,9 %	–5,7 %	1,85 %	3,86 %
1. Jahr	3,76 %	2,88 %	3,8 %	1,3 %	3,24 %	5,06 %
3. Jahr p. a.	2,88 %	1,17 %	3,2 %	–10,3 %	–1,48 %	2,24 %
5. Jahr p. a.	–	2,48 %	3,9 %		0,61 %	3,69 %
Region	Österreich, Deutschland	Aktuell Österreich und Deutschland	Österreich	Österreich, Deutschland, CEE, SEE	Deutschland, Niederlande, EU-Raum, CEE	Österreich, Deutschland
Nutzung	Schwerpunkt Wohnen sowie Büro und Geschäft	Büro, Gewerbe, Einzelhandel, Hotel	Infrastruktur, Wohnen, Büro, Gewerbe	Büro und Gewerbe	Büro, Logistik, Einzelhandel, Bei- mischung Wohnen	Büro, Einzelhandel

<sup>1</sup> 0,7 % für nicht in Immobilien veranlagte Mittel, 1,0 % für in Immobilien veranlagte Mittel

<sup>2</sup> Aussetzung Rücknahme 20. 3. 2009, Wiederaufnahme Rücknahme Herbst 2010

<sup>3</sup> Aussetzung Rücknahme 20. 10. 2008, Wiederaufnahme Rücknahme 21. 7. 2010

Quelle: Websites der jeweiligen KAGs

ten Voraussetzungen ist aber auch der Erwerb von sogenannten Grundstücksgesellschaften (Share Deal), d.h. von (Besitz-) Gesellschaften, die wiederum in Immobilien investiert sind, möglich.

Sondervermögen bedeutet, dass diese Vermögenswerte gesondert vom Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft (treuhändig) zu verwalten sind. Somit sind die Anleger in einen Immobilienfonds die wirtschaftlichen Eigentümer dieses Fonds. Im Fall der Eröffnung eines Konkursverfahrens über das Vermögen der Kapitalanlagegesellschaft darf dieses Sondervermögen nicht einbezogen werden. Sollte dies trotz der Regelungen des ImmoInvFG geschehen, haben die Anleger ein Aussonderungsrecht.

*Treuhänderische Verwaltung des Vermögens*

### 2.2.2 Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien

Dem Investmentfondsgesetz nachgebildet wird auch dieses (Immobilien-) Sondervermögen von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltet. Diese Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien fallen unter das Regime des Bankwesengesetzes und sind somit (Sonder-) Kreditinstitute. Demnach ist für die Ausübung des Immobilienfondsgeschäfts als Bankgeschäft auch eine Konzessionserteilung durch die Finanzmarktaufsicht erforderlich, die wiederum an das Vorliegen bestimmter Voraussetzungen geknüpft ist, wie z.B. eines Mindesteigenkapitals von € 5 Mio. oder einer entsprechenden Qualifikation der Geschäftsleiter.

*Verwaltung durch Kapitalanlagegesellschaft*

### 2.2.3 Depotbank

Die Depotbank übt vor allem Kontrollrechte in Bezug auf das laufende Geschäft der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien aus und ist in dieser Hinsicht auch ein Instrument des Anlegerschutzes. Neben der Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine sowie dem Führen der Konten verfügt die Depotbank über wichtige Zustimmungsrechte. So bedürfen insbesondere jeder Erwerb, jede Veräußerung und jede Belastung einer Liegenschaft sowie jede Bestellung eines Sachverständigen der Zustimmung durch die Depotbank.

*Kontrollrechte gegenüber der KAG*

### 2.2.4 Fondsanteilscheine

Die Anteilscheine verbriefen das wirtschaftliche Eigentum der Anleger am Treuhandvermögen, begründen jedoch kein „echtes“ Miteigentum. Der Anspruch ist ein schuldrechtlicher. Dies wäre anders auch nicht möglich, denn sonst müsste jeder Anleger persönlich im Grundbuch als Miteigentümer eingetragen sein, wodurch sich bei

*Verbriefung des wirtschaftlichen Eigentums*

jedem Anteilscheinumsatz, praktisch täglich, der Grundbuchstand aller Liegenschaften ändern würde. Die Zugehörigkeit der Immobilien zu einem Offenen Immobilienfonds wird im österreichischen Grundbuch allerdings vermerkt.

*Rechnerische  
Ermittlung des Anteil-  
scheinwertes*

Der Wert eines einzelnen Anteilscheins wird rechnerisch ermittelt (Rechenwert), indem der Gesamtwert des Fondsvermögens durch die Anzahl der ausgegebenen Anteilscheine dividiert wird. Dieser Gesamtwert ist aus den Immobilienbewertungen, der Werte der Geldbeträge, Guthaben, allenfalls Wertpapiere und Forderungen abzüglich der Verbindlichkeiten von der Depotbank zu ermitteln.

### 2.2.5 Veranlagungsvorschriften

*Anlagevorschriften aus  
Immobilien-Invest-  
mentfondsgesetz und  
Fondsbestimmungen*

Die Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien hat bestimmte Anlagevorschriften zu berücksichtigen. Einerseits finden sich im Immobilien-Investmentfondsgesetz bereits einige Vorgaben in Bezug auf Lagen, Art der Vermögenswerte, Mindeststreuung oder Liquidität, andererseits sind für jeden Immobilienfonds Fondsbestimmungen zu erstellen, die darüber hinaus das Anlageuniversum jedes einzelnen Fonds genauer definieren.

Die wichtigsten Veranlagungsvorschriften lauten:

#### **Lage und Art der Vermögenswerte**

- Min. 80 % innerhalb des EU-/EWR-Raums
- Max. 20 % außerhalb des EU-/EWR-Raums
- Bebaute sowie im Zustand der Bebauung befindliche Grundstücke oder Grundstücke, die für eine baldige Bebauung bestimmt sind
- Baurechte, Superädifikate, Miteigentum sowie Wohnungseigentum
- Gegenstände, die zur Bewirtschaftung der Immobilien nötig sind
- Grundstücksgesellschaften (max. 49 %)

#### **Risikostreuung**

- Mindestens zehn Immobilien
- Keine Immobilie darf beim Erwerb den Wert von 20 % des Fondsvermögens übersteigen.

#### **Liquiditätsvorschriften**

- Min. 10 % Liquiditätsreserve
- Max. 49 % Liquidität

Die Mindestliquidität soll sicherstellen, dass Anleger die Möglichkeit haben, Anteilscheine rückzugeben. Die Maximalliquiditätsquote soll gewährleisten, dass der Anleger auch tatsächlich schwerpunktmäßig an einem Immobilienvermögen und nicht (nur) an einem Geldguthaben beteiligt ist.

*Mindestliquidität*

Da diese Risikostreuungs- bzw. Liquiditätsvorschriften selten vom Fondsstart weg einhaltbar sind, besteht eine Anlauffrist von vier Jahren ab Fondsstart, während der die Kapitalanlagegesellschaft diese Streuung für Immobilien herstellen muss.

## 2.2.6 Bewertung

Die Bewertung des Fondsvermögens gehört wohl zu den wesentlichsten Themen im Immobilienfondsgeschäft, zumal der aktuelle Rechenwert tatsächlich jenen Wert widerspiegeln soll, der zu diesem Zeitpunkt vorliegt. Anders gesagt soll der Rechenwert (auch) den aktuellen Immobilienwert abbilden. Bei Geldguthaben (die insbesondere aus den Mieteinnahmen herrühren) ist dies noch recht einfach. Für Immobilienwerte sieht die Systematik des Immobilien-Investmentfondsgesetzes indes eine Bewertung durch unabhängige Experten vor: Die Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien hat mit Zustimmung ihres Aufsichtsrats und der Depotbank unabhängige Immobiliensachverständige für die Bewertung der Vermögenswerte zu bestellen. Jeder Vermögenswert ist dann bei Erwerb, Veräußerung und Belastung, jedenfalls aber einmal pro Jahr von jeweils zwei Sachverständigen einer Bewertung zu unterziehen, wobei das arithmetische Mittel dieser Bewertungen für den Rechenwert relevant ist.

*Rechenwert spiegelt tatsächlichen Wert wider*

*Bewertung durch unabhängige Experten*

Natürlich müssen diese Sachverständigen über das nötige Fachwissen verfügen und vor allem unabhängig sein. Dieser Unabhängigkeitsbegriff orientiert sich am Bankwesengesetz, weshalb die geforderte Unabhängigkeit des einzelnen Immobiliensachverständigen mit der Unabhängigkeit eines Bankprüfers verglichen werden kann. In der Praxis bedeutet das zum Beispiel, dass auch die wirtschaftliche Unabhängigkeit des Sachverständigen sichergestellt sein muss. Sollte ein Sachverständiger einen großen Teil seines Einkommens aus Aufträgen von einer einzelnen Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien lukrieren, wäre er wohl nicht mehr als unabhängig anzusehen und somit auch nicht für eine Bewertung geeignet.

*Unabhängigkeitsbegriff aus Bankwesengesetz*

Ein manchmal geäußelter Kritikpunkt am Konstrukt Offener Immobilienfonds bezieht sich auf die Gefahr, dass Anleger auf

das Ergebnis dieser Jahresbewertung spekulieren könnten. Wenn Anleger Aufwertungen erwarten, kaufen sie kurz vor der (Neu-) Bewertung oder verkaufen, wenn sie Abwertungen befürchten. In der Praxis besteht diese vermeintliche Gefahr jedoch nur theoretisch am Lebensanfang eines Fonds mit erst wenigen Immobilien, denn erstens kann der Anleger keine Kenntnis darüber erlangen, an welchem Tag genau die Neubewertung durchgeführt wird, und zweitens werden nicht alle Immobilien an einem Stichtag, sondern laufend über das ganze Jahr bewertet. Besteht ein Fonds z. B. einmal aus 52 Immobilien, würde höchstwahrscheinlich jede Woche eine Immobilie einer Bewertung unterzogen. Abgesehen davon, dass die österreichischen Anbieter tendenziell weniger volatile Immobilien in den Fonds erworben haben und der Bewertungsbeitrag zum Fondsergebnis gering ausfällt, ist diese Problematik in der Praxis nicht gegeben.

### 3 Gegenüberstellung von Immobilienfonds und Immobilienaktien

#### 3.1 Rahmenbedingungen

Ein Vergleich dieser beiden Veranlagungsvehikel war für die Immobilienfondsbranche besonders in der Kommunikation von Bedeutung, denn zuerst war es notwendig, das unbekannte neue Immobilienprodukt „Offener Fonds“ anhand eines Vergleichs mit den bekannten und beliebten Immobilienaktiengesellschaften zu erläutern. In der Praxis war dies jedoch ein sehr steiniger Weg, zumal das allgemeine Interesse an Offenen Immobilienfonds sehr gering war. Zu wenige Chancen, zu wenig Performance – das waren die häufig geäußerten Bedenken. Nach und nach gelang es aber, zumindest in den Retailbanken, in denen Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien gegründet wurden, den Immobilienfonds als Produkt einzuführen. Während und nach der Krise 2008 war die Immobilienfondsbranche dann neuerlich damit beschäftigt, sich von den Immobilienaktiengesellschaften abzugrenzen, da die mit den hohen Kursverlusten an den Börsen einhergehende Vertrauenskrise auch die Offenen Immobilienfonds betraf, obwohl sie, abhängig von ihrer Asset Allocation, die Krise recht gut überstanden hatten.

*„Konkurrenz“ der Veranlagungsvehikel*

In der jüngeren Vergangenheit ist es letztlich gelungen, das Produkt Offener Immobilienfonds zu mehr Bekanntheit zu verhelfen – einerseits, da sich in diesen Tagen Offene Immobilienfonds gut verkaufen, und andererseits, weil die Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien eben mit diesen Anlegergeldern als wichtige Teilnehmer auf dem österreichischen Immobilienmarkt auftreten.

*Steigerung der Bekanntheit des Offenen Immobilienfonds*

Interessanterweise wird dieser Vergleich auch heute noch als signifikant für den Vertrieb eingeschätzt, obwohl im Kleinanlegersegment diese beiden Produkte unabhängig voneinander agieren, zumal ein Vertrieb von Einzelaktientiteln wie Immobilienaktien für Kleinanleger kaum stattfindet.

#### 3.2 Die wichtigsten Unterschiede

Beim Auflisten der wichtigsten Unterschiede geht es um das Herausarbeiten verschiedener Merkmale und das Aufzeigen von Vor- und

*Vor- und Nachteile*

Nachteilen. Dabei soll aufgezeigt werden, dass diese beiden Veranlagungsvehikel sehr unterschiedlich gestaltet sind.

### 3.2.1 Art der Beteiligung

*Anteil an (Sonder-) Immobilienvermögen vs. Immobilienaktie*

Der erste entscheidende Unterschied ergibt sich bei Betrachtung des Beteiligungsgegenstands: Während man mittels einer Immobilienaktie an einer Aktiengesellschaft beteiligt ist, verbrieft ein Anteilschein eines Immobilieninvestmentfonds einen Anteil an einem (Sonder-) Immobilienvermögen.

Mit einer Immobilienaktie beteiligt sich der Anleger an einem Unternehmen aus der Immobilienwirtschaft, dessen Entwicklung natürlich eng mit den Immobilien, in die dieses Unternehmen investiert, verknüpft ist. Da Immobilienaktiengesellschaften aber auch andere Investitionen tätigen, indem sie z. B. auch Projektentwicklungsgesellschaften u. Ä. erwerben, ist neben dem Immobilienbesitz natürlich auch die sonstige unternehmerische Tätigkeit der Immobilienaktiengesellschaft von Relevanz.

*Genau definiertes Immobilienvermögen*

Mittels Immobilienfondsanteilschein sind Anleger dagegen an einem genau definierten Immobilienvermögen direkt beteiligt. Der Erwerb von anderen Vermögenswerten (ausgenommen Grundstücksgesellschaften in gesetzlich definierter Form) ist rechtlich nicht möglich. Das Management des Immobilienfonds ist vom Vermögen getrennt.

*Starke Beschränkung der Investitionsmöglichkeiten*

Während die Investitionsmöglichkeiten eines Immobilienfonds stark eingeschränkt sind, kann eine Immobilienaktiengesellschaft sicher deutlich mehr Geschäftsmöglichkeiten und damit auch unternehmerische Chancen wahrnehmen. Ein Anleger eines Immobilienfonds verzichtet zwar auf diese Opportunitäten, zugleich investiert er in ein präzise definiertes Immobilienvermögen bzw. in eine exakt definierte Asset Allocation.

### 3.2.2 Bewertung

*Rechenwertermittlung vs. Börsenbewertung*

Auch die für den Handel bzw. die Ausgabe von Anteilen relevante Bewertung ist grundverschieden. Während sich der Kurs einer Immobilienaktie an der Börse ergibt, in Abhängigkeit von Angebot und Nachfrage und den Mechanismen des Kapitalmarkts, beruht der Rechenwert eines Anteilscheins an einem Immobilienfonds auf einer börsenunabhängigen Rechenwertermittlung, was bedeutet, dass die Kursentwicklung einer Immobilienaktie vor allem mit den Kapitalmärkten korreliert, wohingegen die Rechenwertentwick-

lung eines Immobilienfonds von der Entwicklung der Immobilienmärkte abhängt.

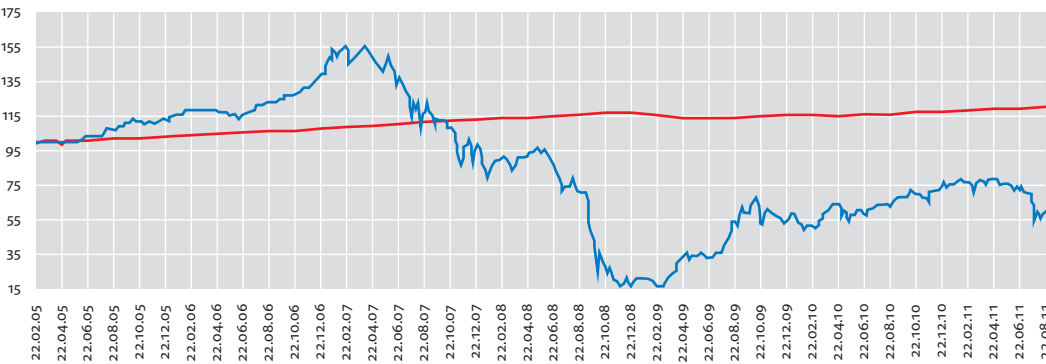
Ein Anteilschein eines Immobilienfonds wird zum inneren Wert ausgegeben, während der Kurs einer Immobilienaktie von ihrem inneren Wert in der Regel abweicht, womit die Chance besteht, sich bei allgemein niedrigen Kursen zu einem deutlich unter dem inneren Wert notierenden Kurs an einer Immobilienaktiengesellschaft zu beteiligen. Freilich ist es schwer einschätzbar, wann die Aktie wieder zu einem höheren Wert gehandelt wird. Die Chance auf solche Kursgewinne besteht hinsichtlich eines Immobilienfonds nicht, dafür entwickelt sich der Immobilienfonds genauso wie die Immobilienmärkte, in denen er investiert ist, was in der Praxis zu einer stabileren, weniger volatilen Rechenwertentwicklung führt (vgl. Abbildung 2).

Stabile Rechenwert-  
ermittlung vs. Kurs-  
gewinne

Abb. 2: Gegenüber-  
stellung von IATX  
und österreichischen  
Immobilienfonds ▼

Gegenüberstellung IATX vs. österreichische Immobilienfonds

Quelle: ERSTE Immo KAG



- IATX (Quelle: Bloomberg, September 2011)
- Index Immobilienfonds  
(von ERSTE Immobilien KAG errechneter Index,  
Performance der österreichischen Immobilienfonds  
gewichtet nach Volumina, Datenbasis VÖIG)

	Index	IATX
Volatilität p.a.	0,9 %	38,0 %
Rendite p.a.	3,0 %	-7,2 %
Korrelation	0,01	

3.2.3 Bedeutung des Segments „Wohnen“ für Offene Immobilienfonds

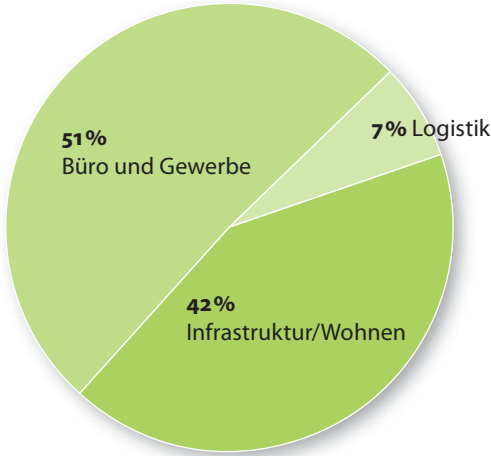
Eine Besonderheit des österreichischen Immobilienfondsmarkts ist der hohe Wohnanteil am Immobilienvermögen, das von Offenen Fonds gehalten wird (vgl. Abbildung 3). Natürlich rührt dieser große Anteil vor allem daher, dass der Branchenprimus, die Bank Austria Real Invest KAG mit dem Real Invest Austria, vor allem auf

Hoher Wohnanteil bei  
Offenen Immobilien-  
fonds

### Asset Allocation nach Nutzungsart (Verkehrswert)

Nutzflächenverteilung österreichischer Immobilienfonds

Abb. 3: Nutzflächenverteilung der österreichischen Immobilienfonds



Quelle: Websites der jeweiligen KAGs

Gründe für Investition in Wohnimmobilien

die Nutzung als Wohnraum setzt und der Real Invest Austria alleine rund 63 % des Gesamtmarkts der Publikumsfonds ausmacht. Aber auch der ERSTE IMMOBILIENFONDS der ERSTE Immobilien KAG verfügt in seiner Asset Allocation über einen Wohnschwerpunkt. Auffallend ist weiters, dass gerade diese beiden Unternehmen in den letzten Monaten die höchsten Mittelzuflüsse verzeichnen konnten. Weshalb diese beiden Unternehmen auf das Thema „Wohnen“ setzen, lässt sich auf zwei Gründe zurückführen: Erstens besteht im Bereich des Wohnbaus eine lange Tradition und zweitens sind diese beiden Fonds stark im Kleinanlegersegment im Vertrieb der dahinter stehenden Retailbanken positioniert. Hierbei gilt es natürlich, zu berücksichtigen, dass vor allem seit der Wirtschaftskrise seitens der Vertriebsorganisationen großes Augenmerk auf möglichst konservativ gestaltete Produkte wie Investitionen im Wohnbereich gelegt wird.

Hohe Konjunktur-unabhängigkeit

Das entscheidende Argument für die Nutzung als Wohnraum ist – besonders in wirtschaftlich turbulenten Zeiten – die hohe Konjunkturunabhängigkeit. Konjunkturelle Faktoren zeigen für den Bereich der gewerblichen Vermietung dagegen sehr unmittelbare Auswirkungen, denn der Wohnbereich ist stärker von demografischen Entwicklungen abhängig.

Ein Beispiel: Die Bevölkerung der Stadt Wien wächst seit den 1990er-Jahren stetig. Der Zuzug von Tausenden Menschen jedes Jahr wird höchstwahrscheinlich dazu führen, dass bereits Ende der

2030er-Jahre Wien wieder eine 2-Millionen-Einwohner-Stadt sein wird. Schon heute führt dieses Bevölkerungswachstum dazu, dass jährlich 7.000 bis 8.000 neue Wohnungen in Wien benötigt werden. Die Neubautätigkeit hinkt diesem Bedarf jedoch deutlich hinterher. Aus heutiger Sicht wird es in Wien auf viele Jahre einen systemischen Nachfrageüberhang im Wohnungsbereich geben. Diese Entwicklung lässt somit den Schluss zu, dass mit einer Investition in eine Wohnimmobilie jedenfalls ein Investment gewählt wurde, das auch in den nächsten Jahren und Jahrzehnten nachgefragt werden wird.

*Nachfrageüberhang im  
Wohnungsbereich*

Diese Wohnstrategie erscheint schlüssig und ist letztlich dem Anleger auch gut zu vermitteln, was die aktuellen Absatzzahlen der Immobilienfonds, die Wohnen als wichtigen Baustein in ihrer Veranlagung vorsehen, auch belegen.

## 4 Strategische Herausforderungen Offener Immobilienfonds

### *Liquiditätsrisiko*

Eine der größten Herausforderungen für Offene Immobilienfonds ergibt sich bereits aus der Grundkonstruktion: Ein Offener Immobilienfonds verknüpft eine nicht liquide Veranlagung (nämlich in Immobilien) mit einem täglich fälligen Wertpapier. Während der Anleger das Recht hat, täglich seine Anteilscheine zurückzugeben, ist eine Immobilie natürlich nicht täglich verkaufbar. Damit spielt das Liquiditätsrisiko bei Offenen Immobilienfonds eine zentrale Rolle. An dieser Stelle muss aber betont werden, dass die bloße Existenz dieses Risikos noch nicht, wie von manchen Kritikern behauptet, bedeutet, dass das Produkt an sich einen schweren Konstruktionsfehler aufweist, denn bei vollem Bewusstsein dieses Liquiditätsrisikos ist die eigentliche Frage, ob sich dieses Risiko managen lässt.

### *Rücknahme der Anteilscheine*

Zugleich kann nicht geleugnet werden, dass viele Offene Immobilienfonds in Deutschland, aber auch in Österreich die Rücknahme der Anteilscheine aussetzen mussten und sich dieses Liquiditätsrisiko voll verwirklicht hat. Obwohl selbstverständlich die Notwendigkeit der Aussetzung schon im Vorhinein möglichst vermieden werden sollte, ist sie dennoch ein faires Mittel, um Perioden der Liquiditätsknappheit zu klären, denn das Aussetzen der Rücknahme führt erstens zu einer Gleichbehandlung der Anleger und gibt andererseits der Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien Zeit, durch den Verkauf von Immobilien Liquidität zu schaffen, und dies in einer angemessenen Zeit, sodass Immobilien nicht „verschleudert“ werden müssen.

### *Keine Auswirkungen auf den Rechenwert*

Natürlich haben Anleger trotzdem keine Möglichkeit, ihre Beteiligung zu Geld zu machen. Die Aussetzung wirkt sich aber nicht auf den Rechenwert aus, sodass sich die Wertentwicklung weiterhin nur an der wirtschaftlichen Entwicklung der Immobilien orientiert.

### *Mittelabflüsse durch institutionelle Investoren*

Auch wenn gerade in Krisenzeiten Sachwerte eher gefragt als gefürchtet sein müssten, hatten manche Fonds mit massiven Mittelabflüssen zu kämpfen, vor allem aufgrund des Liquiditätsbedürfnisses mancher institutioneller Anleger. Dass Investoren möglichst versuchen, keine Verluste zu realisieren, liegt auf der Hand. Wenn nun institutionelle Investoren aber Liquidität benötigen, werden sie besonders jene Wertpapiere verkaufen, deren Verwertung keine Ver-

lustrealisierung zur Folge hat. Genau das war bei den Rechenwerten der Immobilienfonds der Fall, denn diese Werte sind im Gegensatz zu den Börsenkursen stabil geblieben. Für diese Börsenunabhängigkeit wurden die Offenen Immobilienfonds „bestraft“. Doch die Immobilienfondsmanager waren an dieser Situation nicht völlig unschuldig, denn man muss sich die Frage stellen, ob ein Offener (Publikums-) Fonds, der sich vorrangig an Kleinanleger wendet, ein geeignetes Vehikel für institutionelle Investoren ist. Grundsätzlich sollte ein Kleinanleger-Immobilienfonds möglichst ohne Beteiligung von Großanlegern finanziert sein bzw. sollte bei einer Beteiligung von institutionellen Investoren diese betragsmäßig limitiert sowie für größere Rückgaben die Einhaltung von Rückgabefristen vereinbart sein.

*Keine Beteiligung von  
Großanlegern*

Diese saubere Trennung von institutionellen und Privatanlegern ist wohl eine der zentralen Herausforderungen für Offene Immobilienfonds.

*Trennung von  
institutionellen und  
Privatanlegern*

## 5 Vorschläge zur Neuregelung des Vehikels

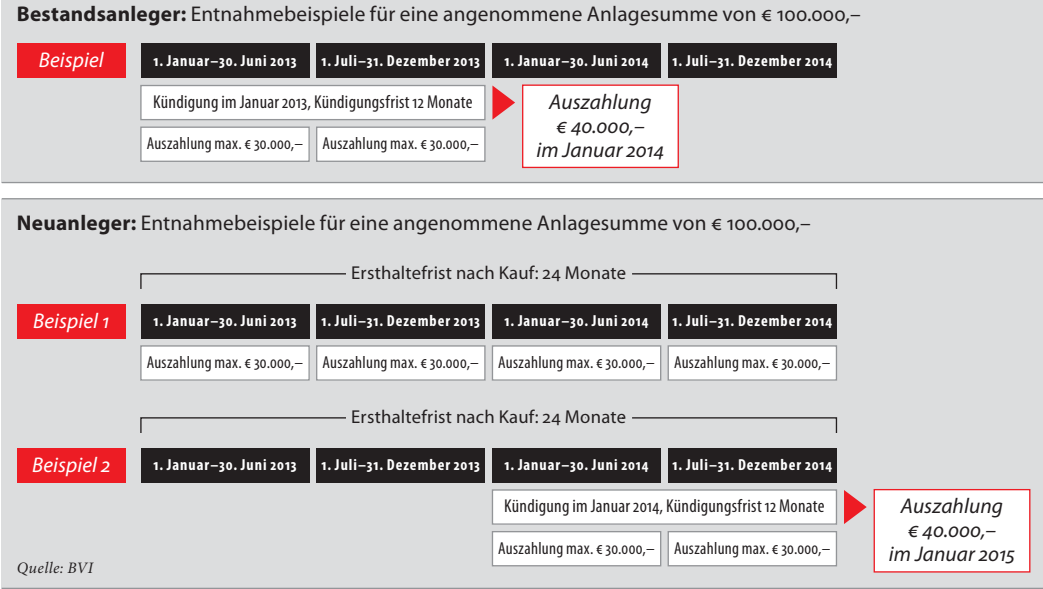
Neue gesetzliche  
Regelungen in Deutsch-  
land

Der deutsche Gesetzgeber ist dem angesprochenen Liquiditätsthema bereits mit einem Gesetz begegnet, das bis spätestens 1. Jänner 2013 von den Kapitalanlagegesellschaften für Immobilien umgesetzt werden muss. Die deutsche Regelung sieht nun vor, dass Neuanleger an eine Mindestbeholdendauer von zwei Jahren sowie eine grundsätzliche Kündigungsfrist von zwölf Monaten gebunden sind. Zusätzlich besteht eine Freibetragsregelung, die eine Rückgabe von bis zu € 30.000 pro Anleger pro Halbjahr ohne Beschränkung vorsieht. Damit soll sichergestellt werden, dass typische Kleinanleger weiterhin täglich ihre Anteilscheine zu Geld machen können (vgl. Abbildung 4).

Abb. 4: Darstellung  
Neuregelung BRD ▼

### Gesetzliche Neuregelungen für Offene Immobilienfonds ab spätestens 1. Januar 2013

- 12 Monate Kündigungsfrist für Bestands- und Neuanleger
- 24 Monate Ersthaltefrist für Neuanleger
- Freibetrag von € 30.000,- pro Kalenderhalbjahr, unabhängig von allen Fristen



Vorschläge zur  
Gesetzesänderung  
durch Fondsindustrie

Auch in Österreich hat sich die Fondsindustrie mit diesem Thema befasst und einen diesbezüglichen Gesetzesänderungsvorschlag erarbeitet, der sich nur an institutionelle Anleger richtet, indem eine neue Anteilscheinklasse für sie eingeführt werden soll. Institu-

tionelle Anleger sollen dann ausschließlich diese Anteilscheinklasse (mit eigener ISIN) erwerben können und über die Fondsbestimmungen sollen für diese Anteilscheine eigene Rückgabemodalitäten, insbesondere Rückgabefristen, vorgesehen werden. Leider hat sich der österreichische Gesetzgeber mit diesem Vorschlag bis heute nicht abschließend befasst.

Grundsätzlich gehen aber beide Lösungsvarianten in die richtige Richtung und könnten geeignete Rahmenbedingungen schaffen, um das Liquiditätsrisiko deutlich zu minimieren.

## 6 Zusammenfassung

*Beteiligung an großen  
Immobilienbeständen  
durch Kleinanleger*

Insgesamt bieten Offene Immobilienfonds eine gute Möglichkeit, auch Kleinanlegern eine Beteiligung an großen Immobilienbeständen zu ermöglichen. Mit dem täglichen Rechenwert und der Bewertung durch unabhängige Sachverständige ist auch eine von den Volatilitäten der Kapitalmärkte unabhängige, faire Bewertung der Anteile sichergestellt. Natürlich weist aber auch dieses Vehikel Schwachstellen bzw. Nachteile auf. Das größte Problemfeld ergibt sich wohl aus der Verknüpfung eines täglich fälligen Wertpapiers mit dem nicht liquiden Vermögensgegenstand, der Immobilie. Dieses Problem scheint allerdings durch ein entsprechendes Management der Fonds bewältigbar. Die Gesetzgebung in Deutschland zeigt, dass sich Offene Immobilienfonds außerdem in diesem Problemfeld weiterentwickeln. Geänderte gesetzliche Rahmenbedingungen können das Liquiditätsrisiko zusätzlich reduzieren.

## Über den Autor



Nach seiner rechtswissenschaftlichen Ausbildung an der Universität Wien ist **Peter Karl** seit dem Jahr 2001 im Bankensektor im Bereich der Immobilienveranlagungen tätig. Hier war er als Abteilungsleiter für das Produktmanagement und den Bereich Investor Relations verantwortlich. Im Laufe des Jahres 2003 verschob sich sein Tätigkeitsschwerpunkt auf das Thema Offener Immobilienfonds. Somit ist er seit Geburt der Immobilien-Investmentfonds in Österreich in diesem Bereich maßgeblich tätig.

Im Jahr 2007 wurde er schließlich Geschäftsführer der ERSTE Immobilien KAG, welche er von Beginn an als letzten Anbieter am österreichischen Markt an den Start brachte. Mittlerweile konnte die ERSTE Immobilien Kapitalanlagegesellschaft m.b.H. den dritten Rang unter den österreichischen Marktteilnehmern einnehmen.

# Geschlossene Immobilienfonds in Deutschland

RA Eric Romba

RA Frederik Voigt

Mag. Kathrin Jäckel

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V.

*Geschlossene Immobilienfonds sind eine Möglichkeit, langfristig und zielgerichtet in Immobilien zu investieren. Das und die große Transparenz des Produkts sind verantwortlich für das anhaltend hohe Interesse von privaten und institutionellen Investoren an diesem Teilbereich des Marktes geschlossener Fonds.*

*Im folgenden Beitrag werden die Grundlagen zur Investition in Immobilien über Geschlossene Fonds vermittelt, der Markt und seine Investoren beschrieben sowie ein Ausblick auf die künftige Entwicklung gegeben.*

# **Inhalt**

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>305</b>
<b>2</b>	<b>Konstruktion eines Geschlossenen (Immobilien-)Fonds</b>	<b>306</b>
<b>3</b>	<b>Entwicklung der Anlagevolumina und Investitionsportfolios</b>	<b>309</b>
<b>4</b>	<b>Investoren in Geschlossene Fonds</b>	<b>314</b>
<b>5</b>	<b>Steuerliche Änderungen und Anpassungen</b>	<b>316</b>
<b>6</b>	<b>Herausforderungen für zukünftige Projekte</b>	<b>319</b>
<b>7</b>	<b>Zusammenfassung</b>	<b>320</b>
	<b>Referenzen</b>	<b>321</b>
	<b>Über die Autoren und die Autorin</b>	<b>322</b>

# 1 Einleitung

Das Prinzip des Geschlossenen Fonds ist mehrere hundert Jahre alt. Seit Menschen mit Waren handeln und Geldwirtschaft betreiben, haben sich immer wieder mehrere zusammengetan, um gemeinsam Wirtschaftsgüter zu finanzieren, die Risiken auf viele Schultern zu verteilen und die Chancen ebenso. Auf diese Weise konnte der Einzelne an Investitionsvorhaben teilhaben, die ihm sonst nicht zugänglich gewesen wären.

*Gemeinsame  
Finanzierung*

Daran hat sich bis heute im Grunde wenig geändert, auch wenn die Ausgestaltung dieses Prinzips in rechtlicher und steuerlicher Hinsicht heute ungleich komplexer ist.

Der *VGF Verband Geschlossene Fonds e. V.* vertritt in Deutschland die Interessen der Anbieter. Derzeit hat der Verband 44 Voll- und 15 Fördermitglieder. Die 44 im *VGF* organisierten Anbieter verwalten ein Investitionsvolumen von € 165 Milliarden, das entspricht in etwa 80 % des Gesamtmarktes mit einem Bestandsvolumen von rund € 198 Milliarden. Zu den Aufgaben des Verbandes gehören neben der Vertretung der politischen Interessen der Anbieter auch die Information über den Geschlossenen Fonds an sich und die Bereitstellung von Weiterbildungsangeboten für die Branche.

*VGF Verband  
Geschlossene Fonds  
e. V.*

Im folgenden Beitrag werden die Grundlagen zur Investition in Immobilien über Geschlossene Fonds vermittelt, der Markt und seine Investoren beschrieben sowie ein Ausblick auf die künftige Entwicklung gegeben.

## 2 Konstruktion eines Geschlossenen (Immobilien-)Fonds

*Projekt- und objekt-  
bezogene, zeitlich  
befristete Investition*

Im Gegensatz zu Aktien oder Offenen Fonds geht es bei Geschlossenen Fonds nicht um die Finanzierung eines zeitlich unbegrenzten und unbestimmten Vorhabens. Im Zentrum des Geschäftsmodells steht vielmehr typischerweise eine projekt- und objektbezogene, zeitlich befristete Investition überwiegend in Sachwerte wie z. B. Immobilien, die im Übrigen mit einem Anteil von 40 % am Gesamtmarkt (Immobilien im In- und Ausland) auch das größte Segment im Markt der Geschlossenen Fonds darstellen. [1] Weitere Segmente sind Schiffsbeteiligungen, Anlagen zur Gewinnung erneuerbarer Energien, Private-Equity-Fonds, Rohstofffonds (Wald, Agrar), Flugzeugfonds, Portfoliofonds und Fonds zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten.

*Organisation als  
GmbH & Co. KG*

Geschlossene Fonds sind im Regelfall als GmbH & Co. KG organisiert. Mit dem Erwerb seiner Beteiligung wird der Anleger steuerlich und haftungsrechtlich zum Kommanditgesellschafter und Mitunternehmer. Geschlossene Fonds unterliegen somit den Regelungen von HGB und GmbH-Gesetz.

Die Finanzierung Geschlossener Fonds erfolgt in der Regel über Eigenkapital, das bei privaten oder institutionellen Anlegern eingeworben wird und Fremdkapital, das von Banken für die Finanzierung des jeweiligen Finanzierungsprojekts zur Verfügung gestellt wird. Beides zusammen ergibt das Investitionsvolumen eines Geschlossenen Fonds.

*Treuhänder  
für Investoren*

An einem Geschlossenen Fonds beteiligen sich nicht selten mehr als tausend Anleger. Um den daraus resultierenden Verwaltungsaufwand zu begrenzen, beteiligen sich die Anleger in der Regel über einen Treuhänder, der ihre Gesellschafterrechte grundsätzlich weisungsgebunden ausübt, sofern sie dies nicht – z. B. in einer Gesellschafterversammlung – persönlich tun.

Geschlossene Fonds werden von Anbietern, den Emissionshäusern, konzipiert und gestaltet. Der Anbieter übernimmt außerdem die Verantwortung für den Inhalt des Prospekts.

*Vertrieb über Banken  
oder freie Vertriebe*

Der Vertrieb eines Geschlossenen Fonds (siehe Abbildung 2, Seite 308) erfolgt jedoch in der Regel nicht über die Anbieter, sondern über Banken oder freie Vertriebe. Der Anteil der Banken am Vertrieb lag 2010 bei 44 %, 31 % aller Beteiligungen wurden über so genannte freie Vertriebe platziert. [2]

Die Übertragung von Anteilen an Geschlossenen Fonds ist regelmäßig aufwendig und nur in engen Grenzen möglich. Erforderlich sind der Abschluss eines schriftlichen Übertragungsvertrages, die Zustimmung der Fondsgesellschaft sowie gegebenenfalls die Eintragung ins Handelsregister. Damit unterscheiden sich Geschlossene Fonds maßgeblich von Wertpapieren, die über Wertpapierbörsen in Sekundenschnelle und ohne Hindernisse übertragen werden können. Die bestehenden Einrichtungen zum Handel von Anteilen an Geschlossenen Fonds, seien sie unabhängig (z. B. *Fondsbörse Beteiligungsmakler Deutschland* oder *Deutsche Zweitmarkt AG*) oder von Emissionshäusern eingerichtet, sind mit Aktienbörsen nicht vergleichbar.

Übertragung  
von Anteilen

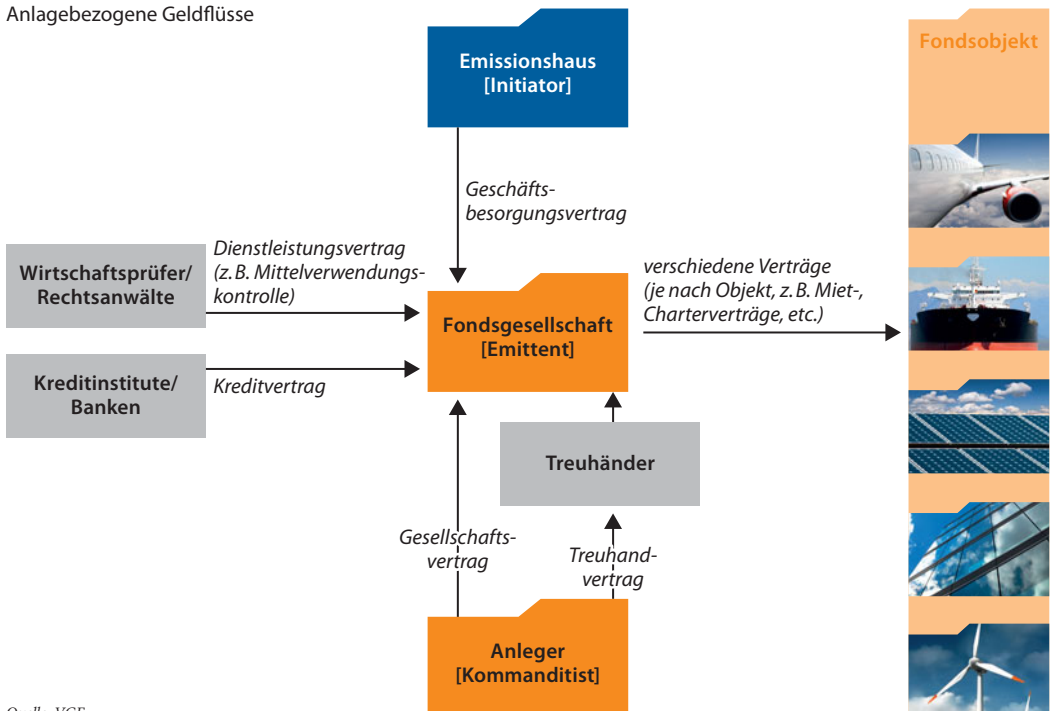
Die Anteile an einem Geschlossenen Fonds werden zu einem ebenfalls vorher festgelegten Preis, der sogenannten Mindestbeteiligungssumme, ausgegeben. Sie liegt in der Regel zwischen € 5.000 und € 25.000 pro Anteil.

Mindestbeteiligungs-  
summe

Abb. 1: Vertrags-  
beziehungen ▼

## Vertragsbeziehungen

Anlagebezogene Geldflüsse



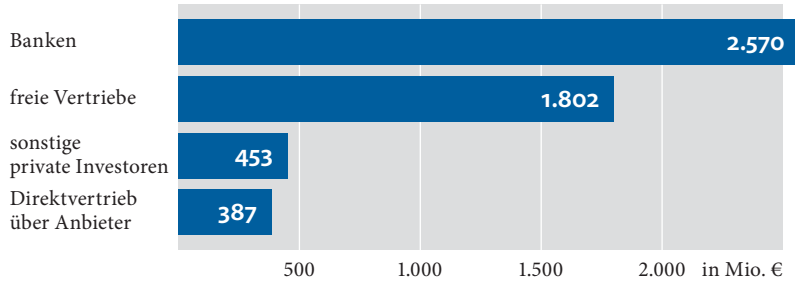
Quelle: VGF

Abb. 2: Vertriebswege

### Platziertes Eigenkapital im Publikumssegment – Vertriebswege

Gesamtvolumen: 5,2 Mrd. €

Quelle: VGF Branchenzahlen 2010



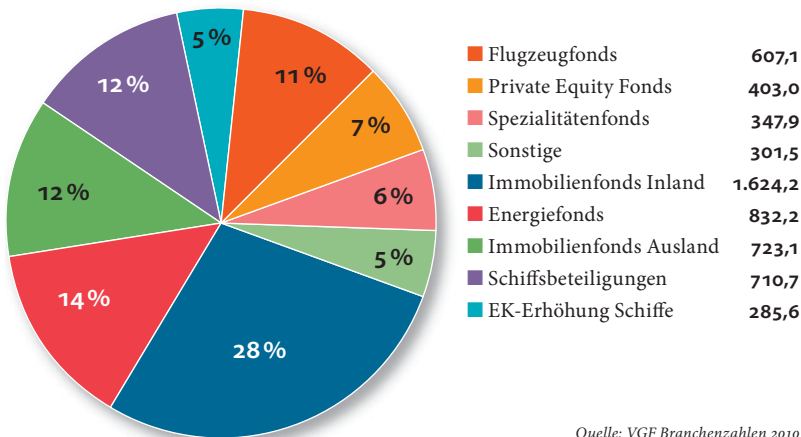
Geschlossene Fonds werden sowohl als Publikumsfonds als auch als Private Placements angeboten. Erstere werden vornehmlich über Banken und Sparkassen sowie über freie Finanzdienstleister öffentlich angeboten. Private Placements werden – wie der Name schon sagt – dagegen nur einem sehr kleinen Kreis von Großinvestoren angeboten. Die Beteiligungssummen sind entsprechend höher als bei Publikumsfonds.

### 3 Entwicklung der Anlagevolumina und Investitionsportfolios

Geschlossene Fonds gibt es seit mehr als 40 Jahren. Sie sind eine vor allem in Deutschland verbreitete Form einer besonders transparenten Vermögensanlage. Allein im Jahr 2010 investierten Geschlossene Fonds der relevanten Anbieter rund € 10,8 Milliarden unter anderem in Immobilien, Schifffahrt, Luftfahrt, erneuerbare Energien, Unternehmensbeteiligungen (Private Equity) und Infrastrukturprojekte der öffentlichen Hand.

*Vermögensanlage seit 40 Jahren*

#### Platziertes Eigenkapital nach Assetklasse in Mio. €



*Abb. 3: Platziertes Eigenkapital nach Assetklasse*

In Geschlossene Immobilienfonds flossen 2010 insgesamt € 4,39 Milliarden, wobei € 2,34 Milliarden durch bei privaten Anlegern eingeworbenes Eigenkapital gestellt wurden und weitere € 2,03 Milliarden auf Fremdkapital entfielen.

Parallel dazu verwalteten die Anbieter Geschlossener Fonds 2010 Assets im Wert von mehr als € 198 Milliarden. Davon waren € 73,8 Milliarden in Investitionen Geschlossener Immobilienfonds gebunden; das entspricht einem Anteil von 37,2 % am gesamten Bestandsvolumen Geschlossener Fonds. [3]

*Verwaltung von fast € 200 Mrd.*

Die Assetklasse der Geschlossenen Fonds wird traditionell unterteilt in Geschlossene Fonds mit Investitionsobjekten in Deutschland, sogenannte Inlandsimmobilienfonds und Geschlossene Fonds mit Investitionsobjekten im Ausland, die sogenannten

Auslandsimmobilienfonds. Derzeit bewirtschaften 1.141 Geschlossene Fonds Immobilien in Deutschland und im Ausland. Dabei stehen 861 Inlandsimmobilienfonds 280 Auslandsimmobilienfonds gegenüber. [4] Im Jahr 2010 flossen insgesamt € 3,05 Milliarden in Inlandsimmobilienfonds, davon waren € 1,62 Milliarden Eigenkapital. In Auslandsimmobilienfonds wurden dagegen insgesamt nur e 1,33 Milliarden investiert, davon € 723 Millionen Eigenkapital. [5]

Der Rückblick auf die vergangenen zehn Jahre zeigt, dass in Geschlossene Immobilienfonds durchgängig das meiste Eigenkapital pro Jahr geflossen ist, sie sind im langfristigen Durchschnitt die wichtigste Assetklasse im Markt der Geschlossenen Fonds. Gleichwohl hat sich das Investitionsvolumen Geschlossener Immobilienfonds in den letzten Jahren kontinuierlich verringert. 2004 war der vorläufige Höhepunkt; damals flossen noch € 9,21 Milliarden in Geschlossene Immobilienfonds. [6]

In Bezug auf die Nutzungsarten der Immobilien, in die Geschlossene Fonds investieren, liegt der Schwerpunkt im Inland ebenso wie im Ausland auf Büroimmobilien. Bei Inlandsimmobilienfonds sind außerdem Einzelhandelsimmobilien ein weiterer Schwerpunkt. In

Geschlossene  
Immobilienfonds  
wichtigster Teil des  
Marktes

Schwerpunkt Büro-  
immobilien

Entwicklung Eigenkapital: Alle Assetklassen  
in Mio. €

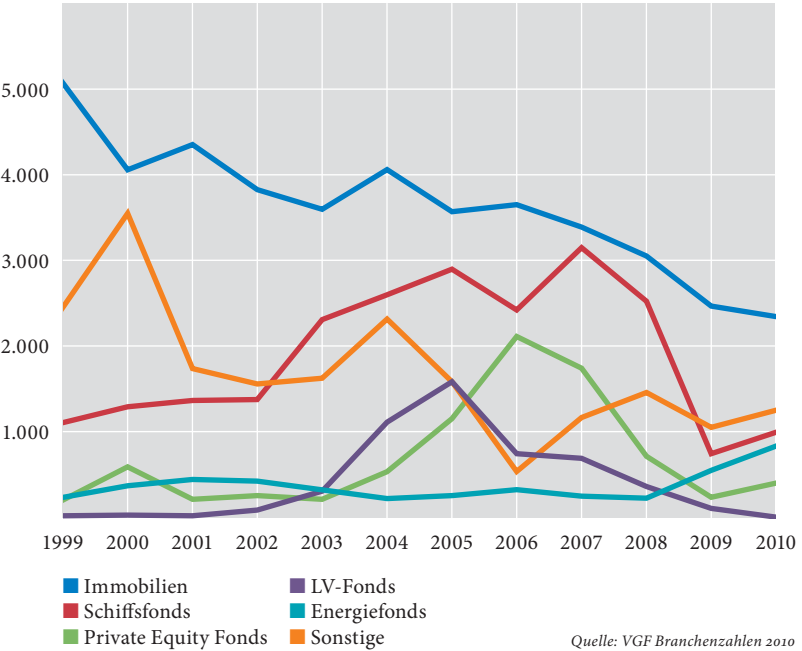
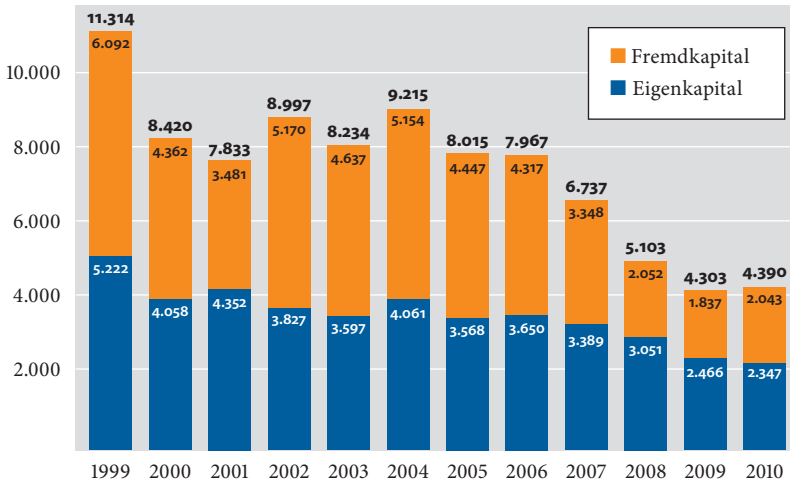


Abb. 4: Entwicklung  
Eigenkapital 1999–2010

Quelle: VGF Branchenzahlen 2010

## Immobilien gesamt – Eigenkapital und Fondsvolumen

in Mio. €



Quelle: VGF Branchenzahlen 2010

Abb. 5: Eigenkapital und Fondsvolumen 1999–2010

alle weiteren Nutzungsarten wie Projektentwicklungen, Entertainment, Hotel, Logistik, Pflege-, Sozial- und Wohnimmobilien werden nur geringe Volumina investiert. Bei Auslandsimmobilienfonds liegt ein weiterer Schwerpunkt auf Projektentwicklungen.

Betrachtet man die Auslandsimmobilienfonds, sind außerdem die Zielmärkte interessant. Hier waren die USA lange Zeit der wichtigste Markt und zugleich der, in den überwiegend investiert wurde. Die Verwerfungen am US-amerikanischen Immobilienmarkt und die sich anschließende internationale Finanzkrise haben dies jedoch verändert. So waren 2009 und 2010 auch Australien, Belgien, Großbritannien und die Niederlande Märkte, in denen Geschlossene Immobilienfonds schwerpunktmäßig investiert haben.

*Investitionsländer*

2010 Fondsvolumen Immobilien gruppiert nach Nutzungsarten  
in Mio. €

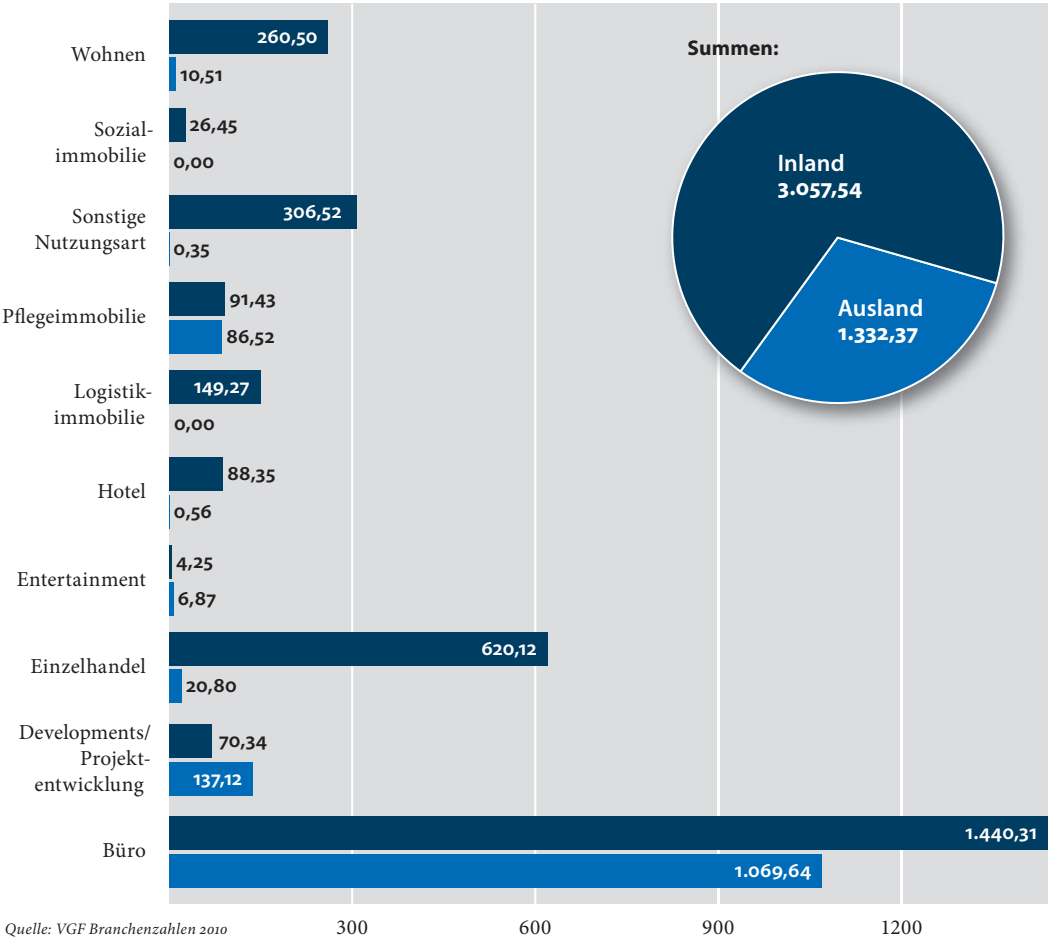
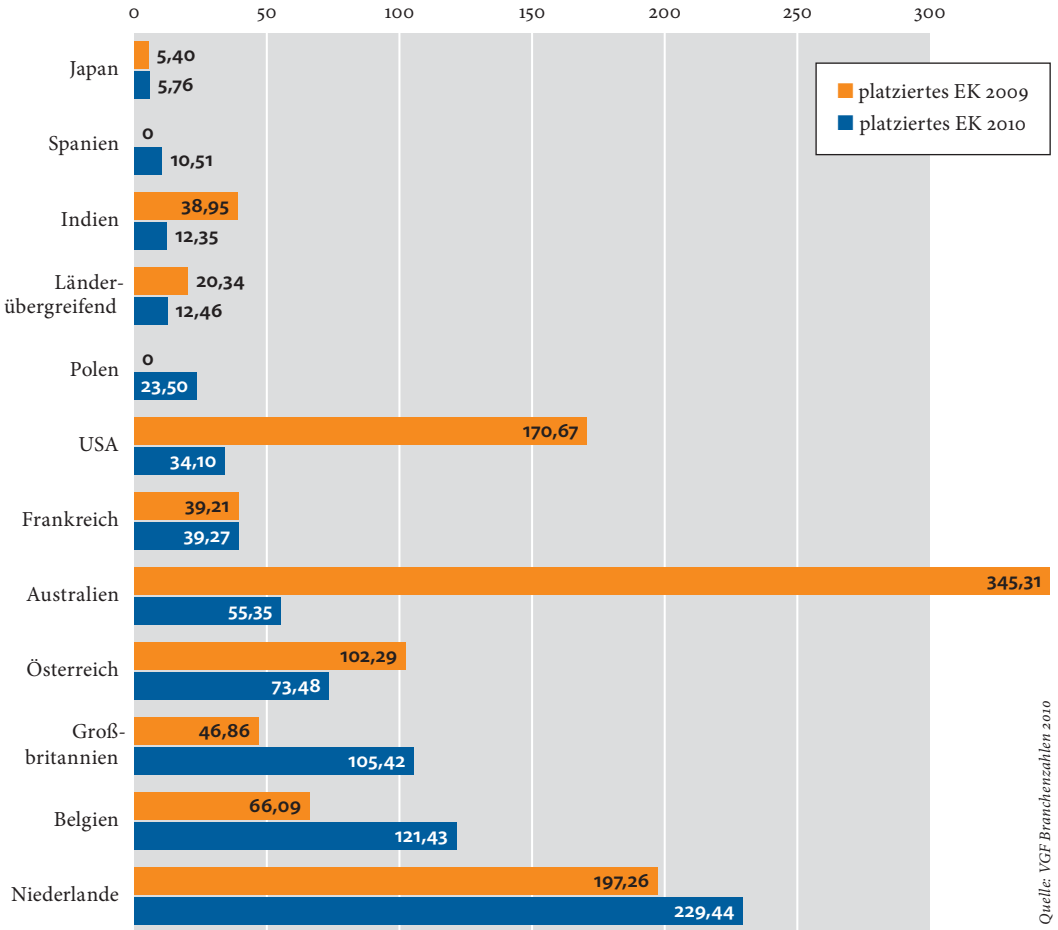


Abb. 6: 2010 Fondsvolumen Immobilien gruppiert nach Nutzungsarten ▲

## Investitionsmärkte geschlossener Immobilienfonds nach platziertem Eigenkapital 2009 und 2010

in Mio. €



Quelle: VGF Branchenzahlen 2010

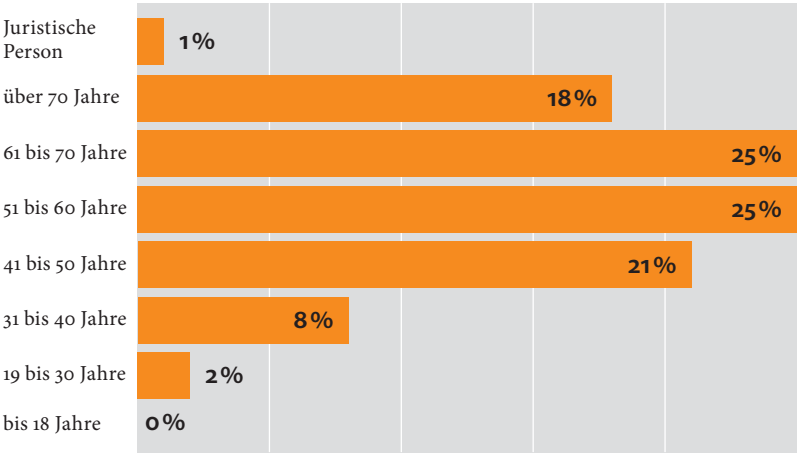
Abb. 7: Investitionsmärkte Immobilienfonds ▲

4 Investoren in Geschlossene Fonds

Etablierte Zeichnerstruktur

Der typische Anleger eines Geschlossenen Fonds ist zwischen 51 und 70 Jahre alt. In dieser Altersgruppe befand sich 2010 immerhin die Hälfte aller Zeichner Geschlossener Fonds. Weitere 21 % aller Zeichner waren 41 bis 50 Jahre alt, 18 % der Zeichner waren 2010 älter als 70 Jahre.

Altersstruktur nach platziertem Eigenkapital

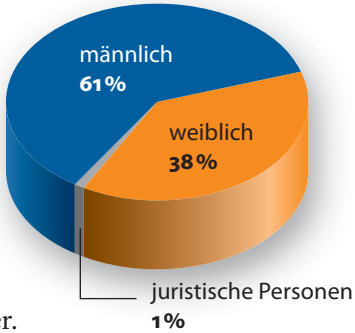


Quelle: VGF Branchenzahlen 2010

Abb. 8: Altersstruktur nach platziertem Eigenkapital

Darüber hinaus sind Geschlossene Fonds eine überwiegend von Männern gewählte Anlageklasse, 61 % aller Zeichner waren 2010 männlich, 38 % weiblich, bei einem Prozent waren juristische Personen Zeichner eines Geschlossenen Fonds.

Abb. 9: Zeichnerstruktur nach Geschlecht



Quelle: VGF Branchenzahlen 2010

Durchschnittliche Zeichnungssumme für Immobilienfonds bei über € 30.000

Im Schnitt investieren Anleger Geschlossener Fonds rund € 26.000 in einen Geschlossenen Fonds. Bei Immobilienfonds liegt die durchschnittliche Zeichnungssumme jedoch höher. Anleger, die 2010 einen Geschlossenen Auslandsimmobilienfonds zeichneten, investierten durchschnittlich € 31.419, bei Geschlossenen Immobilienfonds mit Investitions-

objekten in Deutschland lag die durchschnittliche Zeichnungssumme sogar bei € 33.579. [7]

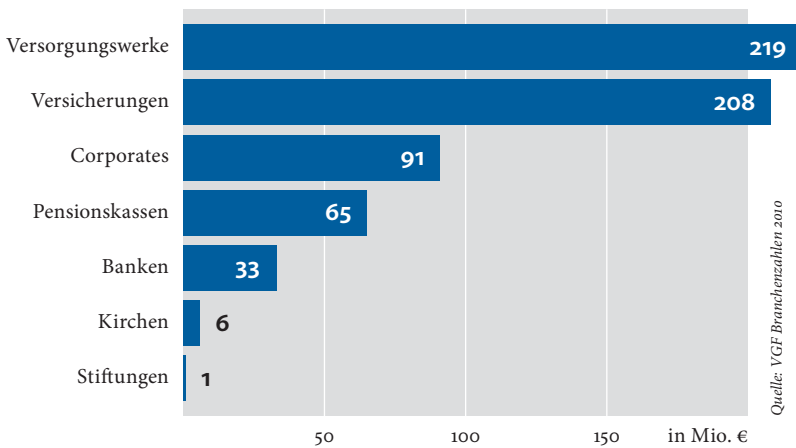
Insgesamt haben derzeit 793.155 Anleger in Geschlossene Immobilienfonds investiert, davon 441.245 in Inlandsimmobilienfonds und 351.910 in Auslandsimmobilienfonds. 2010 investierten 30.326 Anleger neu in Geschlossene Inlandsimmobilienfonds, Auslandsimmobilienfonds fanden dagegen nur 17.259 neue Anleger. [8]

Neben den privaten Anlegern zeichnen zunehmend auch institutionelle Investoren Geschlossene Fonds. Dazu zählen Versorgungswerke, Versicherungen, Pensionskassen und andere. 2010 investierten institutionelle Investoren € 620 Millionen Eigenkapital in Geschlossene Fonds.

*Institutionelle  
Investoren als Fonds-  
zeichner*

### Platziertes Eigenkapital bei institutionellen Investoren – Verteilung

Gesamtvolumen: 620 Mio. €



*Abb. 10: Platziertes  
Eigenkapital bei  
institutionellen  
Investoren*

## 5 Steuerliche Änderungen und Anpassungen

### *Komplexe steuerliche Rahmenbedingungen*

Die steuerlichen Rahmenbedingungen Geschlossener (Immobilien-)Fonds sind ein weites Feld, das einem ständigen Anpassungs- und Veränderungsprozess unterworfen ist. Es soll daher hier nur überblicksartig dargestellt werden, welche Schwerpunkte es in diesem Bereich gibt. Weiterführende und bestens aufbereitete Informationen dazu enthält unter anderem das Standardwerk zu Geschlossenen Fonds von Dr. Jochen Lüdicke und Dr. Jan-Holger Arndt. [9]

Geschlossene Fonds sind heute renditeorientierte Kapitalanlagen. Das war vor wenigen Jahren noch anders. Damals galten Geschlossene Fonds, und unter ihnen insbesondere Geschlossene Immobilienfonds, als so genannte „Steuersparmodelle“, wobei es sich rechtlich immer um Steuerstundungsmodelle gehandelt hat. Dies hat sich jedoch durch eine Reihe gesetzlicher Änderungen tief greifend gewandelt.

### *Beschränkung der Verlustverrechnung nach § 15b EStG*

Der Einführung des § 15b EStG (Einkommensteuergesetz) ist dabei wohl die größte Bedeutung für den Wandel des Geschlossenen Fonds zuzusprechen. Eingeführt wurde diese Vorschrift mit dem Gesetz zur Beschränkung der Verlustverrechnung im Zusammenhang mit Steuerstundungsmodellen am 22. Dezember 2005 (BGBl. I S. 3683, BStBl 2006 I S. 80). Danach sind Verluste im Zusammenhang mit Steuerstundungsmodellen nicht mehr mit den übrigen Einkünften des Steuerpflichtigen im Jahr der Verlustentstehung verrechenbar, sondern lediglich mit Gewinnen aus späteren Veranlagungszeiträumen aus dem nämlichen Steuerstundungsmodell, wenn die prognostizierten Verluste mehr als 10 % des gezeichneten und aufzubringenden oder eingesetzten Kapitals betragen. § 15b EStG ist auch bei den Einkünften aus Land- und Forstwirtschaft (§ 13 EStG), selbstständiger Arbeit (§ 18 EStG), Kapitalvermögen (§ 20 EStG, vgl. hierzu auch Ausführungen unter Tz. 28), Vermietung und Verpachtung (§ 21 EStG) und sonstigen Einkünften im Sinne von § 22 Nr. 1 Satz 1 EStG anzuwenden. § 15b EStG beendet die Verrechnung von Einkünften mit Verlusten aus anderen Einkunftsarten und damit auch die Geschichte des Geschlossenen Fonds als in erster Linie steuerorientierte Kapitalanlage.

### *Nutzung steuerlicher Gestaltungsräume*

Gleichwohl berücksichtigen Geschlossene Fonds auch heute noch Möglichkeiten der steuerlichen Gestaltung und müssen dies in gewissem Maß auch, um ihre Anleger vor Nachteilen durch die sich

verändernde Steuergesetzgebung zu schützen. Ein Beispiel dafür sind Geschlossene Immobilienfonds, die in Auslandsimmobilien investieren. Mit verschiedenen europäischen, aber auch außer-europäischen Staaten bestehen Doppelbesteuerungsabkommen, auf deren Grundlage die Erträge lediglich in dem ausländischen Belegenheitsstaat, nicht aber auch in Deutschland besteuert werden. Im ausländischen Belegenheitsstaat profitiert der Anleger dabei häufig von attraktiven Steuerfreibeträgen oder einem vergleichsweise geringen Steuersatz. Dem sogenannten Progressionsvorbehalt unterliegen die im Ausland erzielten Erträge in Deutschland nur noch teilweise.

In Bezug auf die Einkommensbesteuerung gelten die in der Regel als GmbH & Co. KG konzipierten Fondsgesellschaften als transparent – persönlich einkommenssteuerpflichtig ist demnach nicht die Fondsgesellschaft selbst, sondern der an ihr beteiligte Anleger. Auf Ebene der Fondsgesellschaft wird lediglich das steuerliche Ergebnis ermittelt, dass den Anlegern anschließend anteilig zugewiesen wird.

*Anteilige Zuweisung  
des steuerlichen Ergebnisses*

Zu den steuerlichen Grundfragen im Zusammenhang mit der Investition in einen Geschlossenen Immobilienfonds gehört die Frage, ob der Fonds eine gewerbliche oder eine vermögensverwaltende Tätigkeit ausübt. Erzielt der Fonds Einkünfte aus Gewerbebetrieb, so unterliegt er der Gewerbesteuerpflicht. Außerdem fallen Gewinne aus der Veräußerung von Immobilien unter die Einkommensbesteuerung. Ist der Fonds hingegen als lediglich vermögensverwaltender Fonds konzipiert und erzielt Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung, so ist er von der Gewerbesteuer befreit. Gleiches gilt für die Besteuerung von Veräußerungsgewinnen, sofern die Veräußerung der Immobilien nach Ablauf einer zehnjährigen Spekulationsfrist erfolgt.

*Vermögensverwaltender Fonds vs.  
gewerbliche Tätigkeit*

Vor diesem Hintergrund werden Geschlossene Immobilienfonds regelmäßig so ausgestaltet, dass sie Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielen. Allerdings geht das Einkommensteuerrecht im Grundsatz davon aus, dass eine Kommanditgesellschaft mit einem geschäftsführenden Komplementär stets gewerbliche Einkünfte erzielt (sogenannte gewerbliche Prägung, § 15 Abs. 3 Nr. 2 EStG). Die Vorschrift ermöglicht zugleich eine gewerbliche Entprägung: Wird die Geschäftsführung nicht beim Komplementär (im Falle eines Geschlossenen Fonds die Komplementär-GmbH) angesiedelt, sondern durch einen Kommanditisten besorgt, ist die Kommanditgesellschaft als vermögensverwaltend einzustufen und

*Geschäftsführung  
durch Kommanditisten*

erzielt die in der Regel steuerlich attraktivere Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung.

*3-Objekt-Grenze*

Die Einstufung als vermögensverwaltend kann dann kippen, wenn die sogenannte „3-Objekt-Grenze“ missachtet wird. Werden innerhalb eines Zeitraumes von fünf Jahren mindestens drei Objekte veräußert, ist eine ursprünglich als vermögensverwaltend einzuordnende Tätigkeit als gewerblich zu beurteilen.

## 6 Herausforderungen für zukünftige Projekte

Geschlossene Immobilienfonds sind jenes Segment im Gesamtmarkt der Geschlossenen Fonds, das die seit 2008 andauernde Krisensituation am besten überstanden hat. Dabei hat diese Assetklasse davon profitiert, dass Anleger im Zuge der internationalen Finanzkrise überwiegend transparente Sachwertanlagen mit stabilen Einkünften und einem langen Anlagehorizont suchen.

*Transparente Sachwertanlage mit stabilen Einkünften*

Dennoch spüren auch Geschlossene Immobilienfonds die veränderte Bereitschaft von Fremdkapitalgebern, wenn es um die Finanzierung von Investitionen geht. Dies wird andauern, bis sich die Krise an den internationalen Finanzmärkten und damit auch für die Banken wieder beruhigt hat.

Die weitaus größte Herausforderung für Geschlossene Fonds wird jedoch in der Bewältigung der Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene liegen. Die Branche hat diese Veränderungen gefördert, die Umsetzung der neuen Anforderungen bindet jedoch Ressourcen und erzeugt Kosten in den Häusern. Mit der Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts erreichen Geschlossene Fonds hierzulande das gleiche regulatorische Niveau wie andere, bereits etablierte Kapitalanlagen. Dazu gehört ein insgesamt verbesserter Anlegerschutz durch erweiterte Beratungs- und Dokumentationspflichten. Es wird erwartet, dass die Novelle Mitte 2012 in Kraft tritt. [10]

*Regulierung auf nationaler und europäischer Ebene*

*Novellierung des Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagenrechts*

Die Anbieter Geschlossener Fonds werden darüber hinaus im Zuge der Umsetzung der Richtlinie für Alternative Investment Fund Manager (AIFMD) einer Regulierung unterworfen. Die Richtlinie ist im Juli 2011 in Kraft getreten und muss bis Juli 2013 in nationales Recht umgesetzt sein. Die AIFMD enthält unter anderem erweiterte Berichts- und Bewertungspflichten für Manager Geschlossener Fonds, was zu einer noch höheren Transparenz des Produkts in der Bewirtschaftungsphase führt. [11]

*Regulierung durch AIFMD*

Für den Markt der Geschlossenen Fonds bedeuten beide Regulierungsvorhaben eine tief greifende Veränderung. Die Erfahrung hat jedoch gezeigt, dass Geschlossene Fonds und ihre Anbieter flexibel und professionell mit derartigen Veränderungen umzugehen wissen. Der Markt wird diese Herausforderung meistern und die Angleichung an bereits bestehende Regulierungslevel für sich nut-

*Positives Image der Branche*

zen. Der größte Gewinn für die Branche liegt schon jetzt darin, dass sie ihr Image als Teil des „grauen Kapitalmarkts“ damit nachhaltig abstreifen kann.

## 7 Zusammenfassung

*Langfristige und zielgerichtete Immobilieninvestition*

Geschlossene Immobilienfonds sind eine Möglichkeit, langfristig und zielgerichtet in Immobilien zu investieren. Dieser Umstand sowie die hohe Transparenz sind verantwortlich für das weiterhin große Interesse von privaten und institutionellen Investoren.

Die Initiatoren Geschlossener Fonds haben außerdem ein großes Gespür für Trends. Bei Geschlossenen Immobilienfonds sind deshalb derzeit neben den klassischen Gewerbe- und Wohnimmobilien auch Neuheiten wie Green-Building-Fonds oder Investitionen in Studentenwohnheime zu bemerken.

*Profiteure durch erhöhte Transparenz und Anlegerschutz*

Der Markt wird von der kommenden Regulierung auf europäischer und deutscher Ebene profitieren: Schwarze Schafe werden es in Zukunft sehr viel schwerer haben, überhaupt am Markt Fuß zu fassen, das Produkt wird über die Platzierungsphase hinaus transparenter und die Anleger sind besser geschützt.

Dadurch wird sich der Markt verändern, zum Beispiel durch weniger am Markt tätige Emissionshäuser. Auf der anderen Seite bieten die neuen Regelungen sowie die Sachwertorientierung Geschlossener Fonds die Möglichkeit, neue Anlegergruppen insbesondere im institutionellen Bereich zu erschließen. Mittelfristig ist mit einem Wachstum des Marktes insbesondere im Immobiliensegment zu rechnen. [12]

## Referenzen

- [1] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [2] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [3] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [4] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [5] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [6] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [7] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [8] Siehe VGF Branchenzahlen 2010 unter [www.vgf-branchenzahlen.de](http://www.vgf-branchenzahlen.de).
- [9] Vgl. Dr. Jochen Lüdicke, Dr. Jan-Holger Arndt: Geschlossene Fonds. Rechtliche, steuerliche und wirtschaftliche Aspekte von Immobilien-, Schiffs-, Flugzeug-, Solarenergie-, Private-Equity- sowie Lebensversicherungsfonds und anderen geschlossenen Fondsprodukten. 5., völlig neu bearbeitete und erweiterte Auflage. C.H. Beck, München, 2009, S. 72–109.
- [10] Mehr Informationen dazu unter [www.vgf-online.de/Agenda](http://www.vgf-online.de/Agenda).
- [11] Mehr Informationen dazu ebenfalls unter [www.vgf-online.de/Agenda](http://www.vgf-online.de/Agenda).
- [12] Weitergehende Informationen und Broschüren rund um den Geschlossenen Fonds sind im Internet zu finden unter [www.kleines-wirtschaftswunder.de](http://www.kleines-wirtschaftswunder.de).

## Über die Autoren und die Autorin



Rechtsanwalt **Eric Romba** ist seit dem Jahr 2005 Hauptgeschäftsführer und Sprecher des VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. Darüber hinaus lehrt er als Gastdozent zu den Themen Geschlossene Fonds und Public Affairs an verschiedenen Bildungseinrichtungen. Bevor Eric Romba zum VGF e. V. kam, war er als Rechtsanwalt in einer auf Immobilien- und Gesellschaftsrecht spezialisierten Sozietät tätig. Vor dieser Zeit hat er insgesamt sieben Jahre in verschiedensten Funktionen im Deutschen Bundestag gearbeitet.



**Frederik Voigt** ist Rechtsanwalt und seit 2006 Referent Recht und Steuern beim VGF Verband Geschlossene Fonds. Dort verantwortet er schwerpunktmäßig die Begleitung und Positionierung zu kapitalmarktrechtlichen Gesetzgebungsverfahren und Fragestellungen. Neben den Bereichen des Kapitalanlage- und Aufsichtsrechts gehört das Gesellschafts- und Steuerrecht zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten. Vor seiner Tätigkeit beim VGF Verband Geschlossene Fonds war Frederik Voigt unter anderem Mitarbeiter der Bundessteuerberaterkammer.



**Kathrin Jäckel** ist seit 2007 Pressereferentin beim VGF Verband Geschlossene Fonds e. V. Zuvor war sie als PR-Managerin, Redakteurin, freie Autorin und Lektorin für Agenturen, Verlage und Unternehmen, überwiegend aus der Branche der geschlossenen Fonds, tätig.

# Geschlossene Immobilienfonds in Österreich

Gerhard Dreyer

Geschäftsführer, Bank Austria Real Invest GmbH

*Geschlossene Immobilieninvestments (auch „Geschlossene Immobilienfonds“) unterliegen in Österreich dem Kapitalmarktgesetz und sind durch niedrige jährliche Platzierungsvolumina in der Höhe von € 10 bis € 60 Mio. gekennzeichnet.*

*Dennoch bieten diese, häufig als steuerlich transparente GmbH & Co KG strukturierten Vehikel eine attraktive Möglichkeit zur Immobilienanlage, da sie in hohem Maße den individuellen Anlagebedürfnissen privater und institutioneller Investoren Rechnung tragen.*

*Die aktuelle Situation und mögliche Optimierungspotenziale der Geschlossenen Immobilieninvestments sind Inhalt der folgenden Ausführungen.*

# Inhalt

<b>1 Begriffliche Grundlagen</b>	325
1.1 Abgrenzung nach Anlegergruppen	325
1.2 Abgrenzung nach Rechtsform	326
1.3 Abgrenzung nach Angebotsform	327
<b>2 Rechtliche Rahmenbedingungen</b>	328
2.1 Unterscheidung zu Offenen Immobilienfonds	328
2.2 Gesetzlicher Rahmen für Geschlossene Immobilieninvestments	330
2.3 Rechtsformen Geschlossener Immobilien- investments	330
2.3.1 Einflussfaktoren auf die Rechtsform	330
2.3.2 GmbH & Co KG als „Standardstruktur“	331
2.3.3 Umsetzung der „Standardstruktur“	334
2.4 Der Prospekt nach Kapitalmarktgesetz	334
2.4.1 Prospekt für Wertpapiere	335
2.4.2 Prospekt für Veranlagungen	336
2.4.3 Prospektinhalte nach KMG	336
2.4.4 Prospektkontrolle	337
2.4.5 Prospektveröffentlichung	338
2.5 Rechenschaftsbericht	338
<b>3 Marktteilnehmer und Volumina</b>	339
3.1 Marktvolumina	339
3.2 Marktteilnehmer	341
3.3 Vertrieb	343
<b>4 Aktuelle und künftige Herausforderungen     bei Geschlossenen Immobilieninvestments</b>	344
<b>5 Zusammenfassung und Ausblick</b>	346
<b>Referenzen</b>	348
<b>Über den Autor</b>	350

# 1 Begriffliche Grundlagen

Der Begriff „Geschlossener Immobilienfonds“, für den in Österreich aus rechtlichen Gründen das Synonym „Geschlossenes Immobilieninvestment“ verwendet wird, ist nicht klar definiert. [1] Es existiert weder eine gesetzliche Normierung wie bei den „Offenen Immobilienfonds“ [2], noch hat sich in der Praxis eine einheitliche Auffassung entwickelt. Dies mag in Österreich aus der – im Vergleich zu Deutschland – kurzen Tradition, der geringen Anzahl von Angeboten und des damit einhergehenden niedrigen Marktvolumens resultieren.

*Keine gesetzliche Normierung für „Geschlossene Immobilieninvestments“*

Allgemein anerkannte Kennzeichen Geschlossener Immobilieninvestments sind das Vorliegen einer Veranlagungsgemeinschaft mehrerer Anleger, vorweg ein oder mehrere eindeutig bestimmte Investitionsobjekt(e) bzw. eine konkrete Investitionsstrategie bei Blind-Pool-Konzepten, ein bestimmtes oder betraglich begrenztes Fonds- und Investitionsvolumen, eine konkrete Zeichnungsfrist, definierte Laufzeiten und Kündigungsbestimmungen, kollektive Entscheidungen über das Fondsobjekt bzw. die Auflösung des Fonds und eine in der Regel eingeschränkte Verfügbarkeit über die Anteile. Da diese Merkmale auch auf eine relativ große Anzahl von anderen Anlagemöglichkeiten zutreffen, soll vorab für eine Begriffskonkretisierung an Hand verschiedener marktbezogener oder rechtlicher Kriterien erfolgen.

## 1.1 Abgrenzung nach Anlegergruppen

Zielgruppen der Fondsinitiatoren sind:

- Private Anleger
- Privatstiftungen
- Institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensions- und Vorsorgekassen, aber auch andere Personen- oder Kapitalgesellschaften

*Anforderungen basieren auf unterschiedlichen Zielen der Nachfrager*

Nach den Bedürfnissen bzw. gesetzlichen Anforderungen der jeweiligen Zielgruppe richten sich konkrete Produktmerkmale des Geschlossenen Immobilieninvestments wie die Rechtsform der

Fondsstruktur bzw. der Anteile, die steuerliche Ausgestaltung, die Prospektierung und Ausgestaltung der Zeichnungsunterlagen, die Reportinganforderungen (Umfang, Detaillierungsgrad, Gliederung und Berichtsintervalle), die Bewertungsregeln und -intervalle, oder die Mitbestimmungsrechte für Anleger (beispielsweise Sitz in einem Beirat oder Investment-Komitee).

Die vorliegenden Ausführungen konzentrieren sich auf jene Geschlossenen Immobilieninvestments, die (primär) an private Anleger und/oder Privatstiftungen ausgegeben werden.

## 1.2 Abgrenzung nach Rechtsform

*Unterschiedliche rechtliche Ausgestaltungen für private und institutionelle Anleger*

Ganz allgemein kommen als Rechtsformen für ein Geschlossenes Immobilieninvestment bzw. der Ausgestaltung der Anteile daran folgende Gestaltungsmöglichkeiten in Frage:

- Immobilienspezialfonds nach ImmoInvFG (determinierendes Merkmal: begrenzte Anzahl der Anteilsinhaber)
- Fondsvehikel nach ausländischen Rechten, beispielsweise nach Luxemburgischen Recht (wie SICAR, SIF) oder angelsächsische Fondsstrukturen (wie L. P.)
- Personengesellschaften, insbesondere die GmbH & Co KG
- Gewinnscheinfonds (regelmäßig durch Ausgabe von Gewinnscheinen an einem Sondervermögen, das in einem gesonderten Rechnungskreis gebucht wird, oder am Gesamtvermögen des Emittenten) [3]
- Bauherrenmodelle, die als Miteigentümergeinschaft strukturiert sind (determinierendes Merkmal: mittelfristige Ertrags- und Risikogemeinschaft)
- Vorsorgewohnungen mit Service- und Mietenpoolverträgen (determinierendes Merkmal: mittelfristige Ertrags- und Risikogemeinschaft)

Unabhängig von dem zur Verfügung stehenden Anlagebetrag sind private Anleger vom Erwerb von Anteilen an Immobilienspezialfonds ausgeschlossen, [4] bei ausländischen Fondsvehikeln wird der Anlegerkreis oft auf institutionelle oder professionelle, zumindest aber gut informierte Anleger beschränkt, [5] weshalb eine Beteiligung privater Anleger an diesen „Immobilienfonds“ nur mittels

Fund-in-Fund-Strukturen möglich ist, bei denen die Beteiligung der privaten Anleger regelmäßig über eine GmbH & Co KG oder über Gewinnscheinfonds als Feeder-Funds erfolgt. [6]

Wenngleich Bauherrenmodelle und bestimmte Formen von Vorsorgewohnungen ebenfalls Eigenschaften von Geschlossenen Immobilieninvestments aufweisen, werden diese regelmäßig als eigenständige, direkte Immobilieninvestition betrachtet.

Unter Geschlossene Immobilieninvestments werden daher nur die als Personengesellschaft oder Gewinnscheinfonds strukturierten Veranlagungsgemeinschaften subsumiert.

### 1.3 Abgrenzung nach Angebotsform

Emissionen eines Geschlossenen Immobilieninvestments erfolgen entweder als

*Mindestzeichnungsbeträge*

- Öffentliches Angebot an eine unbegrenzte Anzahl von potenziellen Anlegern, mit der Unterscheidung in
  - ◆ Angebote mit Mindestzeichnungsbeträgen von weniger als € 50.000,- mit der Verpflichtung zur Auflage eines KMG-Prospektes
  - ◆ Angebote mit Mindestzeichnungsbeträgen von mindestens € 50.000,- ohne Prospektpflicht, vielfach auch als „Private-Placements“ bezeichnet
- Emissionen mit einem eng begrenzten Anlegerkreis, die oft nur lokal und mitunter zu Mindestzeichnungsbeträgen von mehr als € 50.000,- angeboten werden (beispielsweise sogenannte „Club-Deals“).

2     **Rechtliche Rahmenbedingungen**

2.1   **Unterscheidung zu Offenen Immobilienfonds**

*Offene Immobilien-  
fonds vs. Geschlossene  
Immobilieninvestments*

Hinsichtlich Rechtsform und rechtlicher Rahmenbedingungen gibt es grundsätzliche Unterschiede zwischen Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds (vgl. Abbildung 1):

*Abb. 1: Unterschiede  
Offene Immobilien-  
fonds und Geschlossene  
Immobilienfonds/  
Geschlossene Immobili-  
eninvestments*

„Offene Immobilienfonds“	„Geschlossene Immobilienfonds“ / „Geschlossene Immobilieninvestments“
Sind seit 2003 durch ein eigenes Gesetz – das Immobilien-Investmentfondsgesetz (ImmoInvFG) – geregelt, das genaue Vorschriften u. a. zur rechtlichen Ausgestaltung, den zulässigen Investitionsobjekten (unter dem Aspekt der Risikostreuung) und zum Grad der Fremdfinanzierung enthält [7]	Stellen eine gesetzlich nicht speziell geregelte Investmentform dar, die auf allgemeinem Recht aufbauend unterschiedliche Rechtsformen und einen unterschiedlichen Inhalt haben können (ohne Restriktionen hinsichtlich Risikostreuung und Fremdfinanzierungsgrad).

*Quelle: eigene Darstellung*

Streng genommen dürfen „Geschlossene Immobilienfonds“ in Österreich nicht so genannt werden, da § 20 ImmoInvFG die Bezeichnung „Immobilienfonds“ für Fonds im Sinne des ImmoInvFG schützt und die Bezeichnung „Immobilienfonds“ in Österreich den offenen Immobilienfonds vorbehalten ist. Für „Geschlossene Immobilienfonds“ sind daher – zumindest in rechtlich relevanten Dokumenten – andere Bezeichnungen gebräuchlich, die ohne die gesetzlich geschützten Namensbestandteile auskommen – wie die hier verwendete Bezeichnung „Geschlossene Immobilieninvestments“.

Abgesehen von diesen unterschiedlichen rechtlichen Rahmenbedingungen unterscheiden sich die beiden Grundtypen „offene“ vs. „geschlossene“ Immobilienfonds auch durch eine Reihe anderer Merkmale u. a. (vgl. Abbildung 2):

### Unterscheidungsmerkmale Offene vs. Geschlossene Vehikel

Risikostreuung im Portfolio vs. Fokus in der Regel auf ein bis drei Investitionsobjekte

Fungibilität der Anteile vs. geringe Handelbarkeit

Veranlagungshorizont unbegrenzt vs. begrenzt

Wenig Mitbestimmungsrechte vs. Abstimmungsrechte

Normierte vs. nicht-normierte Bewertungsvorschriften

Abb. 2: Unterscheidungsmerkmale Offene vs. Geschlossene Vehikel

Quelle: eigene Darstellung

Auf eine detaillierte und vollständige Gegenüberstellung der unterschiedlichen Fondstypen wird im Rahmen dieses Beitrages verzichtet, deshalb sei an dieser Stelle auf die Beiträge der Mitautoren zu den Fondstypen und die weiterführende Literatur verwiesen.

Im Gegensatz zum Offenen Immobilienfonds, der einen unbeschränkten und ständig wechselnden Anlegerkreis hat und ein großes, breit gestreutes und ebenfalls grundsätzlich wechselndes Fondsvermögen ausweist, sind geschlossene Veranlagungsformen in der Regel in zweierlei Hinsicht „geschlossen“:

- Innerhalb einer zeitlich begrenzten Frist wird ein in der Regel vertraglich vorbestimmtes Kapital bei Anlegern eingeworben, danach ist die Emission „geschlossen“ und das Eigenkapital bleibt konstant.
- Mit dem eingeworbenen Eigenkapital und meist zusätzlichem Fremdkapital wird ein zuvor ausgewähltes Investitionsobjekt oder ein definiertes Zielportfolio erworben.

Kriterien für ein „geschlossenes“ Vehikel

Dieses Grundmuster trifft auf die meisten geschlossenen Investmentformen zu, mit Ausnahme von sogenannten „Blind-Pool-Konzepten“, bei denen zum Zeitpunkt der Emission die konkreten Investitionsobjekte noch nicht im Einzelnen feststehen, sondern durch Verträge (u. a. in Satzung oder Fondsrichtlinien) nur die Investitionsstrategie samt mehr oder weniger konkreten Investitionsrichtlinien vorgegeben sind. Üblicherweise sind diese über Objektgröße, Investitionsstandort(e), Nutzungsart (wie Büro, Handel, Wohnen, Logistik oder Hotel) oder Projektphase (beispielsweise Bestandsimmobilie oder Projektentwicklung) definiert.

„Probleme“ bei „Blind-Pool-Konzepten“

Die Durchführung der konkreten Einzelinvestitionen liegt in der Verantwortung des Initiators und eventuell ergänzend eines Beirates oder Investment-Komitees. Abgesehen von der eingeschränkten Akzeptanz dieser Fondskonzepte bei Anlegern in der gegenwärtigen Wirtschaftslage stößt auch die Umsetzung wegen potenziell nicht hinreichend konkreter Angaben über die Fondsobjekte möglicherweise an rechtliche Grenzen. Außerdem entstehen dabei Risiken betreffend Haftungsfragen und Rücktrittsrechte der Anleger sowie zusätzlicher Aufwand durch laufende Ergänzungserfordernisse bei Vertriebsdokumenten. Blind-Pool-Konzepte für private Anleger wurden daher oft über einen Feeder-Fonds realisiert, der sich an einem Fondsvehikel für institutionelle Investoren beteiligt.

## 2.2 Gesetzlicher Rahmen für Geschlossene Immobilien-investments

*Kapitalmarktgesetz, Wertpapieraufsichtsgesetz und Konsumentenschutzgesetz als regelnde Instanzen*

Auch ohne ein Spezialgesetz unterliegen Geschlossene Immobilien-investments einigen wichtigen Rechtsnormen, die von Emittenten und Vertriebsorganisationen zu beachten sind:

- Das **Kapitalmarktgesetz (KMG)** regelt die Voraussetzungen für das öffentliche Angebot aller Arten von Veranlagungen und enthält die Vorschriften zur Prospekterstellung. Da geschlossene Immobilieninvestments typischerweise nicht in Form von börsennotierten Wertpapieren ausgegeben werden, kommt primär das KMG zum Tragen und nicht auch börsenrechtliche Vorschriften.
- Das **Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG)**, das insbesondere von jenen Finanzdienstleistern zu beachten ist, die in den Vertrieb und die Vermittlung von Anteilen eingeschaltet sind.
- Das **Konsumentenschutzgesetz (KSchG)**, falls das Produkt an Verbraucher im Sinne des KSchG angeboten wird.

*Keine ausdrücklichen Rechtsformschriften, aber zentrale Einflussfaktoren auf diese*

## 2.3 Rechtsformen Geschlossener Immobilieninvestments

### 2.3.1 Einflussfaktoren auf die Rechtsform

Für Geschlossene Immobilieninvestments gibt es keine ausdrücklichen Rechtsformvorschriften. Zulässig sind daher grundsätzlich

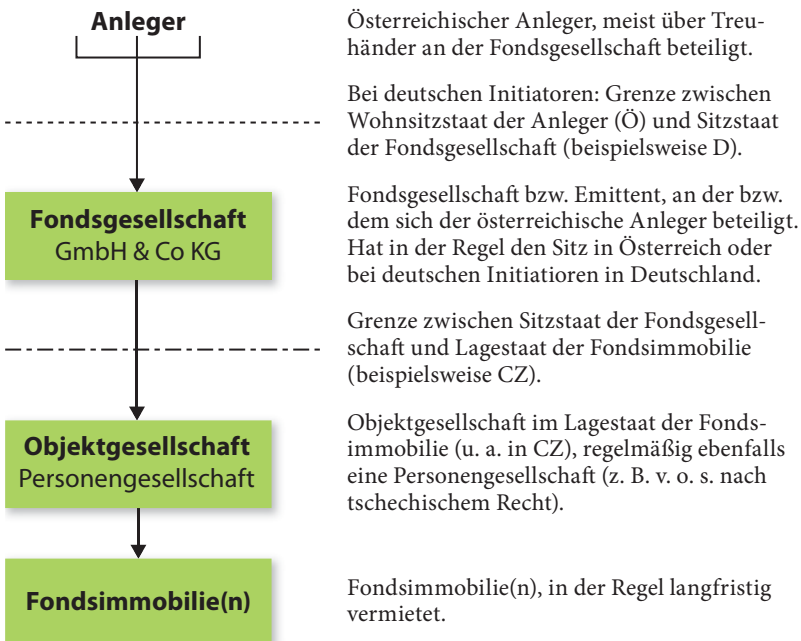
alle Rechtsformen, die nicht ausdrücklich bestimmten Zwecken vorbehalten sind. Die Wahl der Rechtsform (beispielsweise Kapital- oder Personengesellschaft, Wertpapier oder andere Form der Beteiligung) wird im Einzelfall vom Emittenten bzw. Initiator getroffen. Wesentliche Einflussfaktoren und Zielsetzungen dabei sind:

- Anforderungen des geplanten Produktprofils (Risikostruktur, haftungsrechtliche Beschränkungen, Fungibilität, Laufzeit, Kostenstruktur),
- Einfachheit der Handhabung des Produkts (sowohl beim Anleger als auch bei den Vertriebswegen),
- steuerliche Anforderungen und Folgen der jeweiligen Rechtsform (sowohl in Bezug auf das Veranlagungsverfahren als auch auf das Steuerniveau der Fondsstruktur und der Anleger).

### 2.3.2 GmbH & Co KG als „Standardstruktur“

Die gebräuchlichste Rechtsform als Emittent Geschlossener Immobilieninvestments ist die GmbH & Co KG, an der sich die Anleger als Kommanditisten, häufig über einen Treuhänder, beteiligen. Bei Investitionen in österreichische Immobilien erwirbt die Fondsgesellschaft (Emittent) meist direktes Eigentum an der Fondsimmo-

*GmbH & Co KG als gebräuchlichste Form*



*Abb. 3: Struktur eines Geschlossenen Immobilienfonds als GmbH & Co KG.*

Quelle: eigene Darstellung

bilie. Steuerlich handelt es sich dabei um eine transparente Struktur, die dem Anleger bei ausschließlich vermögensverwaltender Tätigkeit durch Vermietung der Fondsimmobilien in der Regel Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung vermittelt. [8]

Bei Investitionen in ausländischen Staaten erwirbt die Fondsgesellschaft entweder ebenfalls direktes Eigentum an der Fondsimmobilie (wie regelmäßig bei Immobilien in Deutschland oder den Niederlanden) oder eine Beteiligung an der Objektbesitzgesellschaft. Diese ist dann meist eine Gesellschaft unter dem Recht des Lagestaates und vergleichbar mit einer österreichischen Personengesellschaft (beispielsweise bei Immobilien in CEE-Staaten). Eine durchgängig transparente Fondsstruktur kann dann ebenfalls Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung vermitteln.

Eine typische Struktur für ein grenzüberschreitendes Geschlossenes Immobilieninvestment stellt die vereinfachte Abbildung 3 (siehe Seite 331) dar.

Mit der Rechtsform einer GmbH & Co KG sind folgende Aspekte verbunden:

- Die Veranlagung weist regelmäßig Laufzeiten von 10 bis 15 Jahren auf, da der Fondszweck regelmäßig auf die langfristige Bewirtschaftung und abschließende Veräußerung der Immobilie ausgelegt ist.
- Durch den Treuhänder muss der Anleger nicht selbst in das Firmenbuch eingetragen werden, was die Abwicklung erleichtert und die Beteiligung der einzelnen Anleger nicht öffentlich ersichtlich macht.
- Die Rechtsform der Personengesellschaft wird nach österreichischem Recht steuerlich transparent behandelt, in steuerlicher Hinsicht erzielt der österreichische Anleger daher unmittelbar Immobilieneinkünfte aus der im In- oder Ausland gelegenen Immobilie.
- Wenn das Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Österreich und dem Lagestaat die Freistellungs- oder Befreiungsmethode vorsieht (was im Verhältnis zu vielen zentral- und osteuropäischen Staaten zutrifft), dann sind die erzielten Einkünfte nur im Lagestaat zu versteuern, in Österreich kommt lediglich der Progressionsvorbehalt zur Anwendung.
- Entnahmen aus der Personengesellschaft sind steuerneutral und unterliegen zumeist weniger Beschränkungen als Gewinnaus-

schüttungen aus Kapitalgesellschaften, sodass Personengesellschaften für ausschüttungsorientierte Produkte tendenziell vorteilhafter sind.

- Es fallen keine Kosten für Börsennotiz, Market Making etc. an.

Im Vergleich zu anderen Veranlagungsformen (wie Offener Immobilienfonds, Immobilienaktie oder Immobiliengewinnscheinfonds) ist der Anleger bei diesem Konzept nicht endbesteuert, sondern er muss die Einkünfte in seine Einkommensteuererklärung aufnehmen. Im Gegenzug ist bei einem ausschließlich vermögensverwaltend tätigen Geschlossenen Immobilieninvestment ein Gewinn aus der Veräußerung der Immobilie bzw. der Anteile nach Ablauf der 10-jährigen Spekulationsfrist steuerfrei. Dieser Gewinn fällt auch nicht unter die Regelung der Vermögenszuwachsbesteuerung.

*Keine Endbesteuerung  
beim Anleger*

Bei einem Geschlossenen Immobilieninvestment mit Objekten in einem Lagestaat, dessen Doppelbesteuerungsabkommen mit Österreich die Befreiungsmethode vorsieht, erfolgt die Besteuerung der Einkünfte aus diesen Immobilien im Lagestaat bei gleichzeitiger Befreiung in Österreich. Für Zwecke des Progressionsvorbehaltes sind die nach österreichischen Vorschriften ermittelten Einkünfte in die Einkommensteuererklärung aufzunehmen, wodurch sich der Durchschnittssteuersatz abhängig von mehreren Faktoren meist etwas erhöht. [9]

Ein zusätzlicher Verwaltungsaufwand ergibt sich für Anleger, die im Lagestaat mit den Einkünften aus dem Geschlossenen Immobilieninvestment persönlich steuerpflichtig werden und jährliche Steuererklärungen abgeben müssen. Dem steht allerdings der Vorteil gegenüber, dass der Einkommensteuertarif in den meisten Ländern progressiv ist und meist mit Eingangssteuersätzen beginnt, die deutlich unter 25 % liegen. Die Fixkosten für die Erstellung einer ausländischen Abgabenerklärung bringen es aber mit sich, dass eine solche Struktur oft erst ab höheren Veranlagungsbeträgen attraktiv ist. Bei einem geringen Steuersatz im Lagestaat und bei von den Initiatoren meist angebotenen günstigen Pauschalhonoraren für die steuerliche Vertretung im Lagestaat kann die Gesamtbelastung im Bereich der Kapitalertragsteuer auch geringer sein.

*Investitionen in und  
steuerliche Belastung  
aus anderen Staaten*

Bei einigen ausgewählten Ländern kann es gelingen, die Fondsstruktur so zu gestalten, dass nicht der Anleger selbst, sondern eine zwischengeschaltete Gesellschaft die Steuererklärung im Lagestaat abgibt. Dann kommt zwar im Lagestaat der in der Regel höhere

Körperschaftsteuersatz zur Anwendung, aber es entfällt der Verwaltungsaufwand für eine Vielzahl individueller Steuererklärungen. [10]

### 2.3.3 Umsetzung der „Standardstruktur“

*Individuelle Regelung  
der Rechte  
und Pflichten*

Mangels eines detaillierten (und starren) gesetzlichen Rahmens wie bei Offenen Immobilienfonds sind bei Geschlossenen Immobilieninvestments die konkreten Rechte und Pflichten zwischen Anleger und Emittenten bzw. dem Treuhänder im Rahmen der gesetzlich vorgegebenen Vertragsfreiheit individuell zu regeln, wobei sich für grundsätzliche Gestaltungen gewisse Branchenstandards entwickelt haben.

Im Fall des oben vorgestellten KG-Typs werden diese Regelungen (wie z. B. Anlegerrechte auf Information und Mitbestimmung, Abstimmungsverfahren, Mehrheitsbildung für wichtige Entscheidungen wie Veräußerung der Immobilie) im Gesellschaftsvertrag der KG (in Verbindung mit dem Treuhandvertrag) geregelt.

Sollte im Einzelfall eine Wertpapierstruktur gewählt werden (beispielsweise ein Immobiliengewinnschein), so sind diese Bestimmungen in den Wertpapierbedingungen in Verbindung mit dem Gesellschaftsvertrag des Emittenten zu regeln. Hinsichtlich des Inhalts dieser Regelungen gibt es keine gesetzlichen Vorgaben. Natürlich müssen Emittent und Initiator eine ausgewogene Interessensabwägung vornehmen – zwischen den Informations-, Gestaltungs- und Mitspracherechten einzelner Anleger (Treuhandkommanditisten) einerseits und praktikablen Abläufen zur Mehrheitsfindung und zum Management einer Gesellschaft mit vielen Anlegern andererseits.

Aus diesem Spannungsfeld heraus haben sich typische Vertragsstrukturen gebildet, die in den jeweiligen Emissionsprospekten veröffentlicht und zum Teil auch hinsichtlich wesentlicher Bestimmungen kommentiert werden.

## 2.4 Der Prospekt nach Kapitalmarktgesetz

*Gesetzliches Gliederungsschema und Anforderungen für Angebotsprospekte*

Für ein sogenanntes „öffentliches Angebot“ gemäß § 1 KMG ist vor Vertriebsbeginn ein Prospekt entsprechend dem gesetzlichen Gliederungsschema zu erstellen und zu veröffentlichen, sofern

nicht einer der im Gesetz vorgesehenen Ausnahmetatbestände des § 3 KMG greift.

Keine Prospektpflicht liegt vor, wenn sich ein Angebot an weniger als 100 natürliche oder juristische Personen richtet (§ 3 Abs. 1 Z. 14 KMG), oder wenn es erst ab einem Mindestbetrag von € 50.000 pro Anleger (§ 3 Abs. 1 Z. 9 KMG) angeboten wird. [11]

Häufig werden geschlossene Immobilieninvestments einem unbeschränkten Adressatenkreis schon in Zeichnungsbeträgen ab € 5.000 bis € 15.000 angeboten. Die Prospektpflicht nach KMG ist in diesen Fällen gegeben.

Ehestmöglich – jedenfalls aber vor Beginn des öffentlichen Angebots – muss die beabsichtigte Emission nach § 13 KMG beim Emissionskalender angemeldet werden. Dieser wird von der Meldestelle gemäß § 12 KMG (Österreichische Kontrollbank AG) geführt.

Während der Angebotsfrist ist der Prospekt aktuell zu halten, im Falle wesentlicher neuer Umstände, die für die Anlageentscheidung von Bedeutung sind, ist ein Nachtrag zum Prospekt zu erstellen und auf gleiche Weise wie der Prospekt zu veröffentlichen. [12] Die Prospektgültigkeit beträgt maximal ein Jahr, danach wäre bei Weitervertrieb ein neuer Prospekt zu erstellen, zu prüfen und zu veröffentlichen.

In Abhängigkeit von der Rechtsform des Angebots unterscheidet das KMG zwischen Prospekten für Wertpapiere und Veranlagungen.

#### 2.4.1 Prospekt für Wertpapiere

Im Bereich der Geschlossenen Immobilieninvestments kommt diesem Prospektverfahren (noch) keine große Bedeutung zu, da diese aktuell nur vereinzelt als Wertpapiere ausgestaltet sind. Im Hinblick auf Bestrebungen für einen vereinfachten Umgang von Anlageberatern und Anlegern mit Geschlossenen Immobilieninvestments, etwa in Form von Immobiliengewinnscheinen, sollte dieses Prospektverfahren künftig aber häufiger Anwendung finden.

Je nach Wertpapiergattung und sonstigen Besonderheiten des Angebotes sind bestimmte Schemata und Module vorgegebenen, welche die erforderlichen Prospektangaben zum Emittenten und zum Produkt festlegen. [13] Dieses System, welches seit 2005 in Kraft ist, hat die zuvor geltenden Prospekte nach KMG-Schema A (für Aktien und ähnliche Wertpapiere) und nach KMG-Schema B (für Anleihen und ähnliche Wertpapiere) ersetzt.

*Geringe, aber steigende Bedeutung in der Ausgestaltung als Wertpapier*

*Genehmigung des Prospektes durch FMA*

Für die Zulassung von Wertpapierprospekten gilt seit Umsetzung der EU-Prospektrichtlinie ein besonderes Verfahren: Wertpapierprospekte sind nach § 8a KMG von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) zu „billigen“ (d.h. zu genehmigen). Im Zuge dieses Billigungsverfahrens hat die FMA die Vollständigkeit, Kohärenz und Verständlichkeit des Prospekts zu beurteilen. Erst nach Billigung durch die FMA darf der Prospekt veröffentlicht und das Angebot unterbreitet werden.

Dieses EU-weit harmonisierte System für Wertpapierprospekte ermöglicht es, ein Produkt leichter auch länderübergreifend anzubieten.

#### 2.4.2 Prospekt für Veranlagungen

Das KMG definiert in § 1 Abs. 1 Z. 3 Veranlagungen als Vermögensrechte, über die keine Wertpapiere ausgegeben werden. Die typische Erscheinungsform geschlossener Immobilieninvestments – der treuhändig gehaltene Kommanditanteil – ist KMG-rechtlich eine Veranlagung.

#### 2.4.3 Prospektinhalte nach KMG

*Erstellung nach Schema C und D des KMG*

Das System der Prospekterstellung für Veranlagungen wurde durch die EU-Prospektrichtlinie nicht verändert. Prospekte für Veranlagungen sind gemäß § 7 Abs. 8 KMG weiterhin nach Schema C des KMG zu erstellen. Prospekte für Veranlagungen genießen keine EU-weite Gültigkeit, sondern berechtigen nur zum Vertrieb in Österreich.

Wenn es sich bei der angebotenen Veranlagung um eine sogenannte „Veranlagungsgemeinschaft in Immobilien“ im Sinne von § 14 KMG handelt, die vorliegt, wenn „[...] Veranlagungen von Emittenten ausgegeben werden, die mit dem investierten Kapital direkt oder indirekt nach Zweck oder tatsächlicher Übung überwiegend Erträge aus der Überlassung oder Übertragung von Immobilien an Dritte erwirtschaften“, dann ist der Prospekt zusätzlich um die Angaben nach Schema D des KMG zu ergänzen.

*Prospektinhalte für Immobilien-Veranlagung*

Ein Prospekt nach Kapitalmarktgesetz für eine Immobilien-Veranlagung besteht daher regelmäßig aus folgenden Elementen:

- eine vorangestellte Zusammenfassung, die kurz und in allgemein verständlicher Sprache die wesentlichen Merkmale und Risiken nennt

- häufig auch vorangestellte ausführliche Risikohinweise
- die Angaben nach Schema C des KMG zum Emittenten und zur Veranlagung
- die ergänzenden immobilienpezifischen Angaben nach Schema D des KMG
- die Unterfertigung durch den Emittenten
- der Kontrollvermerk des Prospektkontrollors
- Anlagen (wie beispielsweise wesentliche Verträge oder Jahresabschlüsse)

#### 2.4.4 Prospektkontrolle

Das nur für Wertpapierprospekte vorgesehene Billigungsverfahren bei der FMA wird bei Veranlagungsprospekten durch das System der „Prospektkontrolle“ nach § 8 Abs. 2 KMG ersetzt, wobei auch hier nach § 14 KMG Zusatzaufgaben für Immobilienveranlagungen bestehen.

*Prospektkontrollor prüft auf Richtigkeit und Vollständigkeit*

Prospekte für Veranlagungen sind nach ihrer Erstellung durch den Emittenten von einem Prospektkontrollor gemäß § 8 Abs. 2 KMG zu prüfen. Prospektkontrolloren können grundsätzlich sein:

- Genossenschaftliche Prüfungsverbände und die Prüfungsstelle des Sparkassen-Prüfungsverbandes
- Wirtschaftsprüfer (mit einer bestimmten Mindest-Haftpflichtversicherungssumme)
- Kreditinstitute (mit bestimmten Mindest-Eigenmitteln)

Für Immobilienveranlagungen bestimmt § 14 Z. 2 KMG, dass nur Wirtschaftsprüfer und Kreditinstitute zur Prospektkontrolle befugt sind, und dass die Mindest-Haftpflichtversicherungssumme bzw. die Mindest-Eigenmittel € 18,2 Mio. betragen müssen.

In der Praxis werden häufig Wirtschaftsprüfer zu Prospektkontrolloren bestellt. Vor allem bei kleineren Emissionen oder Tranchen für den österreichischen Markt sind die meist nicht unbeträchtlichen Kosten für die Haftpflichtversicherung des Prospektkontrollors zu berücksichtigen. Bei banknahen Initiatoren Geschlossener Immobilieninvestments ist bei einer angestrebten Prospektkontrolle durch eine Konzerngesellschaft auf Ausschlussgründe zu achten.

*Wirtschaftsprüfer als Prospektkontrolloren*

Prüfungsmaßstäbe des Prospektkontrollors sind nach § 8 Abs. 2 KMG die Richtigkeit und Vollständigkeit des Prospekts. Wenn während der Angebotsfrist Umstände auftreten, die einen Nachtrag zum

Prospekt erforderlich machen, dann ist dieser Nachtrag ebenso wie der Prospekt zu kontrollieren, vom Prospektkontrollor zu unterfertigen und zu veröffentlichen.

#### 2.4.5 Prospektveröffentlichung

*Hinterlegung des  
Fondsprospekts bei der  
Meldestelle*

Nach Unterfertigung des Prospekts durch den Prospektkontrollor ist der Prospekt (wie auch alle etwaigen Nachträge) bei der sogenannten „Meldestelle“ zu hinterlegen und zu veröffentlichen. Meldestelle gemäß § 12 KMG ist die Oesterreichische Kontrollbank AG.

Die Veröffentlichung des Prospekts erfolgt meist durch eine Anzeige im Amtsblatt zur Wiener Zeitung (mit Hinweis auf die Bezugsquellen für den Prospekt), wobei § 10 KMG mittlerweile auch eine Veröffentlichung im Internet zulässt.

### 2.5 Rechenschaftsbericht

*Jährlicher Rechen-  
schaftsbericht*

Für Immobilienveranlagungen bestimmen § 14 Z. 4 und 5 KMG, dass jährlich (bis spätestens 30. Juni des Folgejahres) ein Rechenschaftsbericht nach Schema E des KMG zu erstellen ist. Dieser Rechenschaftsbericht ist von einem Abschlussprüfer zu prüfen, mit einem Bestätigungsvermerk zu versehen und anschließend nach denselben Vorschriften wie ein Emissionsprospekt (gemäß § 10 KMG) zu veröffentlichen.

### 3 Marktteilnehmer und Volumina

In der anschließenden Marktanalyse werden nur Emissionen erfasst, die im Rahmen eines öffentlichen Angebotes vertrieben werden.

#### 3.1 Marktvolumina

Unter den oben getroffenen Abgrenzungskriterien des österreichischen Marktes für Geschlossene Immobilieninvestments ergeben sich folgende, in Abbildung 4 dargestellte Platzierungsvolumina (alle Beträge in € Mio.). [14]

	1. HJ 2011 <sup>1</sup>	2010 <sup>2</sup>	2009	2008
Platzierte Volumina	10,0	57,1	9,9	31,5

1) Schätzung

2) geföX schätzt in einem auf der Homepage veröffentlichten Beitrag vom 13. 4. 2011, dass das Volumen im Falle einer Berücksichtigung von Bauherrenmodellen in KG-Form und Genussscheinbeteiligungen um rund € 250 bis € 300 Mio. steigen würde.

Quelle: geföX, WM Maierhofer AG, eigene Recherche

Diese im Vergleich zu den deutschen Platzierungsergebnissen ernüchternden Zahlen spiegeln das aktuelle Schattendasein der Geschlossenen Immobilieninvestments am österreichischen Anlagemarkt wider. Für den Gesamtmarkt für Geschlossene Fonds (alle Assetklassen wie Immobilien, Schiffe, Flugzeuge, Infrastruktur, Private Equity, Energie/Umwelt, Lebensversicherungen und Mischfonds) werden folgende Beträge ausgewiesen (vgl. Abbildung 5 auf der nächsten Seite). [15]

Die für Deutschland veröffentlichte Statistik des VGF Verband Geschlossener Fonds weist dagegen beispielsweise für 2010 € 5.840 Mio. für den Gesamtmarkt bzw. € 2.343 Mio. für Geschlossene Immobilienfonds aus, davon € 1.620 Mio. für deutsche Immobilien und € 723 Mio. für Auslandsimmobilien. [16]

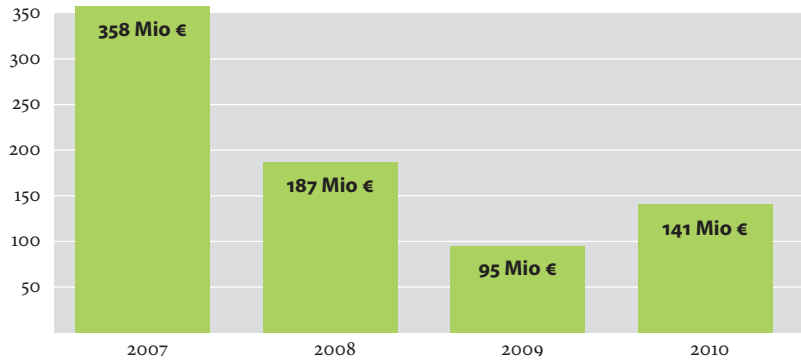
Ein Grund für die geringen Beträge in Österreich mag die wesentlich längere Tradition Geschlossener Fonds in Deutschland und die üblicherweise damit verbundene Akzeptanz in einer breiten Anlegerschicht sein. Um jedoch die – von den üblicherweise bei Vergleichen zwischen Österreich und Deutschland angenommen Größenverhältnissen von 1:10 bis 1:20 – extrem abweichenden Relationen zu erklären, muss vor allem auch die unterschiedliche

*Geringe und stark schwankende Anlagevolumina*

*Abb. 4:  
Platzierungsvolumina bei Geschlossenen Immobilieninvestments*

*Steuerliche Unterschiede zu deutschen Fonds*

Abb. 5: Platzierungsvolumina bei Geschlossenen Fonds  
Quelle: geföX



Besteuerung diverser Anlageformen in Deutschland und Österreich reflektiert werden. Vor allem die österreichische „KESt-Endbesteuerung“ für eine Vielzahl von Konkurrenz- und Substitutionsprodukten mit einer pauschalen Abgeltungswirkung für alle relevanten Steuern sowie eine grundsätzliche Befreiung von der Angabe der Erträge in Steuererklärungen ist im Vorteilhaftigkeitsvergleich zu berücksichtigen. Bei einer nicht zu unterschätzenden Anzahl von potenziellen Anlegern wird bei KG-Strukturen die relative Attraktivität Geschlossener Fonds durch die Pflicht zur Abgabe einer Einkommensteuererklärung reduziert.

Bei grenzüberschreitenden Investitionen, beispielsweise bei deutschen oder niederländischen Immobilien, erhöht sich der Aufwand noch um allfällige Kosten für die ausländische Veranlagung, auch wenn bei gleichzeitiger Freistellung [17] der Einkünfte in Österreich die jeweiligen Lagestaaten geringe Pauschalbesteuerungen oder günstige Eingangssteuersätze bieten.

Bei als entscheidungsrelevant wahrgenommenen Steueranreizen – wie einer Verminderung der Bemessungsgrundlage durch Abschreibungen oder Zinsaufwand, Investitionsanreizen bei Bauherrenmodellen oder bei steuerfreier Veräußerung nach Ablauf der 10-jährigen Spekulationsfrist – wird dieser Verwaltungsaufwand als Voraussetzung für die Inanspruchnahme eines Steuervorteils leichter akzeptiert.

Zu einem wesentlich erweiterten Anlegerkreis sollen Gewinnscheinfonds führen, deren Anteile ebenfalls eine KESt-Endbesteuerung unterliegen.

### 3.2 Marktteilnehmer

In den letzten Jahren waren am österreichischen Markt vor allem die in Abbildung 6 dargestellten Initiatoren aktiv. [18]

*Wenige aktive  
Initiatoren am Markt*

	2010	2009	2008
Immovation	1,6	0,8	3,0
Lloyds Fonds Austria	7,0	0,6	13,0
MPC Capital	8,5	5,5	15,9
Shedlin Capital	31,2	5,0	—
Wertinvest	3,1	3,9	—
United Investors	1,6	3,0	—

*Abb. 6: Fonds-  
initiatoren und -inita-  
toren im Überblick  
(alle Beträge in € Mio.)*

*Quelle: geföX*

Im ersten Halbjahr 2011 wurden die in Abbildung 7 dargestellten Geschlossenen Immobilieninvestments bzw. Fondprodukte am österreichischen Markt von folgenden Anbietern öffentlich angeboten: [19]

*Abb. 7: Aktuelle Ange-  
bote bei Geschlos-  
senen Immobilien-  
investments ▼*

Initiator	Fonds	Zielregion	Mindest- zeichnung
BVT	Ertragswertfonds 6	Deutschland	€ 50.000
Industrifinans	Berlin Selektion 2	Deutschland	€ 50.000
Immovation	Immobilien Handel 3	Deutschland	€ 10.000
Hesse Newman	Classic Value (Dt. Bahn AG)	Deutschland	€ 50.000
Hannover Leasing	Substanzwerte Deutschland 6	Deutschland	€ 10.000
Habona Invest	Einzelhandel Fonds 2	Deutschland	€ 5.000
Hesse Newman	Classic Value	Deutschland	€ 20.000
Immofinans	Berlin Selction 02	Deutschland	€ 15.000
Immovation Austria	Immovation AG 3. KG Austria	Deutschland	€ 10.000
Immovation Austria	Immovation Genussrecht 2. Tr.	Deutschland	€ 5.000
Lloyd Fonds	Holland Utrecht	Niederlande	€ 50.000
MPC Capital	Indien 2	Indien	€ 10.000
MPC Capital	Holland 72	Niederlande	€ 10.000
Premium	Wohnportfolio D22	Deutschland	€ 50.000

Initiator	Fonds	Zielregion	Mindestzeichnung
Shedlin Capital	Latin America Property 1	Lateinamerika	€ 10.000
Shedlin Capital	Chinese Property 1	China	€ 15.000
Shedlin Capital	Middle East Health Care 2	VAE	€ 10.000
Signa	Fonds 13 The Cube	Deutschland	€ 10.000
United Investors	Deutsche S&K Sachwerte	Deutschland	€ 15.000

Quelle: geföX, WM Maierhofer AG, eigene Recherche

*Dominanz deutscher  
Initiatoren*

Der österreichische Markt Geschlossener Immobilieninvestments wird gemäß der vorgenommenen Marktdefinition eindeutig von Emissionen deutscher Initiatoren geprägt. Inländische Initiatoren bieten aktuell eher kleine Emissionen bzw. Immobilienprodukte wie Bauherrenmodelle oder Vorsorgewohnungen an, die nicht in dieser Marktbetrachtung erfasst sind.

Als Emissionen österreichischer Initiatoren können die Angebote der Premium Immobilien AG („Wohnportfolio D22“) und allenfalls der deutsch-österreichischen Signa-Gruppe („SIGNA 13 – The Cube“) bezeichnet werden.

*Teilvertrieb in Deutsch-  
land und Österreich*

Nach zeitweilig auch ausschließlich für den österreichischen Markt konzipierten Angeboten handelt es sich bei den aktuellen Produkten deutscher Initiatoren in den meisten Fällen um Emissionen, bei denen neben dem Vertrieb in Deutschland gesonderte Tranchen für österreichische Anleger strukturiert und vertrieblich aufbereitet werden (u. a. als Markterweiterungsstrategie des Initiatoren). So hat Hannover Leasing den Fonds „Substanzwerte Deutschland 6“ ergänzend zum Vertrieb in Deutschland auf den österreichischen Markt gebracht.[20] Umgekehrt vertreibt beispielsweise MPC Capital den mit einem Emissionsvolumen von € 6,3 Mio. ursprünglich ausschließlich für Österreich konzipierten „Holland 72“ auch in Deutschland. Das Platzierungsvolumen des „Holland 72“ in Österreich wird mit weniger als 50 % angegeben. [21]

Für die auch in Österreich angebotenen Beteiligungen an Geschlossenen Immobilienfonds sind bei Mindestzeichnungsbeträgen unter € 50.000 – auch in Ergänzung zu allfälligen Emissionsprospekten nach deutschem Recht – eigene KMG-Prospekte nach dem österreichischen Kapitalmarktgesetz (KMG) zu erstellen.

Bei sogenannten „Private Placements“ mit einer Mindestbeteiligung ab € 50.000,- werden die Vertriebsunterlagen für den

deutschen Markt zumindest um die abweichenden Produkteigenschaften in Österreich – wie insbesondere die Besteuerung bei Privatanlegern oder Privatstiftungen – ergänzt.

Im Investitionsfokus der in Österreich angebotenen Emissionen steht aktuell an erster Stelle der deutsche Immobilienmarkt, vorwiegend das Segment Büroimmobilien, vereinzelt auch Wohnen. An zweiter Stelle befinden sich geschlossene Immobilienfonds mit holländischen Büroimmobilien. Andere Lagestaaten wie beispielsweise die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) bilden aktuell eher vereinzelte Ausnahmen. [22] Die Bank Austria Real Invest emittierte in den Jahren 2000 bis 2005 Geschlossene Immobilieninvestments für den österreichischen Markt mit Immobilien in Tschechien, Polen und der Slowakei mit Fondsvolumina zwischen jeweils rund € 15 Mio. bis € 30 Mio. [23]

Aktuell finden Geschlossene Immobilieninvestments mit Objekten in CEE- oder SEE-Regionen kaum ausreichende Nachfrage für eine neuerliche Emission. [24]

### 3.3 Vertrieb

Die Geschlossenen Immobilieninvestments werden über eigene Vertriebseinheiten, Banken, Vertriebsorganisationen (Plattformen) und unabhängige Vermögensberater platziert. Von rund zwei Drittel der Initiatoren wurden Kooperationen mit der WM Maierhofer AG gemeldet, rund 43 % gaben die Nova Invest als Vertriebspartner an.[25] Das Angebot Signa 13 – The Cube wird in Österreich über die UniCredit Bank Austria angeboten.

*Unterschiedliche  
Vertriebswege*

## 4 Aktuelle und künftige Herausforderungen bei Geschlossenen Immobilieninvestments

*Steigerung der Akzeptanz und Attraktivität notwendig*

Betrachtet man die vergleichsweise geringen Platzierungsvolumina in Österreich, muss der Steigerung von Akzeptanz und Attraktivität Geschlossener Immobilieninvestments bei einer breiteren Zielgruppe Priorität beigemessen werden.

Bei vielen privaten Anlegern und Anlageberatern führt die – vor allem im Vergleich zu bekannten endbesteuerten Anlageprodukten – komplex erscheinende und aufwendigere Struktur von Geschlossenen Immobilieninvestments zu Vorbehalten. Großen Anteil daran hat die jährlich zu erstellende Einkommensteuererklärung in Österreich und allenfalls in einem ausländischen Lagestaat, was neben zusätzlichen Kosten auch zu emotionalen Barrieren führen kann. Daher ist eine Vereinfachung bereits bei der Zeichnung und vor allem bei der laufenden Verwaltung anzustreben. Ein denkbarer Vereinfachungsansatz für Anleger, den jeder Initiator weitgehend autonom prüfen bzw. umsetzen kann, ist die Emission von Geschlossenen Immobilieninvestments in Form endbesteuerter Immobiliengewinnscheine.

Eine wesentliche Zielgruppe geschlossener Immobilieninvestments sind Privatstiftungen, die einen erheblichen Anteil des Vermögens der Stifter verwalten. Das Entscheidungs- und Anlageverhalten sowie die Ausweispflichten von Privatstiftungen gleichen eher jenen von institutionellen Investoren als von privaten Anlegern. Um die Akzeptanz von Geschlossenen Immobilieninvestments bei Privatstiftungen zu erhöhen, müsste den dort oft höheren Anforderungen an das Reporting (Intervalle, Informationsdichte und -aufbereitung) sowie Wünschen nach kürzeren Bewertungsintervallen entsprochen werden.

*Fungibilität über Zweitmarkt*

Ein Kernthema stellt ferner die eingeschränkte Fungibilität der Anteile an Geschlossenen Immobilieninvestments dar. Abhilfe könnte hier vor allem ein funktionierender Sekundärmarkt schaffen. Zumindest bei den nur für den österreichischen Markt erfolgten Emissionen besteht wegen der zu geringen Volumina voraussichtlich aber kaum Aussicht auf eine diesbezügliche, zeitnahe Realisierung.

Letztlich führen Berichte über Geschlossene Immobilieninvestments, die oft durch die Krise, aber auch durch zu optimistische Pla-

nungen und ambitionierte Investitionen in Schieflage geraten sind, zu einem Vertrauensverlust vieler Anleger in diese Assetklasse. Ob dieses Vertrauen mittelfristig wieder gewonnen werden kann, wird vom Umgang der Emittenten mit den Problemfällen, deren zeitnahe Lösung und nicht zuletzt von einer professionellen Kommunikation der Initiatoren gegenüber Kunden und Öffentlichkeit abhängen.

## 5 Zusammenfassung und Ausblick

### *Vernachlässigung der Vehikel in Österreich*

Geschlossene Immobilieninvestments sind in Österreich mit jährlichen Platzierungsvolumina von rund € 10 Mio. bis € 60 Mio. im Vergleich zu Deutschland stark unterrepräsentiert. Ein hoher Anteil der Angebote stammt von deutschen Initiatoren, die den Absatz von primär in Deutschland zur Zeichnung aufgelegten Geschlossenen Immobilieninvestments auf den österreichischen Markt ausweiten. Einige der Initiatoren haben sich inzwischen wegen der geringen Absatzzahlen und den – vor allem bei öffentlichen Angeboten mit KMG-Prospekten – relativ hohen Kosten wieder aus dem österreichischen Markt zurückgezogen.

Hinsichtlich der Investitionsstrategie der aktuellen Angebote ist regionaler Schwerpunkt eindeutig Deutschland, gefolgt von den Niederlanden, vereinzelte exotisch anmutende Standorte wie die Vereinigten Arabischen Emirate oder China ergänzen das Angebot. Was die Nutzungsart betrifft, liegt der Fokus weiterhin auf Bürogebäuden, wobei das Angebot an Fonds mit Wohnimmobilien wegen der hohen Nachfrage nach sicheren Immobilien weiterhin stark steigt. Fonds mit Handelsimmobilien bilden aktuell eher die Ausnahme.

Sieht man von Bauherrenmodellen und Vorsorgewohnungen als eigene Form der Immobilienanlage ab, erfolgt die Emission von Geschlossenen Immobilieninvestments überwiegend als steuerlich transparente GmbH & Co KG. Die Vorzüge dieser Fondsstruktur liegen in der Möglichkeit, steuerliche Vorteile durch geringe Bemessungsgrundlagen in den Anfangsjahren, günstige Tarife bei Auslandsfonds und eine steuerfreie Veräußerung nach Ablauf der Spekulationsfrist zu erzielen. Dem steht ein – im Vergleich zu bekannten und endbesteuerten Anlagen – relativ hoher Aufwand durch laufende Steuererklärungen in Österreich, bei Auslandsfonds auch im Lagestaat, gegenüber, was die Akzeptanz bei vielen potenziellen Anlegern einschränkt.

### *Akzeptanz bei breiteren Anleger- schichten notwendig*

Um die Platzierungsvolumina signifikant zu erhöhen, müssten breitere Anlegerschichten angesprochen werden. Bei privaten Anlegern könnte dies durch einfachere Fondsstrukturen erfolgen. Anlegern, die keinen ausgeprägten Wert auf eine steuerlich optimierte Struktur legen, sondern eher eine nicht aufwendige Verwaltung anstreben, könnten vermehrt endbesteuerte Immobiliengewinn-

scheinfonds angeboten werden. Um zusätzliche Privatstiftungen als Zeichner von Geschlossenen Immobilieninvestments zu gewinnen, müssten vor allem das Reporting und die Bewertungssystematik an den Anforderungen institutionell agierender Privatstiftungen ausgerichtet werden.

## Referenzen

- [1] Gemäß § 20 des Immobilien-Investmentfondsgesetzes (ImmoInvFG) darf die Bezeichnung „Immobilienfonds“ nur für Offene Immobilienfonds verwendet werden. In diesem Beitrag wird daher die Bezeichnung „Geschlossenes Immobilieninvestment“ verwendet.
- [2] § 1 ImmoInvFG verwendet den Begriff „Immobilienfonds“ zur Definition des von einer Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft verwalteten Sondervermögens.
- [3] Vgl. aber VwGH 2006/17/0006 vom 7.10.2010, nach dem die Ausgabe von Genussrechten im Sinne des § 174 AktG, soweit sie nicht zur Finanzierung der eigenen (operativen) Geschäftstätigkeit dient, sondern nur zur Verwaltung/Weiterveranlagung von Anlegergeldern in eigenen Rechenkreisen, ein Bankgeschäft im Sinne des § 1 Abs. 1 Z. 1 BWG ist und somit der Emittent eine entsprechende Konzession benötigt.
- [4] § 1 (3) ImmoInvFG
- [5] Vgl. beispielsweise das Spezialfondsgesetz in Luxemburg (SIF).
- [6] Ob die direkte Zeichnung von Anteilen an derartigen Immobilienspezialfonds durch eine Privatstiftung zulässig ist, wird im Einzelfall zu klären sein, wobei in der konkreten Investitionsentscheidung auch steuerliche Gesichtspunkte abzuwägen sind.
- [7] Das Bundesgesetz über Immobilienfonds (Immobilien-Investmentfondsgesetz – ImmoInvFG) BGBl I 2003/80 trat am 1.9.2003 in Kraft.
- [8] Eine Beschreibung des steuerlichen Konzeptes und der steuerlichen Behandlung des Anlegers ist üblicherweise in den Emissionsunterlagen des konkreten Immobilieninvestments enthalten.
- [9] Der Progressionsvorbehalt wirkt sich auf den Steuersatz aus, der – vereinfacht ausgedrückt – auf die nicht befreiten Einkünfte anzuwenden ist. Bestimmende Faktoren für den Effekt des Progressionsvorbehaltes sind die Höhe des Einkommens und die Höhe der befreiten Einkünfte.
- [10] Beispielsweise bei den Geschlossenen Immobilieninvestments der Bank Austria Real Invest mit Immobilien in Tschechien oder der Slowakei.
- [11] Die Änderungsrichtlinie Nr. 2010/73/EU zur Prospektrichtlinie Nr. 2003/71/EG, die im Dezember 2010 im EU-Amtsblatt veröffentlicht wurde und binnen 18 Monaten von den Mitgliedstaaten umzusetzen ist, sieht eine Änderung dieser Grenzen auf weniger als 150 Personen bzw. ab € 100.000 Mindestbetrag pro Anleger vor, eine diesbezügliche Anpassung des österreichischen KMG ist daher bis Juni 2012 zu erwarten.
- [12] Eine Prüfung auf allfällige Ergänzungspflichten wäre beispielsweise bei Blind-Pool-Konzepten im Fall von Investitionen während der Platzierungsfrist geboten.
- [13] Der Prospekt für Wertpapiere ist gemäß § 7 Abs. 8 KMG nach der ProspektVO (EG) Nr. 809/2004 zu erstellen. Diese Durchführungsverordnung zur EU-Prospektrichtlinie (ProspektRL 2003/71/EG) sieht ein modulares System vor.
- [14] Alle Marktinformationen wurden den Homepages von geföX ([www.gefoex.at](http://www.gefoex.at)) und WM Maierhofer AG ([www.wm-ag.at](http://www.wm-ag.at)) entnommen. Die geföX-Marktdaten beruhen auf einer jährlichen Anfrage an die Initiatoren, wobei nicht alle Initiatoren teilnehmen. Die geföX-Redaktion hat Ergänzungen und Schätzungen vorgenommen.
- [15] Quelle: geföX
- [16] Quelle: Verband Geschlossener Fonds (VGF) – vgl. dazu den Online-Beitrag von geföX vom 11.02.2011, der auch die unterschiedlichen Erhebungsmethoden beschreibt.
- [17] Die Steuerfreistellung ist in den Doppelbesteuerungsabkommen in der Regel mit einem Progressionsvorbehalt in Österreich verbunden, enthebt den Anleger somit regelmäßig nicht von der Erstellung einer Steuererklärung und führt zu einer Erhöhung des Durchschnittssteuersatzes für das steuerpflichtige Einkommen. Soweit das jeweilige Doppelbesteuerungsabkommen die Anrechnungsmethode vorsieht, werden ausländische Tarifvorteile im Zuge der österreichischen Besteuerung wieder neutralisiert, so z. B. bei US-Immobilienfonds.
- [18] Quelle: geföX. Die Platzierungsbeträge einzelner Initiatoren enthalten eventuell auch Geschlossene Fonds aus anderen Segmenten (u. a. Schiffe, Flugzeuge, Private Equity), somit bestehen statistische Differenzen zwischen den Summen der Platzierungsergebnisse einzelner Initiatoren und dem Gesamtergebnis der Geschlossenen Immobilieninvestments. Die Angaben sind ohne Gewähr für Vollständigkeit.
- [19] Quelle: geföX unter der Homepage [www.gefoex.at](http://www.gefoex.at) und WM Maierhofer AG unter der Homepage [www.wm-ag.at](http://www.wm-ag.at).

- [20] Vgl. geföX – 27. Januar 2011
- [21] Vgl. geföX – 20. Juli 2011
- [22] Geschlossene Immobilieninvestments mit US-amerikanischen, kanadischen und einigen anderen in Deutschland üblichen Lagestaaten werden in Österreich kaum angeboten, da die Doppelbesteuerungsabkommen zwischen Österreich und diesen Staaten in Abweichung von Deutschland keine Freistellungsmethode, sondern die Anrechnungsmethode vorsehen, und insofern günstige Besteuerungen im Lagestaat im Zuge der österreichischen Besteuerung wieder neutralisiert werden.
- [23] Eine persönliche Steuerpflicht der Anleger in den Lagestaaten wurde vermieden, da z. B. durch die beschränkte Haftung der Gesellschafter an der österreichischen GmbH & Co KG diese in Tschechien als Körperschaft qualifiziert und somit die GmbH & Co KG zur Körperschaftsteuer veranlagt wurde.
- [24] Vgl. geföX zur zurückgezogenen Emission eines Prag-Fonds der Erste Bank Group.
- [25] Vgl. geföX Marktstudie 2009/2010 – Geschlossene Fonds in Österreich.

## Über den Autor



**Gerhard Dreyer** (\*1959 in Wiener Neustadt) legte 1978 seine Matura an der HTL Wiener Neustadt ab und war danach bis 1982 bei der *ERGO Vermögensberatung* in Wien tätig. Anschließend wechselte er zur *IMMORENT GmbH*, wo er für die Konzeption von Beteiligungsmodellen im Immobilien- und Energiebereich sowie für Leasingprojekte tätig war. 1989 wurde Dreyer zum Abteilungsleiter für den Bereich Sonderfinanzierungen bei der Österreichischen Leasing GmbH (heute UniCredit Leasing) in Wien bestellt, seit 1993 ist Gerhard Dreyer Geschäftsführer der *M·A·I·L Finanzberatung GmbH* in Wien und führt die Bereiche Rechnungswesen & Controlling, Personal, Recht, Beteiligungs-, Leasing und Immobilienmodelle.

2004 folgte der Zusammenschluss der M·A·I·L Finanzberatung mit der Bank Austria Treuhand GmbH zur *Bank Austria Real Invest Gruppe*.

Seit 2003 ist Gerhard Dreyer in der Geschäftsführung der Bank Austria Real Invest GmbH tätig, der er seit 2004 als Vorsitzender vorsteht, und Aufsichtsrat der *Bank Austria Real Invest Immobilien-Kapitalanlage GmbH*. Im Unternehmensverbund der Bank Austria und UniCredit-Gruppe war Dreyer außerdem zwischen 1998 und 2000 Vorstand der *CA-Drei-Banken-Beteiligungsfonds AG*, von 1999 bis 2005 Geschäftsführer der Real Invest Vermögensberatungs GmbH und von 2000 bis 2006 Geschäftsführer der Real Invest Immobilien GmbH.

Die Bank Austria Real Invest GmbH hält eine Bankkonzession und ist in der UniCredit Bank Austria Gruppe für das Geschäftsfeld „Gemanagte Immobilienveranlagungen“ zuständig.

# **AIFM-Richtlinien: Auswirkungen für Offene Immobilienfonds nach dem Investmentgesetz**

Dr. Ulrich Nack  
Geschäftsführer,  
LaSalle Investment Management KAG

*Die Alternative Investment Fund Manager Richtlinie (AIFMD) wurde im Juli 2011 durch die EU verabschiedet und dient dem Schutz institutioneller Anleger und der Reduktion systemischer Risiken der Finanzmärkte, unter anderem durch Hedgefonds. Die Richtlinie betrifft alle Fonds, die nicht durch OGAW reguliert sind (sogenannte „Nicht-OAGW“-Fonds), mithin auch Offene Immobilienfonds, die bereits durch das InvG bzw. das ImmoInvFG geregelt sind.*

*Nachfolgend werden die Auswirkungen der AIFM-Richtlinie auf Offene Immobilienfonds kritisch diskutiert und dargestellt; ferner enthält der Beitrag Überlegungen zur Effizienz von Verwaltungsmaßnahmen für Randbereiche des Wirtschaftslebens.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	353
<b>2</b>	<b>Inhalte der AIFM-Richtlinie</b>	354
2.1	Adressaten der AIFMD	354
2.2	Offene Immobilienfonds als Teil der AIFM	355
2.3	Regelungen des Anlegerschutz- und Funktions- verbesserungsgesetzes	357
<b>3</b>	<b>Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie</b>	358
3.1	Zulassung	358
3.2	Verhaltensregeln	358
3.3	Organisatorische Anforderungen	359
3.4	Verwahrstelle	359
<b>4</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	360
	<b>Referenzen</b>	362
	<b>Über den Autor</b>	363

## 1 Einleitung

Über die rechtlichen und administrativen Auswirkungen der AIFM wurde bereits viel gesagt. Nachfolgender Beitrag beschränkt sich daher darauf, welche ökonomischen Konsequenzen die Richtlinie voraussichtlich für die Offenen Immobilienfonds nach dem Investmentgesetz haben wird.

*Ökonomische  
Konsequenzen der  
AIFM für Offene  
Immobilienfonds*

Am 5. 7. 2011 wurde die AIFM-Richtlinie im Amtsblatt der Europäischen Union verkündet. Mit der Richtlinie zur Regulierung von Managern sogenannter alternativer Investmentfonds („AIFM-Richtlinie“) unterwirft die Europäische Union die Fondsbranche einer *„einheitlichen Regulierung und Aufsicht mit dem Ziel, hierdurch den Schutz institutioneller Anleger zu verbessern und systemische Risiken der Finanzmärkte zu reduzieren“* [1].

Die AIFM-Richtlinie stellt einen sicherlich wohlgemeinten Versuch der Politik dar, Krisen in der Finanzindustrie zum Wohl der Allgemeinheit abzufedern. Politisch geht die AIFM insbesondere auf Gespräche von Bundeskanzlerin Angela Merkel mit dem französischen Staatspräsidenten Nicolas Sarkozy im Rahmen der G20-Verhandlungen nach der Wirtschaftskrise im Jahr 2008 zurück [2].

## 2 Inhalte der AIFM-Richtlinie

### *Artikel 1 der AIFMD*

Im Rahmen eines umfassenden Verständnisses werden zunächst die Inhalte der AIFM kritisch analysiert und dann deren Auswirkungen auf Offene Immobilienfonds dargestellt. In Artikel 1 der AIFM heißt es:

*„(1) Die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) verwalten einen erheblichen Teil aller Anlagen in Europa, sind in beträchtlichem Umfang am Handel mit Finanzinstrumenten beteiligt und können die Märkte und Unternehmen, in die sie investieren, erheblich beeinflussen.*

*(2) Auch wenn die Märkte, auf denen AIFM operieren, zumeist von deren Tätigkeit profitieren, haben die jüngsten Schwierigkeiten auf den Finanzmärkten doch gezeigt, wie die Geschäfte von AIFM auch dazu beitragen können, Risiken über das Finanzsystem zu verbreiten oder zu verstärken. Unkoordinierte nationale Maßnahmen erschweren ein wirksames Management dieser Risiken. Um in Bezug auf diese Risiken und deren Folgen für Anleger und Märkte in der Gemeinschaft ein kohärentes Vorgehen zu gewährleisten, sollen in dieser Richtlinie gemeinsame Anforderungen für die Zulassung und Beaufsichtigung von AIFM festgelegt werden.“ [3]*

### 2.1 Adressaten der AIFMD

#### *Hedgefonds als Adressaten der AIFMD*

Gemeint waren als Adressaten der AIFM vor allen Dingen die sogenannten Hedgefonds, also eine spezielle Art von Investmentfonds, die durch eine spekulative Anlagestrategie gekennzeichnet sind. Hedgefonds bieten die Chance auf sehr hohe Renditen und tragen entsprechend ein hohes Risiko. Typisch für Hedgefonds ist der Einsatz von Derivaten und Leerverkäufen; außer zur Spekulation können diese Instrumente aber auch zur Absicherung (Hedging) verwendet werden, daher rührt auch die eigentlich irreführende Bezeichnung. Außerdem versuchen Hedgefonds über Fremdfinanzierung eine höhere Eigenkapitalrendite zu erwirtschaften (sog. Hebel- oder Leverage-Effekt). [4]

Der Anwendungsbereich der AIFM soll sich auf alle Fonds erstrecken, die nicht im Rahmen der sogenannten OGAW-Richtlinie geregelt sind. OGAW ist die Abkürzung für „Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren“ (französisch: OPVCM für „Organisme de placement collectif en valeurs mobilières“; englisch: „UCITS für Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities“). Im europäischen Rechtsrahmen versteht man darunter Investmentfonds, die in gesetzlich definierte Arten von Wertpapieren und anderen Finanzinstrumenten investieren (sogenannte Wertpapierfonds). [5] Insgesamt beläuft sich das Volumen der OGAW-Fonds auf ca. € 5,2 Billionen. Die Fonds, die der AIFMD unterliegen, summieren sich auf ein Volumen von ca. € 1,7 Billionen. [6]

*Fonds außerhalb der OGAW-Richtlinie mit einem Volumen in Höhe von € 1,7 Bio.*

## 2.2 Offene Immobilienfonds als Teil der AIFM

Die offenen Immobilienfonds nach dem Investmentgesetz werden durch die AIFM geregelt, weil sie nicht zu den sogenannten OGAWs zählen. Damit gehören sie zu den Fonds, die nach dem politischen Willen einer Regulierung unterzogen werden sollen. Da die Offenen Immobilienfonds andererseits durch das Investmentgesetz schon hochgradig reguliert sind, könnte man es als Betriebsunfall der Verwaltung bezeichnen, dass die Regelungen der AIFM auch auf sie Anwendung finden.

*Offene Immobilienfonds als Teil der AIFMD*

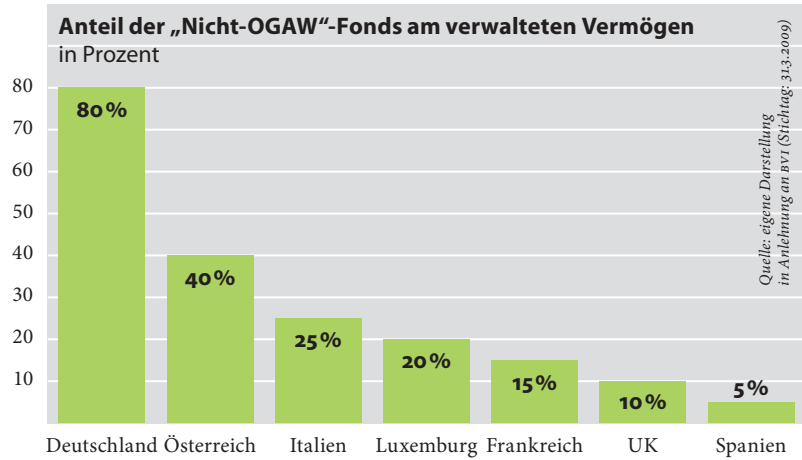
Solche Betriebsunfälle sind in großen politischen Organisationen offensichtlich unvermeidlich. Ein Branchenvertreter sprach von dem in Brüssel verwendeten „One size fits all“-Ansatz, wonach in einer großen Gemeinschaft die Belange kleiner Angelegenheiten jenen der großen untergeordnet werden, bzw. dieselbe Kleidungsgröße „verordnet“ bekommen. Da die Immobilienanlage in den Portfolios der Investoren in der Regel zwischen null und zehn Prozent der gesamten Kapitalanlagen liegt, kann man sie insgesamt eher als eine kleine Assetklasse bezeichnen. Aufgrund ihrer polypolitischen Struktur fällt der Immobilienbranche die Bündelung ihrer Interessen schwerer, als dies bei anderen Assetklassen der Fall ist.

*Keine Interessenbündelung der Immobilienbranche*

Die Verteilung des von der AIFM regulierten Fondsvolumens zeigt im europäischen Kontext, dass deutsche Fonds überdurchschnittlich betroffen sind (vgl. Abbildung 1, Seite 356). [7]

*Deutsche Fonds stark betroffen*

Abb. 1: Anteil der „Nicht-OGAW“-Fonds am verwalteten Vermögen in Prozent



Bereits starke Regulierungen der deutschen Offenen Immobilienfonds

Der hohe Anteil in Deutschland erklärt sich unter anderem mit der Einbeziehung aller Offenen Immobilien-Publikumsfonds und Offenen Immobilien-Spezialfonds (vor allem Wertpapierfonds). Da diese Fonds durch das Investmentgesetz schon stark geregelt sind, muss man sich ernsthaft nach der Effizienz der Regulierung fragen. Die nach dem Investmentgesetz regulierten Fonds stehen sicherlich nicht im Verdacht, durch großflächig spekulative Anlagestrategien das Finanzsystem zu gefährden. Auf der anderen Seite ist es den deutschen Vertretern leider nicht gelungen, im Entstehungsprozess der AIFMD diesen Aspekt zu verdeutlichen und damit zusätzliche Regulierung von einer Branche fernzuhalten, die ohnehin schon stark reguliert ist.

Betroffene Dienstleister

Grundsätzlich sind die folgenden Dienstleister von der AIFMD betroffen:

- Manager/Service-Provider
- Fondsmanager
- Depotbanken/Verwahrstellen
- Fondsmanager aus Drittstaaten
- Asset Manager
- Bewerter
- Property Manager
- Berater

Höhere Gebühren durch AIFMD

Mittelbar sind allerdings auch die Investoren betroffen, da sie die voraussichtlich höheren Gebühren für die Fondsverwaltung zahlen müssen.

Ein weiteres Beispiel für ähnliche Auswirkungen Brüsseler Entscheidungen ist die Eigenkapitalunterlegung von Immobilieninvestitionen im Rahmen von Solvency II. Danach sollen Versicherungsunternehmen ihre Immobilienkapitalanlagen pauschal mit 25 % Eigenkapital unterlegen, ohne dass nach dem speziellen Immobilienrisiko gefragt wird. Es zeigt sich allgemein, dass es schwierig ist, die Interessen der Immobilie als Assetklasse angemessen zu vertreten.

*Solvency II*

### 2.3 Regelungen des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes

Umgekehrt geht die AIFM in keiner Weise auf die Themen ein, die in letzter Zeit die Diskussion um die offenen Immobilienfonds zu Recht beherrscht haben:

*Keine Regelung der aktuellen „Herausforderungen“ der Offenen Immobilienfonds*

- **Bewertung der Immobilien:** Im Rahmen des **Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnsFuG)** wurden eine ganze Reihe neuer Entscheidungen getroffen, die die Qualität der Bewertung verbessern sollen. Wünschenswert wäre auch im Rahmen des InvG eine weitere Stärkung der Unabhängigkeit der Sachverständigen gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft (KAG) und der Verantwortung vor den Anlegern. Die AIFMD liefert hierfür allerdings keinerlei Ansatzpunkte.
- **Rückgabemodalitäten von Anteilscheinen:** Auch hierzu gibt es in der AIFMD keine Inhalte. Im Rahmen des AnsFuG wurden Regelungen über Mindesthalte- und Rückgabefristen eingeführt, die zukünftige Destabilisierungen von Offenen Immobilienfonds durch spekulative Großanleger vermeiden sollen.
- **Abhängigkeit einer KAG vom Vertrieb:** Auch dieses Thema wird von der AIFMD nicht aufgegriffen. Leider finden sich dazu auch keine unmittelbaren Regelungen im AnsFuG, obwohl in der Fachpresse zu Recht immer wieder darauf hingewiesen wird, dass langfristig nur solche Offenen Immobilienfonds bestehen könnten, die es schaffen, den Mittelfluss über ihren Vertrieb zu steuern.

Nachfolgend wird auf ausgewählte Aspekte der AIFM näher eingegangen.

### 3 Ausgewählte Aspekte der AIFM-Richtlinie

#### 3.1 Zulassung

Strenge Regelungen  
durch InvG

„Die Verwaltung eines Alternative Investment Funds (AIF) und der Vertrieb von Fondsanteilen erfordern eine Zulassung durch einen Mitgliedsstaat der EU. Die Alternative Investment Fund Manager (AIFM) als Regelungsadressaten haben zur Erlangung einer Erlaubnis verschiedene Zulassungsvoraussetzungen, darunter insbesondere gewisse Eigenkapitalanforderungen, zu erfüllen sowie ihre Zuverlässigkeit und Geeignetheit darzulegen“ [8]. Wer einmal eine Kapitalanlagegesellschaft nach den Regeln des Investmentgesetzes gegründet hat, wird bezweifeln, dass europäische Regeln an dieser Stelle strenger sein können.

#### 3.2 Verhaltensregeln

Ausreichende  
Regelungen durch  
InvMaRisk

„Für den Betrieb eines AIF sieht die Richtlinie zahlreiche Rahmenbedingungen vor, die von AIFM laufend einzuhalten sind und an die Standards der OGAW-Richtlinie und der EU-Finanzmarktrichtlinie Markets in Financial Instruments Directive (MiFID) anknüpfen. Neben den bekannten Wohlverhaltens- und Interessenkonfliktregeln führt die Richtlinie im Investmentgeschäft bisher unbekannte Vergütungsregelungen ein, die keine Anreize für das Aufnehmen erhöhter Risiken bieten, sondern ein solides und effektives Risikomanagement gewährleisten sollen. Ferner besteht die Pflicht zur Trennung des Risikomanagementsystems vom operativen Portfoliomanagement“ [9]. Die Ausführungen erinnern sehr stark an die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ (InvMaRisk), die von der BaFin für deutsche Kapitalanlagegesellschaften erlassen wurden. Die InvMaRisk regelt in einer bis zuvor unbekannten Detailliertheit die Anforderungen, die das Risikomanagement einer Kapitalanlagegesellschaft zu erfüllen hat. Es ist zu bezweifeln, dass durch die AIFM weiterer Nutzen für die Anleger von Offenen Immobilienfonds nach dem InvG geschaffen wird.

### 3.3 Organisatorische Anforderungen

Die Richtlinie normiert hinsichtlich organisatorischer Anforderungen Vorschriften zu ordnungsgemäßer Verwaltung, Buchhaltung, angemessenen und geeigneten personellen Ressourcen, internen Kontrollverfahren sowie umfangreiche Bewertungsvorschriften. Danach haben AIFM den Wert der Fonds und der darin gehaltenen Vermögenswerte mindestens jährlich, bei Geschlossenen Fonds zudem bei jeder Kapitalveränderung, zu bestimmen. Die Bewertungsfunktion muss durch einen unabhängigen externen Gutachter erfolgen oder kann durch den AIFM selbst durchgeführt werden, wenn gewährleistet ist, dass die Bewertung funktional vom Portfoliomanagement getrennt ist. In jedem Fall haftet der AIFM für die gewissenhafte Bewertung der Vermögenswerte. Die Bewertungsgrundsätze werden sich erst aus der nationalen Umsetzung der Richtlinie ergeben. Spezielle Regelungen für die Bewertung von Immobilien als Vermögensgegenstände enthält die AIFMD nicht. Dies wäre aber vor dem Hintergrund der Diskussion über Bewertungsverfahren und der Unabhängigkeit von Gutachtern wünschenswert gewesen.

*Keine Regelungen zur Bewertung von Immobilien durch AIFM*

### 3.4 Verwahrstelle

Der AIFM muss für jeden verwalteten Fonds eine unabhängige Verwahrstelle für die Vermögenswerte des Fonds benennen, die auch als Kontrollinstanz für die Überwachung der Zahlungsströme beim Fonds, der Einhaltung der nationalen Rechtsvorschriften und der Fondssatzung über Ausgabe, Einzahlung, Rückzahlung oder Weiterveräußerung der Anteile und der ordnungsgemäßen Bewertung zuständig ist. Als solche kommen insbesondere Kreditinstitute mit eingetragenem Sitz in der EU in Betracht, aber auch bestimmte andere Einrichtungen, die einer Aufsicht und ständigen Überwachung unterliegen. Die Depotbank haftet dem AIFM bzw. den Investoren des AIF für den Verlust der verwahrten Finanzinstrumente. Der Vergleich mit der Depotbank gemäß InvG liegt an dieser Stelle nahe, da sie ähnliche, aber im Einzelnen noch viel weitergehende Aufgaben übernimmt. Dies gilt bereits für ihre Bestellung für ein Immobilien-Sondervermögen, da diese von der BaFin in jedem Einzelfall zu genehmigen ist.

*Unabhängige Verwahrstelle bereits durch Depotbank gegeben*

## 4 Zusammenfassung und Ausblick

*Starke Orientierung  
der AIFMD am InvG*

In der Zusammenfassung ist eine starke Orientierung der AIFM an den Regeln des InvG zu erkennen. Dies mag auch daran liegen, dass einer der Mitverfasser früher im Bundesministerium der Finanzen für das Investmentrecht zuständig war.

*Hoher Aufwand bei  
geringem Kunden-  
nutzen*

Grundsätzlich ist es zu begrüßen, dass Vorschriften, die sich im InvG bewährt haben, auf diese Weise auch zu einer europäischen Norm erhoben werden. Allerdings greift die AIFM leider nicht die für die Offenen Immobilienfonds virulenten Probleme auf. Stattdessen ist zu befürchten, dass Kapitalanlagegesellschaften nochmals nachweisen müssen, dass sie Anforderungen erfüllen, die sich ohnehin für sie aus dem InvG ergeben. Insofern steht zu befürchten, dass die Kapitalanlagegesellschaften durch die AIFM wichtige Ressourcen verbrauchen, ohne dass hierdurch ein Nutzen für ihre Kunden, die Anleger, entsteht.

*Angleichung von Auf-  
sichtsstandards für  
deutsche Fonds positiv*

Ein Vorteil kann allenfalls in der europäischen Angleichung von Aufsichtsstandards gesehen werden: Es wird sicherlich zu einer relativen Verbesserung für deutsche Offene Immobilienfonds kommen, da vermutlich die Regelungen in Deutschland am strengsten waren oder umgesetzt wurden. Der Spruch, BaFin hieße „Bitte alle Fonds ins Nachbarland“ könnte damit relativiert werden. Augenscheinlich hat nach Angaben von Marktteilnehmern die Aufsichtsdisziplin in den Nachbarländern zugenommen.

*Auswirkungen  
auf Geschlossene  
Immobilienfonds*

Profitieren die Offenen Immobilienfonds davon, dass z. B. Geschlossene Immobilienfonds in Zukunft stärker reguliert werden? Die Antwort ist nicht ganz einfach: Es gilt als wahrscheinlich, dass einige Anbieter Geschlossener Immobilienfonds aufgrund der AIFM vom Markt verschwinden werden. Ob das Volumen, das diesen Fonds bisher zufließt, dann den Offenen Immobilienfonds zuteilwird, ist ungewiss. Das Profil Offener Immobilienfonds befriedigt weniger das Bedürfnis der Fondszeichner (vor allem vermögende Privatpersonen), eine größere Nähe zum Produkt zu fühlen. Steuerlich nutzbare Verluste lassen sich mit Offenen Immobilienfonds (in aller Regel) nicht generieren.

Der Markt für Offene (Spezial) und geschlossene Immobilienfonds ist im Umbruch			
Verkürzung/Verlängerung der eigenen Wertschöpfungskette	Spezialisierung auf ausgewählte Prozesse	Erweiterung bestehender Technologien	Compliance Kultur und Qualifikation
Auslagerung/ Rückverlagerung kostenintensiver Funktionen	Neue Anbieter mit hohem Spezialisierungseffekt (Skaleneffekte)	Optimierung der Prozesse durch neue Systemunterstützung	Regulatory-Wissen wird notwendig, „War for talents“ wird intensiver
Marktänderung/Marktbereinigung			
Die Investoren und die Markterwartung werden zur Professionalisierung zwingen. Nicht alle werden sich das leisten können.			

Abb. 2: Der Markt ist im Umbruch

Quelle: Eickermann-Riepe, Susanne, PwC, AIFMD-Präsentation, 2011

Bei den Anlegern Offener Immobilienpublikumsfonds herrscht bis auf Weiteres Verunsicherung über die Bewertungssituation der Objekte und über die Wirkung der Rückgaberegeln durch das neue Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG). Bei den Immobilien-Spezialfonds sind private Anleger bislang wenig vertreten. Dass durch AIFMD an dieser Stelle eine Wandlungsbewegung entstehen wird, ist eher unwahrscheinlich, was mit den großen Mindestanlagevolumen der Spezialfonds zusammenhängt und nicht zuletzt damit, dass sich die AIFMD vor allem zulasten der kleineren Anbieter von Geschlossenen Immobilienfonds auswirken wird.

Um nicht ganz als Misanthrop zu gelten, sei abschließend auch positiv erwähnt, dass in weiten Teilen der Fondsindustrie – zu denen allerdings nicht die Offenen Immobilienfonds nach dem InvG gehören – ein Regelungsbedarf bestand, der sicherlich ein Stück weit durch die AIFMD geschlossen wird.

Regelungen für nicht regulierte Fondsbereiche zielführend

## Referenzen

- [1] Gabrysch, Anna; Immobilienkapitalmarkt 2011, King Spalding, Festschrift.
- [2] Rating von Depotbank und Master-KAG; Braunerberger, Everling, Rieken (Hrsg.); S. 34, Gabler-Verlag; 2011.
- [3] Artikel 1 der AIFM.
- [4] Vgl. Wikipedia (<http://de.wikipedia.org/wiki/Hedgefonds> am 2. 10. 2011).
- [5] Vgl. Wikipedia (<http://de.wikipedia.org/wiki/OGAW> vom 9. 10. 2011).
- [6] Vgl. EFAMA Quarterly Statistical Release N° 39 (Third Quarter of 2009), Zahlen zum 30. 9. 2009; ferner Eickermann-Riepe, Susanne/Stoschek, Uwe (2010): Der Entwurf zur AIFM-Richtlinie und deren Auswirkungen auf die deutsche Fondsbranche, Vortragspapier, PwC Februar 2010.
- [7] Vgl. Bv1/Stichtag 31. März 2009.
- [8] Gabrysch, Anna; Immobilienkapitalmarkt 2011, King Spalding, Festschrift.
- [9] Gabrysch, Anna; Immobilienkapitalmarkt 2011, King Spalding, Festschrift.

## Über den Autor



**Dr. Ulrich Nack** studierte Wirtschaftsingenieurwesen mit Fachrichtung Maschinenbau an der Technischen Universität Darmstadt. Er promovierte berufsbegleitend bei Prof. Dr. Schulte über die Immobilienrechnungslegung börsennotierter Aktiengesellschaften. Nach einem Projekteinsatz für die *Treuhand*

*Osteuropa Beratung* in Tallinn begann seine berufliche Laufbahn 1994 bei der *IvG Immobilien AG*, bei der er bis zum Leiter Portfoliomanagement aufstieg. Dr. Nack wechselte zur *Oppenheim Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft* als Kapitalakquisiteur und Fondsmanager. Er wurde dann Geschäftsführer der *Aareal Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft* und in der Folge der *TMW Pramerica Property Investment GmbH*.

Seit Sommer 2010 ist er Geschäftsführer der *Lasalle Investment Management Kapitalanlagegesellschaft mbH*.

Ulrich Nack ist Mitglied des gif-Arbeitskreises Indirekte Immobilienanlage sowie Mitglied des Arbeitskreises Immobilienaktien der DVFA. Ulrich Nack ist im Rahmen der wissenschaftlichen Weiterbildung Dozent tätig. Er ist Mitautor mehrerer immobilienwirtschaftlicher Standard-Lehrbücher und zusammen mit Prof. Dr. Steffen Sebastian Leiter des gif-Arbeitskreises Indirekte Immobilienanlage.

# *Alternative Immobilienanlagen*

# Real Estate Private Equity Funds

Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein

Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein

Stefan Walldorf

CFA, MRICS, Vice-President,

Cerberus Deutschland Beteiligungsberatung GmbH

*In diesem Beitrag werden die Konstruktion und die Wirkungsweise von Opportunity Funds bzw. Real Estate Private Equity Funds, die seit 2002 in Deutschland und Österreich verstärkt in den Immobilienmarkt investieren, untersucht. Real Estate Private Equity Funds investieren als nicht börsennotiertes Eigenkapital in Märkte mit Angebots- und Nachfrageungleichgewichten und erwirtschaften für ihre Anleger Eigenkapitalrenditen in Höhe von 15 bis 20 Prozent.*

*Die theoretischen Herleitungen zur Konstruktion dieser Fonds und die kritische Diskussion der mit ihnen verbundenen Wertschöpfungsstrategien werden durch ein Praxisbeispiel der GSW Immobilien AG ergänzt.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung und Überblick</b>	369
1.1	Historische Entwicklung	370
1.2	Gründe für den Markteintritt in Deutschland	372
1.3	Monetarisierung von Immobilienportfolios von Unternehmen und der öffentlichen Hand	373
1.4	Anbieter von Real Estate Private Equity Funds	381
<b>2</b>	<b>Definitiorische Grundlagen zu Real Estate Private Equity Funds</b>	382
<b>3</b>	<b>Aufbau von Real Estate Private Equity Funds</b>	385
3.1	Funktionsweise und Struktur	385
3.2	Investoren	386
3.3	General Partners	387
3.4	Asset Manager und Partner	388
3.5	Advisory Board und Investment Committee	388
<b>4</b>	<b>Investoren in Real Estate Private Equity Funds und Marktentwicklung</b>	389
<b>5</b>	<b>Struktur einer Transaktion</b>	393
<b>6</b>	<b>Wertschöpfungsstrategien und Case Study</b>	397
6.1	Performance Management	398
6.2	Finanzmanagement	399
6.3	(Re-)Development Management	400
6.4	Portfoliomanagement	400
<b>7</b>	<b>Zusammenfassung und Ausblick</b>	403
	<b>Referenzen</b>	404
	<b>Über die Autoren</b>	405

# 1 Einleitung und Überblick

Opportunity Funds, auch Real Estate Private Equity Funds im engeren Sinne oder Opportunistic Real Estate Private Equity Funds, sind erst in der letzten Dekade verstärkt in Deutschland und Österreich als innovatives Investmentvehikel in Erscheinung getreten, wobei der Markteintritt dieser Fonds mit großvolumigen und komplexen Non-Performing-Loan- und Immobilienportfolio-Transaktionen einherging. [1] Die gehandelten öffentlichen und unternehmens-eigenen Portfolios wurden insbesondere von ausländischen, in der Regel angloamerikanischen, Private Equity Funds erworben.

*Auftreten in Deutschland und Österreich*

Opportunity Funds stellen Beteiligungskapital dar, das von externen Investoren mit einem meist hohen Fremdkapitalhebel, üblicherweise über Fondslösungen, für kurz- bis mittelfristige Investitionen in alle typologischen und geografischen Immobilienmärkte zur Verfügung gestellt wird und mit hohen Renditen für die Investoren verbunden ist. [2] Bei Bedarf wird das erworbene Unternehmen aktiv durch das Fondsmanagement unterstützt.

Private Equity steht Public Equity, d.h. zum allgemein zugänglichen Markt (unter anderem Börse), gegenüber. Folglich werden Investitionen in Private Equity Funds gewöhnlich außerbörslich und nicht auf dem Kapitalmarkt gehandelt, sind mit hohen Renditeprofilen verbunden und weisen daher systemimmanente Besonderheiten auf, die nachfolgend untersucht und anhand eines Praxisbeispiels für eine Portfoliotransaktion verdeutlicht werden.

Zunächst wird in einem Überblick auf die Entwicklung dieses Investitionsvehikel und potenzielle Anleger eingegangen, bevor im Anschluss daran die Funktionsweise von Real Estate Private Equity Funds erörtert wird. Im Rahmen eines Theorie-Praxis-Abgleichs wird dabei – analog zum ersten Opportunity Fund Zell Merrill I – das Beispiel der *GSW Immobilien AG* in Deutschland vom Erwerb des Immobilienbestands durch zwei Opportunity Funds, *Cerberus* und *Whitehall*, im Jahr 2004 bis zum Börsengang des Unternehmens 2011 kritisch diskutiert.

Die Begrifflichkeit „Real Estate Private Equity“ bezeichnet zunächst ganz allgemein externes, fremdkapitalersetzendes Eigenkapital, d.h. eigenkapitalähnliche Mittel. Die folgende Betrachtung beruht auf der Abgrenzung von Real Estate Private Equity im engeren Sinne, d.h. einer Investition im Sinne eines opportunistischen

*Real Estate Private Equity im engeren Sinne*

Fondsinvestments. Daher werden nachfolgend die Termini „Opportunity Fund“ und „Real Estate Private Equity Fund“ synonym verwendet.

## 1.1 Historische Entwicklung

*Entstehung in den  
späten 1980er-Jahren*

Die ersten Opportunity Funds entstanden in den USA in den späten 1980er- und frühen 1990er-Jahren und haben sich seitdem zu einem bedeutenden Finanzierungsvehikel für Non-Performing-Loans, Immobilienprojekte und Immobilienportfolios weiterentwickelt.

Der US-amerikanische Immobilienmarkt erlebte in den 1980er-Jahren einen starken Aufschwung und war durch einen beträchtlichen Zufluss von ausländischem, insbesondere japanischem, Kapital geprägt. Ferner führte der Economic Recovery Tax Act, ein Steuererlass aus dem Jahr 1981, zu einem Anstieg steuergetriebener Projektentwicklungen privater Investoren und zu hohen Flächenangeboten bzw. in weiterer Folge zu einem Überangebot an Flächen auf dem Markt. [3] Das zunächst nachfragebedingte Ansteigen der Immobilienpreise in dieser Zeit suggerierte eine Finanzierungssicherheit für Banken und resultierte in einem hohen Angebot an (nicht nachhaltig wertgesicherten) Immobiliendarlehen.

Der Abschwung auf den Immobilienmärkten Ende der 1980er-Jahre endete schließlich mit dem Platzen der „Blase“, ging mit hohen Abschreibungen auf Immobiliendarlehen bei den finanzierenden Institutionen einher und resultierte schließlich in einer stark reduzierten Darlehensvergabe durch die Banken (sog. Savings-and-Loans-Krise). [4]

*Resolution Trust  
Corporation Act*

Aufgrund dieser Entwicklung kam es zur Verabschiedung des Resolution Trust Corporation Act durch den US-Kongress, der zum Ziel hatte, das Finanzsystem wieder zu stabilisieren und der damals herrschenden Bankenkrise entgegenzuwirken. Den Banken wurde damit ermöglicht, ausfallbedrohte Darlehen, sog. Non-Performing Loans, auszulagern, dadurch ihre Bilanz zu optimieren und die 1989 eingeführten Eigenkapitalrichtlinien (FIRREA – Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act) zu erfüllen. [5] Die 1989 gegründete staatliche amerikanische Auffanggesellschaft Resolution Trust Corporation sollte die aus Not leidenden Krediten entstandenen Forderungen und Immobilienvermögen von angeschlagenen Banken übernehmen und weiterverkaufen, jedoch gab

es zunächst kaum Abnehmer – weder private noch institutionelle Investoren – für diese Vermögensgegenstände. [6]

Der 1988 von Sam Zell und der Investmentbank Merrill Lynch geschaffene erste immobilienbezogene Opportunity Fund Zell Merrill I sollte hochwertige Immobilien möglichst mit einem hohen Wertabschlag kaufen und später in einem besseren Marktumfeld wieder verkaufen. Ausgehend von dieser Idee folgten weitere Fonds, die durch das Ausnutzen der Immobilienzyklen überdurchschnittliche Renditen erzielten und diesem neuartigen Vehikel der Real Estate Private Equity Funds hohe Kapitalzuflüsse ermöglichten.

*Zell Merrill I*

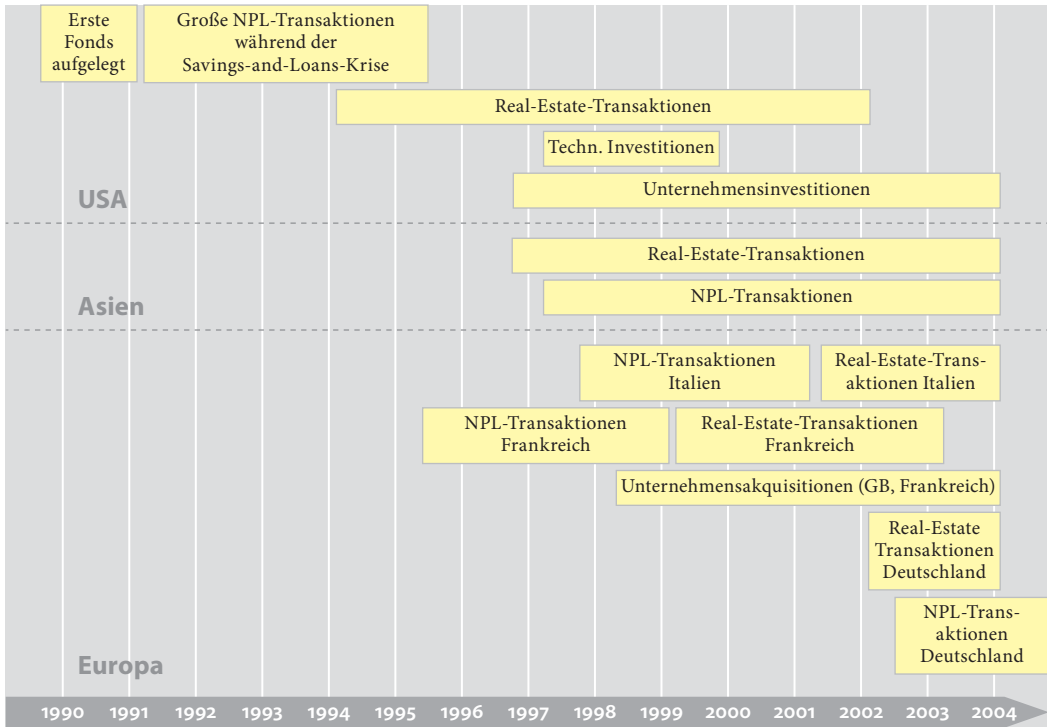
In den darauffolgenden vier Jahren übernahmen derartige Fonds Immobilien in einem geschätzten Wert von ca. \$ 400 Mrd. mit hohen Abschlägen von bis zu 70–80 % des Darlehenswerts. [7] Die erworbenen Bestände wurden in der Folge reorganisiert und an private und institutionelle Investoren weiterverkauft. Ein Teil der Objekte wurde an REITs als langfristige Investoren veräußert bzw. in einen REIT umgewandelt, so unter anderem auch der erste Opportunity Fund von Sam Zell, der 1997 als Equity Office Properties Trust gelistet wurde (vgl. hierzu auch die Fallstudie der GSW Immobilien AG). Die Konsolidierung des Markts brachte fallende erzielbare Renditen mit sich, woraufhin die Opportunity Funds begannen, ihr Geschäftsmodell zu ändern und zunehmend aktive Wertschöpfungsstrategien zu verfolgen. Darüber hinaus kam es zu einer breiteren geografischen und sektoralen Diversifikation und zu einer verstärkten Internationalisierung der Investitionsziele, die in einer Wellenbewegung verlief (vgl. Abbildung 1). [8] Potenzielle Übernahmeziele in Ländern mit ähnlichen Rahmenbedingungen und Ausgangssituationen waren in Asien oder Europa zu finden, unter anderem seit 2002 auch in Deutschland und Österreich. Ferner wurden Fonds und die nachgelagerten Asset-Management-Gesellschaften vertikal integriert.

*Erwerb mit Abschlägen  
bei Immobilienwerten*

*Aktive Wertschöpfungs-  
strategien*

Die durchgeführten Transaktionen der Opportunity Funds gleichen einander, zumal jeweils Immobilien bzw. Immobiliendarlehen verschiedenster Nutzungsart mit einem hohen erwarteten Entwicklungs- und Wertsteigerungspotenzial unter Ausnutzung von Informationsineffizienzen erworben wurden. [9] Dabei kommt es zu einer temporären Risikoübernahme durch den Fonds bei einer entsprechend hohen Renditeerwartung für die zeichnenden Investoren und für die Verkäufer wird durch die Transaktionen Liquidität für weitere geschäftliche Tätigkeiten im Kerngeschäft geschaffen.

*Erwartetes Entwick-  
lungs- und Wert-  
steigerungspotenzial*



Quelle: in Anlehnung an Goldman Sachs (2004) und Holzmann/Rottke (2005), S. 322

Abb. 1: Internationale Marktentwicklung im Überblick ▲

### 1.2 Gründe für den Markteintritt in Deutschland

Ideale Bedingungen für einen Markteintritt

Der deutsche Immobilienmarkt galt lange Zeit als tradiert, in sich geschlossen, in Teilen auch als nicht ausreichend entwickelt und war durch niedrige Renditen, d.h. eine geringe Attraktivität, gekennzeichnet. Seit der Jahrtausendwende wurden jedoch vermehrt Opportunity Funds als Käufer und die öffentliche Hand bzw. Unternehmen als Verkäufer auf dem Markt aktiv.

Seitens der **Käufer**, d.h. der Opportunity Funds, ist dabei festzustellen, dass diese ab 2002 auf ein prosperierendes ökonomisches Umfeld in Deutschland und Österreich trafen mit gleichzeitig niedrigen Leitzinsen und folglich günstigen Finanzierungsmöglichkeiten. Darüber hinaus zeichnete sich der Markt durch ein langfristig gut organisiertes Rechtssystem, eine steigende Markttransparenz auf dem Immobilienmarkt, ein professionell arbeitendes Bankensystem sowie große, zusammenhängende Immobilienportfolios auf der Verkäuferseite aus. Zudem wiesen diese Länder einen niedrigen Eigentumsbesitz bei Wohnimmobilien mit Privatisierungspoten-

zial und einen hohen Anteil an Gewerbeimmobilien im Eigenbesitz von Unternehmen auf (70 % der Flächen befanden sich im eigenen Bestand, was 30 % der Unternehmensflächen in den USA gegenüberstand). Diese Flächen konnten im Rahmen einer Dekonsolidierung der Bilanz in neue Eigentümerstrukturen überführt werden, d. h. von Opportunity Funds erworben werden.

Zusätzlich wollten sich Banken von Non-Performing Loans zur Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis trennen, wie beispielsweise 2004 bei der Hypo Real Estate mit einem Verkauf von Darlehen mit einem Volumen in einer Höhe von € 3,6 Mrd. an Loan Star Funds oder bei der Eurohypo mit einem Verkauf von über 14.000 Immobiliendarlehen im Wert von € 2,4 Mrd. [11].

*Verkauf von Non-Performing Loans*

### 1.3 Monetarisierung von Immobilienportfolios von Unternehmen und der öffentlichen Hand

Die **Verkäufer** dieser Portfolios – die öffentliche Hand und Unternehmen – wollten ihre Immobilienbestände monetarisieren. Im Rahmen einer solchen Monetarisierung wird versucht, illiquide Vermögensgegenstände in Geld bzw. Kaufkraft umzuwandeln. [10] Um dies zu erreichen, stehen unter anderem folgende Möglichkeiten zur Verfügung: [12]

*Umwandlung des Immobilienbestands in Kaufkraft*

- Verringerung des Immobilienexposure bei Nicht-Immobilienunternehmen durch die (endgültige) Trennung von Immobilienbeständen
- Trennung von Nutzen und Eigentum bei gleichzeitiger Sicherung des Zugriffs auf strategisch bedeutsame, dauerhaft betriebsnotwendige Immobilien
- Realisierung eines kurzfristigen Liquiditätszuflusses durch den Verkauf an strategische und/oder Finanzinvestoren bei einer gleichzeitig angestrebten Optimierung des Gesamtveräußerungserlöses

Ab 2002 trennten sich – wie in den Abbildungen 2 bis 4 dargestellt – die öffentliche Hand (beispielsweise die Stadt Dresden mit der woba Dresden, die BfA mit der GAGFAH oder das Land Berlin mit der Gemeinnützigen Siedlungs- und Wohnungsbaugesellschaft) von ihren Wohnimmobilienbeständen, häufig aus dem sozialen Wohnungsbau, und – wie in Abbildung 5 dargestellt – (Montan-) Unter-

*Verkauf der Immobilienbestände der öffentlichen Hand und von Unternehmen*

Abb. 2: Verkäufe des Bunds  
Abb. 3: Verkäufe der Länder (ohne Stadtstaaten)

Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe des Bunds

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
1. Verkäufe von Unternehmen an Privateigentümer					
2004	Bundesversicherungsanstalt für Angestellte	Unternehmen	GAGFAH	81.912	Fortress
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	11 Gesellschaften	60.835	Terra Firma/Deutsche Annington
2002	Bund/Land Hessen/Frankfurt	Unternehmen	Frankfurter Siedlungsgesellschaft	9.062	Viterra AG
1999	Deutsche Post AG	Unternehmen	Wohnbau Rhein/Main	9.019	Viterra AG/Hypo-Vereinsbank
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Vestische Wohnungsgesellschaft mbH (VWG), Herne	5.879	Treuhand Stelle GmbH
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Eisenbahn Wohnungsbau-Gesellschaft mbH	4.200	WCM
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Treuhandbestände des BEV in Brandenburg	3.800	Investorengruppe Prajits, Drimmer, Baum und Pielen
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Eisenbahnsiedlungsgesellschaft Berlin mbH	2.800	Investorengruppe Prajits, Drimmer, Baum und Pielen
2. Verkäufe von Teilbeständen an Privateigentümer					
2000	Deutsche Post AG	Bestand		1.600	Viterra Deutschbau
2005	Bundeseisenbahnvermögen	Bestand		1.096	Apelias Property Management
3. Verkäufe an Unternehmen mit Mehrheitsbeteiligung der Länder					
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Wohnungsbau Niedersachsen, Wohnungsbauges. Norden, Treuhand BEV-MV	20.000	Nileg
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Eisenbahn-Siedlungsgesellschaft mbH Stuttgart	6.500	LEG Baden-Württemberg
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	GWN Gem. Wohnungsgesellschaft Nordwestdeutschland	3.900	LEG NRW
2001	Bundeseisenbahnvermögen	Unternehmen	Gem. Eisenbahn Wohnungsgesellschaft Saarbrücken WOGÉ	2.462	LEG Saarland

Quelle: in Anlehnung an IJS (2006), S. 39

## Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe der Länder (ohne Stadtstaaten)

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
<b>1. Verkäufe von Unternehmen an Privateigentümer</b>					
2005	Norddeutsche Landesbank	Unternehmen	Nileg Immobilien Holding	27,701	Fortress
2001/ 2003	Land Schleswig-Holstein	Unternehmen	Landesentwicklungsgesellschaft Schleswig-Holstein	22,000	DGAG Deutsche Grundvermögen AG
2005	HSH Nordbank	Unternehmen	GEHAG	21,000	Oaktree Capital Management
2003	HSH Bank (76 %) u. a.	Unternehmen	BIG Heimbau AG	10,000	Deutsche Annington Immobilien GmbH
2005	Bayrische Landesbank	Unternehmen	Jota GmbH inkl. 75 %-Anteil an GBWAG Bay. WohnungsAG	6,179	Monacchia Treuhand Gesellschaft
2001	Land Hessen	Unternehmen	Wohnungsbaugesellschaft Hegemag	5,063	Bauverein Darmstadt
2000	Landesbank Rheinland-Pfalz	Unternehmen	Hausbau Rheinland-Pfalz AG	3,400	HPE Property Holding GmbH
<b>2. Verkäufe von Teilbeständen an Privateigentümer</b>					
2006	Landesentwicklungsgesellschaft NRW	Bestand		4,300	Gagfah/Fortress
2003	Bavaria Objekt- und Baubetreuung	k. A.		3,500	Cerberus
2001	Gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaft Hessen (GWH)/Helaba	Bestand		1,961	unbekannt
2006	Landesentwicklungsgesellschaft NRW	Bestand		1,870	Unternehmensgruppe Baum, Hannover
2000	Landesentwicklungsgesellschaft NRW	Bestand		1,516	Gesellschaft für Beteiligung (GBAG)
2004	Wohnstadt Hessen	Bestand		1,011	Deutsche Wohnen AG
<b>3. Verkäufe an Unternehmen mit Mehrheitsbeteiligung der Länder</b>					
2000/ 2003	Land Hessen	Unternehmen	Gemeinnützige Wohnungsbaugesellschaft Hessen (GWH)	36,751	Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)
2004	Land Hessen	Unternehmen	Wohnstadt Kassel	18,260	Nassauische Heimstätte
2000	Land Bayern (LIAGes. für Vermögensverwaltung mbH)	Unternehmen	Landeswohnungs- und Städtebaugesellschaft (LWS)	11,700	DKB Deutsche Kreditbank

Quelle: in Anlehnung an IFS (2006), S. 38

Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe der Kommunen (inklusive Stadtstaaten)

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
I. Verkäufe an Privateigentümer					
a) Verkäufe von Unternehmen					
2004	Stadt Berlin	Unternehmen	GSW Immobilien	65,700	Cerberus/Goldman Sachs (jeweils 50 %)
2006	Stadt Dresden	Unternehmen	Wohnungsbaugesellschaft Dresden (Woba)	47,830	Fortress
1999	Stadt Kiel	Unternehmen	Kieler Wohnungsbaugesellschaft	11,000	WCM (99,7 %), Privateigentümer (0,3 %)
2000	Stadt Wilhelmshaven	Unternehmen	Wohnungsbaugesellschaft Jade GmbH	7,500	Deutsche Bank
2004	Stadt Bremen	Unternehmen	Bremische Gesellschaft für Stadterneuerung, Stadtentwicklung und Wohnungsbau GmbH	3,257	RSE (WCM Immobilien GmbH)
1999	Gesobau	Unternehmen	Nord Wohnungsunternehmen GmbH (Gesobau)	2,067	Raab Karcher AG (Vitterra)
2003	Stadt Braunschweig/Landkreise Wolfenbüttel, Paine und Helmstedt	Unternehmen	GWK Wohnungsbaugesellschaft mbH Braunschweig	1,661	DGAG Deutsche Grundvermögen AG
2005	Stadt Rendsburg	Unternehmen	Rendsburger Wohnungsgesellschaft mbH	1,364	J. S. Immobilienbeteiligungsgesellschaft
b) Verkäufe von Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen					
1999	Stadt Frankfurt	Unternehmen	Wohnbau Rhein-Main	2,900	Vitterra AG/Hypo-Vereinsbank
2002	Stadt Frankfurt	Unternehmen	Frankfurter Siedlungsgesellschaft	1,439	Vitterra AG
c) Verkäufe von Teilbeständen					
2005	Wohnungsbaugesellschaft Marzahn	Bestand		3,858	Volkers-Wessels-/Reggenborgh-Gruppe
2000	Wohnungsbaugesellschaft Hellersdorf	Bestand		3,300	Lone Star
2004	Degewoco	Bestand		2,652	Cerberus/Goldman Sachs (jeweils 50 %)
2001	Wohnungsbaugesellschaft Marzahn	Bestand		2,500	Mega Entwicklungs- und Gewerbesiedlungsgesellschaft AG
2002	Stadt Bonn	Bestand		2,482	Firma Sahle
2004	GBH Gesellschaft für Bauen und Wohnen Hannover	k. A.		2,409	Cerberus
2002	Wohnungsbaugesellschaft	Bestand		2,200	Lone Star
2004	Gewobag	Bestand		1,500	Cerberus

Quelle: in Anlehnung an IFS (2006), S. 36–37

## Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe der Kommunen (inklusive Stadtstaaten)

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
2005	Saarbrücker Gemeinnützige Siedlungsgesellschaft	Bestand		1,095	Mondura AG
2004	WBM/Bewoge Berlin	Bestand		1,000	Apellas Property Management
2. Verkäufe an Unternehmen mit kommunaler Mehrheitsbeteiligung					
2005	Hansstadt Hamburg	Unternehmen	GWG	38,400	Saga Hamburg
2002	Stadt Berlin	Unternehmen	Marzahner Wohnungsbaugesellschaft	32,000	Degewo
1999	Berlin	Unternehmen	Wohnungsbaugesellschaft Hellersdorf	22,770	Stadt und Land Wohnbauten-Ges. (94 %), GSW (6 %)
2004	Stadt Nürnberg	Unternehmen	WBG Nürnberg GbmH	10,800	Städtische Werke Nürnberg
2002	Stadt Jena	Unternehmen	Städtische Wohnungsbau- und Verwaltungsges. Jena	13,160	Stadtwerke Jena
2003	Stadt Gera	Unternehmen	Wohnungsbauges. Elstertal	7,490	Stadtwerke Gera AG
2005	Berliner Verkehrsbetriebe, Anstalt öffentlichen Rechts	Unternehmen	GHG Wohnen GbmH	5,100	Corpus Immobiliengruppe (Mehrheitsbeteiligung Sparkassen)
3. Verkäufe an Unternehmen der Länder					
a) Verkäufe von Unternehmen					
2002	Stadt Gera	Unternehmen	Gewo – Geraer Wohnungsgesellschaft mbH	9,013	DKB Deutsche Kreditbank
2003	Stadt Osnabrück	Unternehmen	Osnabrücker Wohnungsbaugesellschaft	3,600	Nileg
b) Verkäufe von Minderheitsbeteiligungen an Unternehmen					
2001	Berlin	Unternehmen	GEHAG (2. Teilmenge)	6,125	Hamburger Landesbank (später HSH-Bank)
2002	Stadt Lübeck	Unternehmen	Heimstätten Lübeck	1,688	LEG Schleswig-Holstein
4. Verkäufe an Genossenschaften					
a) Verkäufe von Unternehmen					
2006	Kreis Pinneberg (81 %), 7 Gemeinden (19 %)	Unternehmen	GeWoGe Pinneberg	2,223	Genossenschaft Neue GeWoGe
b) Verkäufe von Teilbeständen					
2001	Wohnungsbaugesellschaft Marzahn	Bestand		1,400	Wohnungsbaugenossenschaft Nordlicht

Quelle: in Anlehnung an IJS (2006), S. 36–37

Abb. 4: Verkäufe  
der Kommunen  
(inklusive Stadtstaaten)  
siehe S. 376–378

Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe der Kommunen (inklusive Stadtstaaten)

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
2001	Wohnungsbaugesellschaft Marzahn	Bestand		1,329	Wohnungsbaugenossenschaft Horizont
2002	Wohnungsbaugesellschaft Marzahn	Bestand		1,210	Wohnungsbaugenossenschaft Eigentum 2000
5. Sonstiges/Sale-and-Lease-Back-Verfahren					
2004	GWG Wuppertal	Bestand		6,000	Mietgesellschaft der GWG Wuppertal GmbH & Co KG, KGAL Allg. Leasing

Quelle: in Anlehnung an IJS (2006), S. 36–37

Transaktionen großer Wohnungsportfolios 1999 bis Juni 2006: Verkäufe industriegebundener Unternehmen

Jahr	Verkäufer	Art des Verkaufs	Verkauftes Unternehmen	Wohnungen	Käufer/Investor
1. Verkäufe von Unternehmen an Privateigentümer					
2005	EON	Unternehmen	Viterra	137,671	Deutsche Annington Immobilien GmbH
2004	Thyssen Krupp AG	Unternehmen	Thyssen Krupp Wohnimmobilien GmbH	48.000	Morgan Stanley/Corpus
2002	Preussag/TUI	Unternehmen	WAG Salzgitter Wohnungs- GmbH	14.000	DAL
2002	Bayer AG	Unternehmen	BayWoGe	9.110	TreuHandStelle GmbH
1999	Hoechst AG	Unternehmen	Wohnungsbau Hoechst GmbH, Hoechst Bauen und Wohnen GmbH	9.100	Deutsche Wohnen AG
2. Verkäufe von Teilbeständen an Privateigentümer					
2004	Viterra	Bestand		27.000	Mira Grundstücksges.
2000	Preussag	Bestand		6.000	DAL
2002	Siemens-Wohnungsgesellschaft mbH	Bestand		2.200	HPE Property Holding GmbH
2003	Viterra	Bestand		1.543	Bellaform Maschinen GmbH
2003	Viterra	Bestand		1.502	Essener Grundstücksgesellschaft
2005	Preussag	Bestand		1.400	Grainger Trust
2003	Viterra	Bestand		1.257	Emscher Siedlungsgesellschaft
2002	Viterra	Bestand		1.200	HPE Property Holding GmbH
2004	RWE	k. A.		4.500	Deutsche Annington Immobilien GmbH
2002	Mannesmann Demag Kraus Maffei AG	k. A.		2.030	PATRIZIA Immobilien AG

Quelle: in Anlehnung an IJS (2006), S. 40

Abb. 5: Verkäufe industriegebundener Unternehmen

nehmen von konzerneigenen (Werks-) Wohnimmobilienbeständen (beispielsweise eon mit dem Verkauf der Vitera AG an Terra Firma Capital Partners/Deutsche Annington oder ThyssenKrupp AG mit dem Verkauf der ThyssenKrupp Wohnimmobilien GmbH an Morgan Stanley/Corpus). [13] Ferner kam es zu einem Verkauf von Gewerbeobjekten durch Unternehmen (beispielsweise die Deutsche Telekom AG mit dem „Magenta-Portfolio“ bzw. dem „Millennium-Paket“ oder die Deutsche Bank mit Büroimmobilien) im Rahmen einer Anpassung der Unternehmensstrategie.

*Verbesserung der  
Finanzsituation und  
Investition ins Kern-  
geschäft*

Im Vordergrund der Transaktionen seitens der öffentlichen Hand stand vor allem eine Verbesserung der Finanzsituation bzw. die vollständige Entschuldung wie etwa bei der Stadt Dresden. Bei den Unternehmen (Corporates) lag der Schwerpunkt insbesondere auf der Nutzung der gebundenen Kapitalmittel für das Kerngeschäft mit höheren Renditen als im traditionellen Immobiliengeschäft. Weitere Zielsetzungen sind in Anlehnung an *Schäfers (1997)* unter anderem:

- Optimierung des Verkaufserlöses
- Freisetzung von Kapital für das operative Kerngeschäft
- Off-Balance-Sheet-Behandlung der Immobilie
- Verbesserung der einschlägigen Finanzkennzahlen
- Schaffung operativer Flexibilität
- Konzentration auf das Kerngeschäft
- Verringerung des Immobilienexposure

*„Plötzliches“ Auftreten  
der REPE Funds*

Damit kann festgestellt werden, dass die wirtschaftliche Situation sowie das große Interesse von Banken an der Veräußerung von Non-Performing Loans und von Immobilienbeständen aufseiten der öffentlichen und unternehmensbezogenen Bestandshalter optimale Bedingungen für den Einstieg von Opportunity Funds in den deutschsprachigen Markt darstellten. Abbildung 6 verdeutlicht in diesem Zusammenhang das „plötzliche“ Auftreten der Real Estate Private Equity Funds auf dem deutschen Immobilienmarkt. Mit Ausnahme der Veräußerung der Deutsche Bahn Betriebswohnungen an Nomura/Terra Firma („Deutsche Annington“) in Höhe von DM 7,6 Mrd. in den Jahren 2000 und 2001, ist erst ab 2004 verstärkt ein Markteintritt der Opportunity Funds zu beobachten. [14]

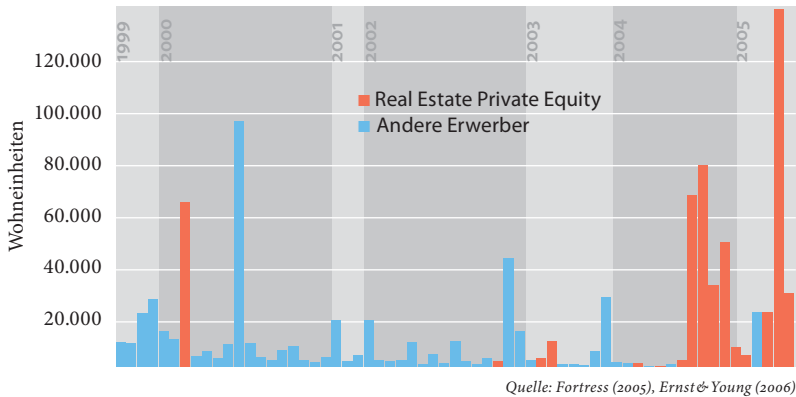


Abb. 6: Ausgewählte Portfoliotransaktionen in Deutschland

#### 1.4 Anbieter von Real Estate Private Equity Funds

Angloamerikanische Fonds gehören – auch aufgrund der Herkunft dieser Anlagevehikel – zu den zentralen Marktteilnehmern. Dabei sind unterschiedliche Herkunftsarten zu erkennen.

*Anglo-amerikanische Fonds als dominante Marktteilnehmer*

- Fonds großer Investmentbanken (unter anderem Morgan Stanley mit MSREF, Goldman Sachs mit Whitehall)
- Bankunabhängige Fonds (unter anderem Loan Star, Blackstone, Doughty Hanson, Carlyle, GE Real Estate Investors, Apollo, Fortress, Cerberus, Soros)
- Projektentwicklungsfonds (unter anderem Tishman Speyer, Hines)
- Asset-Management-Gruppen großer institutioneller Anleger (unter anderem Allianz Capital Partners)

Der Herkunft der internationalen Opportunity Funds stellt häufig eine Markteintrittsbarriere dar, da diese Fonds den lokalen Zielmarkt nicht ausreichend kennen oder beurteilen können. Daher sind für ausländische Investoren qualifizierte lokale (Joint-Venture-) Partner von besonderer Bedeutung. Im Idealfall sind diese Partner zu einem geringen Anteil in den Fonds koinvestiert.

2 Definitiorische Grundlagen zu Real Estate Private Equity Funds

Nicht börsennotiertes  
externes Eigenkapital

Opportunity Funds sind durch eine hohe Rendite-Risiko-Struktur geprägt und verwenden grundsätzlich nicht börsennotiertes („Private“) externes Eigenkapital oder eigenkapitalähnliche Mittel („Equity“) für unterschiedliche Arten von Immobilieninvestitionen auf Basis von Equity und Debt: *“Closed-ended, blindpool real estate investment funds with a limited life that opportunistically invest in markets or products with supply-demand imbalances and/or strong growth prospects applying complex financing solutions to realise risk-adequate equity returns.”* [15] Abbildung 7 verdeutlicht die Einordnung mittels eines Vier-Quadranten-Systems.

	Private	Public
Equity	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Direktanlage</li><li>■ Offene Immobilienpublikumsfonds</li><li>■ Offene Immobilienspezialfonds</li><li>■ Geschlossene Immobilienfonds</li><li>■ Private Placements</li><li>■ (Nicht kotierte) Immobilien-AGs</li><li>■ Mezzanine Funds</li><li>■ Value-enhanced Funds</li><li>■ Opportunity Funds</li><li>■ Projektentwicklungsfonds</li><li>■ REVC Funds</li><li>■ Real Estate Private Equity Funds</li><li>■ ...</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Immobilien-AGs</li><li>■ Real Estate Investment Trusts (REITs)</li><li>■ Real Estate Operating Companies (REOCs)</li><li>■ (Offene Immobilienpublikumsfonds)</li><li>■ ...</li></ul>
Debt	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Realkredite</li><li>■ Wandelanleihen (Convertible Bonds)</li><li>■ Hypothekendarlehen</li><li>■ (Mezzaninekredittranchen)</li><li>■ ...</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Commercial Mortgage Backend Securities (CMBS)</li><li>■ Anleihen</li><li>■ ...</li></ul>

Abb. 7: Einordnung der Investitionsmöglichkeiten in Immobilien

Quelle: in Anlehnung an Rottke (2005), S. 276

Die Fonds umfassen Kapitalmittel von speziellen Finanzintermediären für diverse nicht börsennotierte Immobilieninvestitionen. Den Schwerpunkt der Investmenttätigkeit bilden Immobilien- (investment-) Märkte oder -Sektoren mit einem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht und hohen Wachstumsaussichten. Für die Investition

werden zumeist komplexe Finanzierungsstrukturen herangezogen, um dadurch die Eigenkapitalverzinsung zu erhöhen (sog. Hebelwirkung oder Leverage-Effekt). Dabei beträgt der Leverage typischerweise zwischen 80 und 100 %. Solange die Zinsen unter der Immobilienrendite liegen, wird mit dem Leverage-Effekt (Hebelwirkung) eine überproportionale Verzinsung des Eigenkapitals erreicht bzw. teures Eigenkapital durch günstiges Fremdkapital ersetzt. In Abbildung 8 wird die Wirkung dieses Effekts am Beispiel einer Immobilie mit einem Investitionsvolumen in Höhe von 100 GE und einer Cashflowrendite in Höhe von 5 GE veranschaulicht. Mithin kann durch die Finanzierungsstruktur die Rendite für das eingesetzte Eigenkapital in diesem Beispiel vervierfacht werden.

80–100 % Fremdkapitalanteil

Abb. 8: Leverage-Effekt ▼

Investition Immobilie/Immobilienportfolio: 100 GE  
mit Jahresrohertrag: 7 – Bewirtschaftungskosten: 2 = 5 GE, d. h. Cashflow-Rendite = 5 %

Eigenkapital	Fremdkapital zu 3 %	Jahresreinertrag	Kosten Fremdkapital	Einnahmen	Rendite für eingesetztes Eigenkapital
100 %	0 %	5 GE	0 GE	5 GE	5 %
50 %	50 %	5 GE	1,5 GE	3,5 GE	7 %
10 %	90 %	5 GE	2,7 GE	2,3 GE	23 %

GE = Geldeinheiten

Quelle: eigene Darstellung

Die Gesellschaften nehmen dabei eine aktive Rolle bei der Kontrolle und Betreuung des Portfolios bzw. des Portfoliounternehmens ein und leisten häufig aktive Managementunterstützung für das Unternehmen. Außerdem besteht von Anfang an die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern – in der Regel nach fünf bis neun Jahren – und einen Kapitalgewinn zu realisieren, verbunden mit einer hohen Rendite in Höhe von 15–20 %. Die Fonds gehen folglich davon aus, dass sich die Fundamentaldaten des jeweiligen Markts im Kontext der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung innerhalb der Halte- dauer des Investments deutlich verbessern: Anlageschwerpunkte sind somit Objekte und Projektentwicklungen (unter anderem auch Pioniersektoren) mit deutlichen Wertsteigerungspotenzialen (vgl. Abbildung 9, Seite 384). [16]

Aktive Managementunterstützung

EK-Rendite bei 15–20 %

Der Gesamtreturn in Höhe von 15–20 % wird größtenteils aus der Erzielung von Wertsteigerungen einzelner Investments generiert (Wertänderungsrendite). Das bedeutet, das Wertsteigerungspotenzial wird während der Laufzeit des Fonds aktiv genutzt. Die Cashflowrendite – als zweiter Teil des Total Return – ist indessen

J-Curve bei den Equity-Cashflows

Definition	Erläuterungen
... von speziellen Finanzintermediären für diverse nicht börsennotierte Immobilien-investitionen ...	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Spezielle Investmentgesellschaften (REPE Funds)</li> <li>■ Kauf von oder Beteiligung an privat gehaltenen Immobilieninvestments</li> <li>■ Durchschnittliche Haltedauer von drei bis maximal zehn Jahren</li> </ul>
... Immobilien-(investment-)Märkte oder -Sektoren mit einem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht und/oder großen Wachstumsaussichten ...	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Große Produktspanne von Einzelimmobilien über Immobilienportfolios hin zu Immobilienunternehmen oder „Non-Performing“-Immobilienkreditdarlehen</li> <li>■ Markttiming der Investition entscheidend (buy low, sell high)</li> </ul>
... komplexe Finanzierungsstrukturen ...	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Hoher strukturierter Fremdkapitalanteil bei der Kaufpreisdarstellung</li> <li>■ Syndiziertes Bankdarlehen oder Verbriefung</li> </ul>
... aktive Rolle bei der Betreuung und Kontrolle des Portfolios ...	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Aktive Wahrnehmung der Gesellschafterrechte</li> <li>■ Einflussnahme auf die strategischen Entwicklung und Ausrichtung des Investments</li> </ul>
... von vornherein die Absicht, die Beteiligung wieder zu veräußern	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Konstante Cashflows aus laufenden Einnahmen und Veräußerungserlösen als Elemente der Renditegenerierung</li> <li>■ Weiterveräußerung von (Teil-)Portfolios als Exit-Strategie</li> </ul>

Abb. 9: Definition von Real Estate Private Equity ▲

Quelle: in Anlehnung an Goldman Sachs (2003) und Schäfers (2005)

von untergeordneter Bedeutung. Am Verlauf der Cashflows ist ersichtlich, dass zunächst ein negativer Return erzielt wird und Kapitalrückflüsse üblicherweise erst nach dem zweiten oder dritten Anlagejahr erwartet werden und erst ab diesem Zeitpunkt ein (sehr) hoher Gewinn erzielt werden kann (vgl. Abbildung 10). Dieser Verlauf wird auch als J-Curve (J-Kurve) bezeichnet. Die Berechnung der Gesamtrendite erfolgt später mit der Exitmöglichkeit bzw. der Auflösung des Fonds.

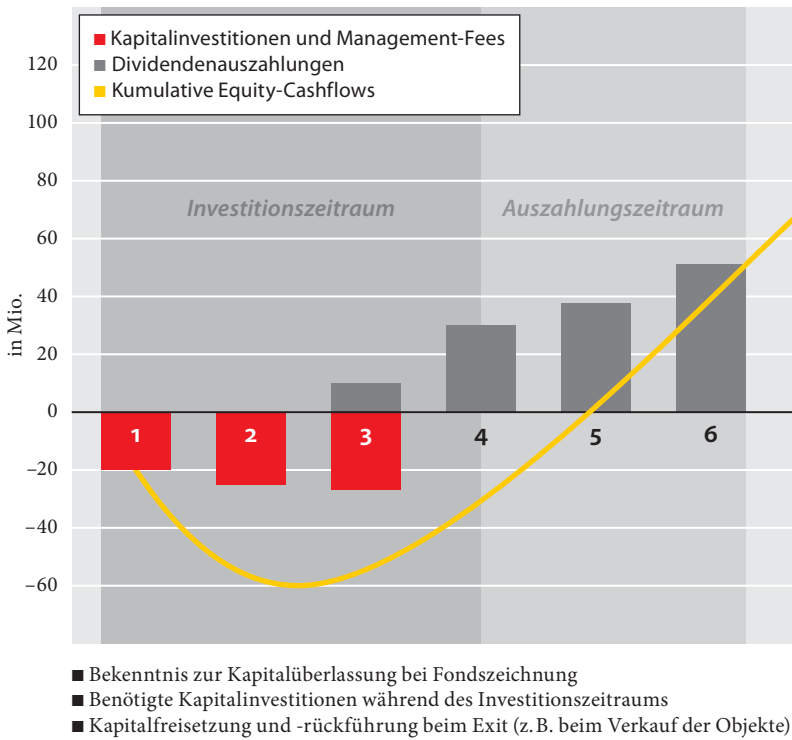


Abb. 10: Verlauf der Cashflows bei einem Real Estate Private Equity Fund

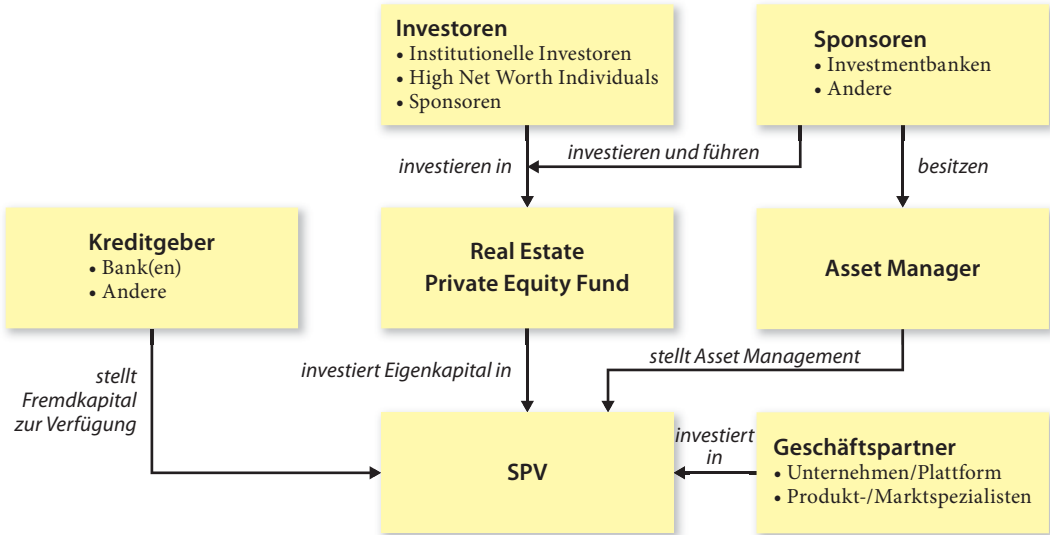
### 3 Aufbau von Real Estate Private Equity Funds

#### 3.1 Funktionsweise und Struktur

Opportunity Funds zählen zu den geschlossenen Fonds und sind damit kaum liquide und fungibel. Somit ist ein Verkauf der Fondsanteile über die Laufzeit des Fonds nur selten vorgesehen. Sie unterliegen zudem rechtlich nicht deutschen Gesetzen, wie beispielsweise dem Investmentgesetz (InvG) oder dem Gesetz über das Kreditwesen (KWG).

*Geschlossene Fonds als Limited Partnership*

Als typische Rechtsform kann die Limited Partnership mit einem General Partner und mehreren Limited Partners angesehen werden, die etwa einer Kommanditgesellschaft entspricht und steueroptimal gestaltet werden kann (vgl. Abbildungen 11 und 12). Die Limited Partnership unterliegt als Personengesellschaft der direkten Besteuerung der Partner und nicht der Gesellschaft, wodurch eine mögliche Doppelbesteuerung vermieden wird. Die „Anteile“



Quelle: eigene Darstellung in Anlehnung an Schäfers (2005)

Abb. 11: Aufbau eines Real Estate Private Equity Fund ▲

werden von einer namentlich begrenzten Anzahl an Zeichnern bilanziell als Kapitalbeteiligungen gehalten. Immobilien-Opportunity-Funds oder Private Equity Funds der Asset-Klasse „Real Estate“ können beim Bundesaufsichtsamt für das Finanzwesen beantragen, als deckungsstockfähig qualifiziert zu werden.

Ein Real Estate Private Equity Fund besitzt eine aufwendige und komplexe Struktur. Er besteht aus einer Managementgesellschaft (dem General Partner bzw. „Komplementär“) und den originären Investoren (Limited Partners bzw. „Kommanditisten“) sowie einer flexiblen Einbindung einer Vielzahl von nationalen und internationalen Dienstleistern.

### 3.2 Investoren

Institutionelle Investoren und HNWI

Die Investoren (Limited Partners) sind institutionelle Investoren (unter anderem Pensionskassen, Bildungseinrichtungen, Stiftungen und Versicherungen) oder High Net Worth Individuals (HNWIs), d.h. Privatpersonen mit hohen Kapitalmitteln. Privatinvestoren haben unter anderem die Möglichkeit, über Feeder-Vehikel, eine Art Kapitalsammelstelle, in derartige Fonds zu investieren. Die durchschnittliche Beteiligungshöhe für die in der Regel von fünf bis 30 Investoren gezeichneten Fonds liegt bei ca. € 25 Mio., jedoch ist

seit der Finanzkrise ein Absinken der Investitionsvolumina beobachtbar. Die Investoren stellen das Eigenkapital für den Fonds und haften nur in der Höhe ihrer Einlage.

Im Anschluss an die Zusage eines Investors zu einem Engagement in einem Real Estate Private Equity Fund erfolgt eine Absichtserklärung („Letter of Intent“), die für einen bestimmten Zeitraum Exklusivität und Informationsvertraulichkeit garantiert. Nach der Einwerbung des Kapitals wird der Fonds geschlossen. Beim Abschluss der Beteiligung steht das Investitionsobjekt in der Regel noch nicht fest und wird innerhalb eines zuvor festgelegten Zeitfensters identifiziert, daher wird auch von sog. Blind-Pool-Investments gesprochen, die das Investitionskapital erst bei geeigneten Investitionszielen abrufen.

*Blind-Pool-Investments*

Da die Limited Partners in ihren Kontrollrechten hinsichtlich des Managements eingeschränkt sind, werden zusätzlich ein Advisory Board und ein Investment Committee installiert. Die Auswahl des Opportunity Fund durch die Investoren basiert – aufgrund des Blind-Pool-Charakters – in hohem Maß auf dem Vertrauen in den Sponsor bzw. den bestehenden Track Record der erfolgreichen Abschlüsse.

### 3.3 General Partners

Der General Partner („Sponsor“) stellt die Managementinstanz dar, ist unbegrenzt haftbar und leitet den Real Estate Private Equity Fund. Um eine Interessenkonvergenz zwischen den Investoren und dem General Partner herzustellen, beteiligt sich dieser – je nach Kapitalausstattung – meist selbst mit Eigenkapital am Fondsvermögen mit bis zu 20 %. Damit wird institutionellen Kunden und HNWI das große Vertrauen in das eigene Managementteam und in die eigene Investmentstrategie signalisiert. [17] Ein weiterer „Vertrauensbeweis“ besteht in der Vergütung des Fondsmanagements, die anreizkompatibel gestaltet wird. Folglich verdient das Management nur bei profitablen Projekten überdurchschnittlich viel.

*Managementinstanz  
mit unbegrenzter  
Haftung*

Demnach basiert die Vergütung des Managements üblicherweise auf zwei Komponenten: einerseits auf einer festen prozentualen Vergütung, die sich nach dem Fondsvermögen richtet, und andererseits auf einer variablen Erfolgsbeteiligung [18], die in mehreren Stufen erfolgt. Wird eine Mindestverzinsung überschritten, erhält das

Management eine höhere Erfolgsbeteiligung (sog. Catch-up-Vereinbarungen bei Gewinnverteilungsregelungen). Damit ergibt sich für die Limited Partners und für den General Manager ein in Abhängigkeit vom Fondsgewinn nicht lineares Auszahlungsschema. [19]

Die unbegrenzte Haftung des General Partner wird zumeist durch eine zwischengeschaltete Zweckgesellschaft (SPV) limitiert.

### 3.4 Asset Manager und Partner

*Lokale Expertise  
durch Partner*

Ein Fonds ist – aufgrund seiner Herkunft und seiner Personalstruktur – auf die Unterstützung von Operating Partners, d.h. lokalen Beratern oder Marktexperten, angewiesen. An die Investitionsphase schließt die Managementphase des Portfolios an, in der ein (Real Estate) Asset Manager den Immobilienbestand optimiert. Die Real Estate Asset Managers gehören teilweise im Rahmen einer vertikal erweiterten Wertschöpfungskette den Sponsoren, beispielsweise den Investmentbanken (unter anderem *Goldman Sachs/Whitehall* mit der *Archon Group*), an.

### 3.5 Advisory Board und Investment Committee

*Aufsichtsratsähnliche  
Funktion*

Das Advisory Board besteht aus namhaften Persönlichkeiten aus Wirtschaft und Politik, die eine beratende Tätigkeit ausüben. Es übernimmt aufsichtsratsähnliche Funktionen (unter anderem auch die Beurteilung der Angemessenheit der Bewertung) und ist eine Schlichtungsinstanz zwischen dem Management und den Limited Partners. Alle Abstimmungen, die mit den Limited Partners gemeinsam nicht durchführbar sind, werden stellvertretend vom Advisory Board vorgenommen.

*Prüf- und Kontroll-  
instanz*

Das Investment Committee besteht aus investmenterfahrenen Fachleuten, unter anderem internen Spitzen, Firmengründern und/oder Managing Directors, dient als interner Prüf- und Kontrollmechanismus und entscheidet über Investitionsdurchführungen. Der General Partner legt dem Investment Committee Rechenschaft ab.

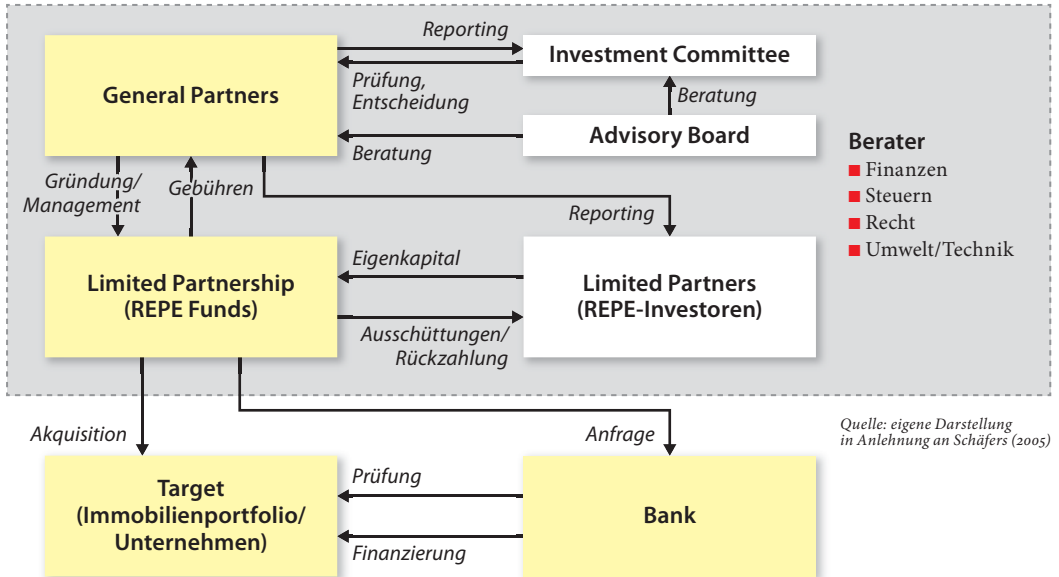
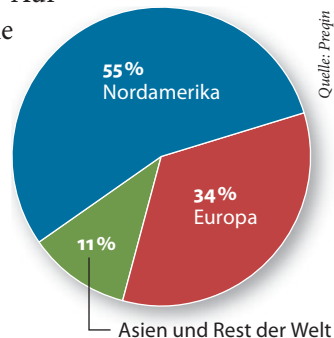


Abb. 12: Struktur und Aufbau einer Transaktion ▲

## 4 Investoren in Real Estate Private Equity Funds und Marktentwicklung

Zahlreiche unterschiedliche institutionelle Investoren allokieren Teile ihres Kapitals in Real Estate Private Equity Funds (vgl. Abbildung 14, Seite 390), jedoch dominieren Pensionskassen und Lebensversicherungen, die Investitionen in Real Estate Private Equity Funds nutzen, um ihre Gesamtrendite zu optimieren bzw. höhere Renten für ihre Versicherungsnehmer zu erzielen. [20]

Bei einer Analyse der geografischen Aufteilung der Investitionen dominieren die USA als Ursprungsland dieser Fonds, gefolgt von Europa an zweiter Stelle (vgl. Abbildung 13). [21] Aufgrund der bereits dargestellten „Wellenbewegung“ im Investitionsverhalten dieser Fonds sind Änderungen der Zielländer und -bereiche jedoch in schneller zeitlicher Folge möglich.

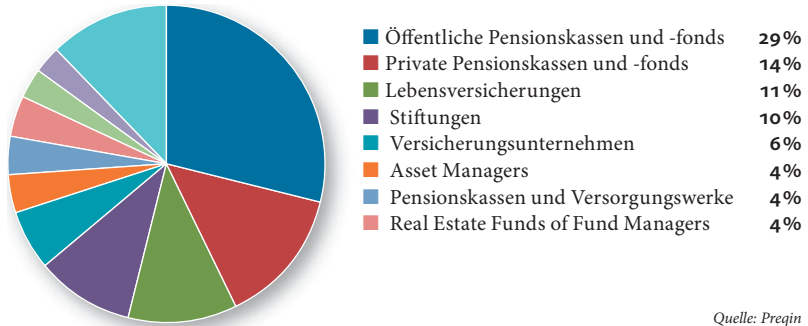


Hoher Anteil an Pensionskassen, -fonds und Lebensversicherungsunternehmen

USA und Europa als Investitionsziele

Abb. 13: Geografische Aufteilung der Investitionsvolumina in Real Estate Private Equity Funds

Abb. 14: Investoren  
in Real Estate Private  
Equity Funds



*Sinkende Anzahl an  
neuen REPE Funds*

Der günstige Leitzinssatz und die zahlreich vorhandenen Übernahmeziele für Real Estate Private Equity Funds führten in den Jahren 2004 bis 2008 zu einer sehr stark ansteigenden Anzahl an Fonds und Fondsvolumina (vgl. Abbildungen 15 und 16). [22] Diese Entwicklung wurde durch die Unsicherheiten der Finanzkrise jedoch unterbrochen, da die Banken durch die damit einhergehende Liquiditätskrise weniger Darlehen vergaben und damit das Finanzierungsmodell mit hohen Fremdkapitalquoten nur bedingt durchführbar war. Zugleich verlängerte sich die durchschnittliche Dauer bis zur Auflegung eines Fonds.

*Anpassung der  
Investitionsziele*

Neben der Verunsicherung der Anleger kommt es bei sinkenden Aktien- und Anleihewerten zu steigenden Immobilienquoten in den Portfolios der Investoren. Das bedeutet, ein weiterer Ausbau des Engagements in immobilienbezogene Produkte wird zurückgestellt. Dies führt in Summe zu einer Reduktion von Immobilienengagements und Investitionen in Real Estate Private Equity Funds. Zudem erlauben externe Restriktionen wie beispielsweise die verstärkte risikobasierte Eigenkapitalhinterlegung durch Basel III ab 2013 bei den Banken und mögliche Liquiditätsengpässe und Marktturbulenzen keine großvolumigen Darlehen und hohe Fremdfinanzierungen mehr. Dies hat zur Folge, dass zukünftig die angestrebten Renditen durch andere Investitionsziele und -strukturen erreicht werden müssen.

*Neue REPE Funds*

Trotz dieser Restriktionen durch das schwierige Marktumfeld werden weiterhin großvolumige Fonds gezeichnet und aufgelegt wie exemplarisch in Abbildung 17 (siehe Seite 392) dargestellt. Da es sich hierbei um gezeichnetes Eigenkapital handelt (ca. 10–20 % des Gesamtfinanzierungsvolumens) und darüber hinaus das Fremdkapital berücksichtigt wird (ca. 80 % des Gesamtfinanzierungsvolumens), kann nach wie vor von einer hohen Attraktivität von Oppor-

### Anzahl der Auflegungen von Real Estate Private Equity Funds von 2004 bis 2010

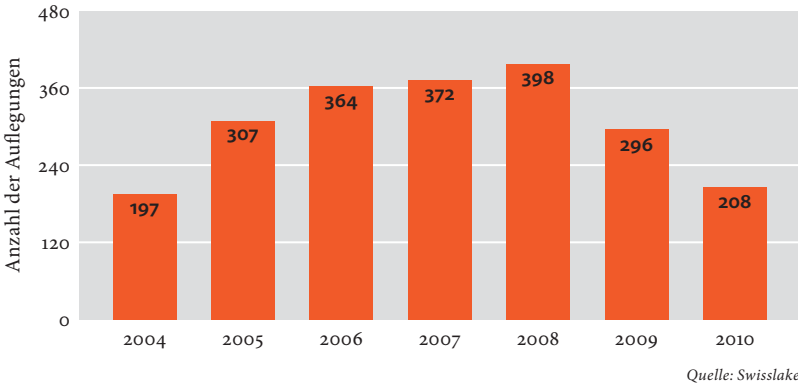


Abb. 15: Anzahl der Auflegungen von Real Estate Private Equity Funds

### Durchschnittlich benötigte Zeit zur Auflegung eines Private Equity Fund in den Jahren 2005 bis 2010

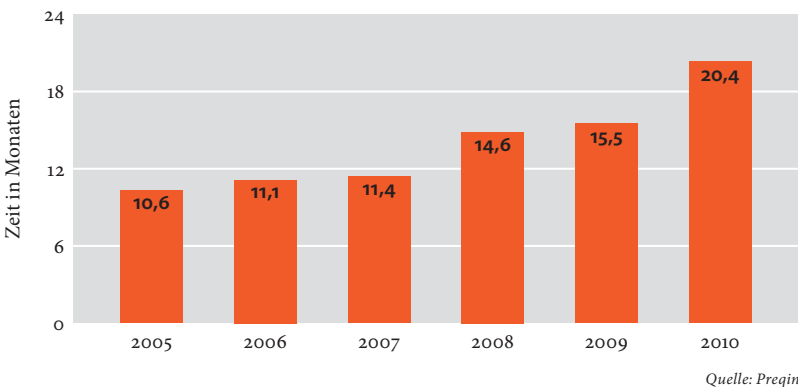


Abb. 16: Durchschnittliche Zeit zur Auflegung von Real Estate Private Equity Funds

tunity Funds für institutionelle Investoren ausgegangen werden sowie von weiteren Großtransaktionen in naher Zukunft. Besonders auffallend ist der MSREF VII, der wiederum sehr hohe Investitionsvolumina in sich vereint.

Einhergehend mit der Finanzkrise wurde auch die Anlagestrategie der Real Estate Private Equity Funds modifiziert. Während in den „Boomjahren“ von 2004 bis 2008 klar die opportunistischen und Value-added-Immobilienportfolios überwogen hatten, kam es in den Folgejahren zu einer Verlagerung in den Bereich ausfallgefährdeter Darlehen, d.h. Non-Performing Loans („Debt“, „Distressed“). [23] Folglich können Opportunity Funds sehr schnell auf neue „Opportunitäten“ reagieren und Angebot-Nachfrage-ungleichgewichte bei derartigen Darlehen strukturiert nutzen. Das

*Investitionen in (Non-Performing) Loans*

Unternehmen	Name des Fonds	Fonds Equity (US\$ Mio.)	Jahr der Schließung/ vorübergehende Schließung
1 Morgan Stanley Real Estate Investing	Morgan Stanley Real Estate Fund VII Global	4.683	2010
2 Lone Star	Lone Star Real Estate Fund II	4.200	2011
3 Beacon Capital Partners	Beacon Capital Strategic Partners IV	2.540	2010
4 Starwood Capital Group	Starwood Global Opportunity Fund VIII	1.829	2010
5 KSL Capital Partners	KSL Capital Partners Fund III	1.750	2011
6 TA Associates Realty	Realty Associate Fund IX	1.492	2010
7 Shorenstein Properties	Shorenstein Realty Investors 10	1.232	2011
8 Starwood Capital Group	Starwood Capital Hospitality Fund	965	2010
9 Brockton Capital	Brockton Capital Fund II	803	2010
10 Fortress Investment Group (tie)	Fortress Japan Opportunity Domestic Fund	800	2010

Quelle: eigene Darstellung

Abb. 17: Fundraising von Real Estate Private Equity Funds ▲

große Angebot an derartigen Non-Performing-Loan-Portfolios durch Banken und Investoren ist wiederum auf die starken Abwertungen durch die Finanzkrise zurückzuführen (vgl. Abbildung 18).

Investitionsstrategien der Real Estate Private Equity Funds

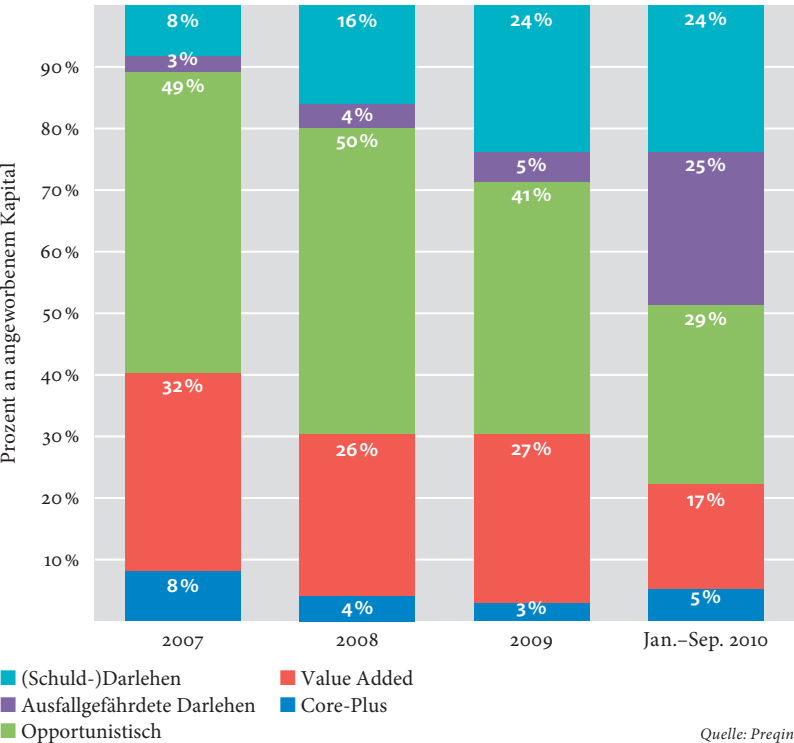


Abb. 18: Investitionsstrategien der Real Estate Private Equity Funds

## 5 Struktur einer Transaktion

Eine Real-Estate-Private-Equity-Transaktion kann in mehrere Schritte unterteilt werden (vgl. Abbildung 19, Seite 394), die unter anderem folgende Bereiche umfassen:

- Origination
- Evaluierung/Genehmigung
- Closing
- Asset Management
- Exit [24]

Von der Identifikation möglicher Investitionsziele bis zur finalen Investitionsgenehmigung sind die jeweiligen Manager, das Management Board und das Investment Committee in den Prozess eingebunden. Diese stehen – wie in Abbildung 20 (Seite 395) dargestellt – in regelmäßigem Kontakt und begleiten die Investitionsentscheidung bis zum Abschluss der Transaktion. [25]

Der Real Estate Private Equity Fund erwirbt eine Beteiligung, um diese nach einer kurzen Haltedauer mit erfolgter Wertsteigerung des Portfolios im Rahmen eines geplanten Exit wieder zu veräußern. Dazu bestehen mehrere Möglichkeiten, die – im Idealfall – rechtzeitig abgewogen und eingeleitet werden [26]:

*Exitstrategien*

- Einzelverkauf, d.h. ein kleinteiliger und managementintensiver Weiterverkauf
- Portfolioverkauf, eventuell mit einem Wertabschlag
- Refinanzierung und Haltestrategie
- Fusion mit anderen Partnern
- Einbringung in einen Spezialfonds
- Securitization: Verbriefung der Zahlungsansprüche anstatt eines Verkaufs

Die hohen Kapitalvolumina, die für den Erwerb eines durch den Fonds gehaltenen Portfolios benötigt werden, sind häufig nur von wenigen kapitalstarken Investoren finanzierbar. Daher bietet sich – aufgrund der Größe des Equity-Markts – ein Börsengang (IPO) an. Hierbei besteht jedoch die Gefahr, dass eine Notierung mit einem Abschlag auf den Net Asset Value erfolgt, die Kosten für den Börsengang und die antizipierte Marktpflege den Emissionserlös ver-

*Börsengang*

Abb. 19: Grundstruktur einer Real-Estate-Private-Equity-Transaktion

Origination
■ Target-Suche
■ Target-Auswahl
■ Indikative Bewertung
■ Indikative Strukturierung/Finanzierung
■ Desinvestitionsstrategie
■ Indikative Corporate-Governance-Strategie
■ Due-Diligence-Anfrage an Verkäufer
■ Letter of Intent
■ Transaktionsvorbereitung/Budgetbewilligung
Evaluierung/Genehmigung
■ Due Diligence
■ Bewertung/Businessplan (Modellierung)
■ Finanzierung (Eigenkapital, Fremdkapital)
■ Finale Corporate Governance
■ Pricing
■ Bewilligung/Credit Request
■ Binding Offer
■ Signing
Closing
■ Schaffung der Akquisitionskörperschaft (Special Purpose Vehicle)
■ Überwachung der Closing Conditions, Share Purchase Agreement
■ Finale Finanzierung, Begleichung des Kaufpreises
■ Implementierung der Corporate-Governance-Struktur
Asset Management
■ Überwachung/Reporting
■ Internes Reporting
■ Investorenreporting
Exit
■ Desinvestition

Quelle: in Anlehnung an Schäfers (2005)

ringern und damit die Gesamtrendite für die Eigenkapitalinvestoren reduziert wird.

Außerdem gab es bis 2007 in Deutschland eine Doppelbesteuerung auf Gesellschafts- und Gesellschafterebene für Immobilienaktiengesellschaften. Diese wurde mit der Einführung des Real Estate Investment Trust (REIT), der ausschließlich auf Corporate-Ebene besteuert wird, aufgehoben, sodass der REIT eine attraktive Veräußerungsmöglichkeit für einen Real Estate Private Equity Fund bietet.



Quelle: in Anlehnung an Schäfers

Abb. 20: Prozess-Stufen einer Transaktion

*Erfolgsfaktoren für  
REPE Funds*

Abschließend sind in Abbildung 21 zentrale Erfolgsfaktoren für eine Real-Estate-Private-Equity-Transaktion angeführt. Diese umfassen unter anderem [27]:

- Hohe Attraktivität für den Investor bzw. die Bedürfnisse der Anteilszeichner
- Professionelles Investitionsmanagement
- Flexible Strukturierungsoptionen
- Operative Effizienz und Effektivität
- Zielführende Exitstrategien

In der nachfolgenden Case Study werden ausgewählte Wertschöpfungsstrategien im Rahmen einer Investition durch einen Real Estate Private Equity Fund dargestellt und auf das Unternehmen GSW Immobilien AG angewendet.

*Abb. 21: Erfolgsfaktoren für Real-Estate-Private-Equity-Investitionen ▼*

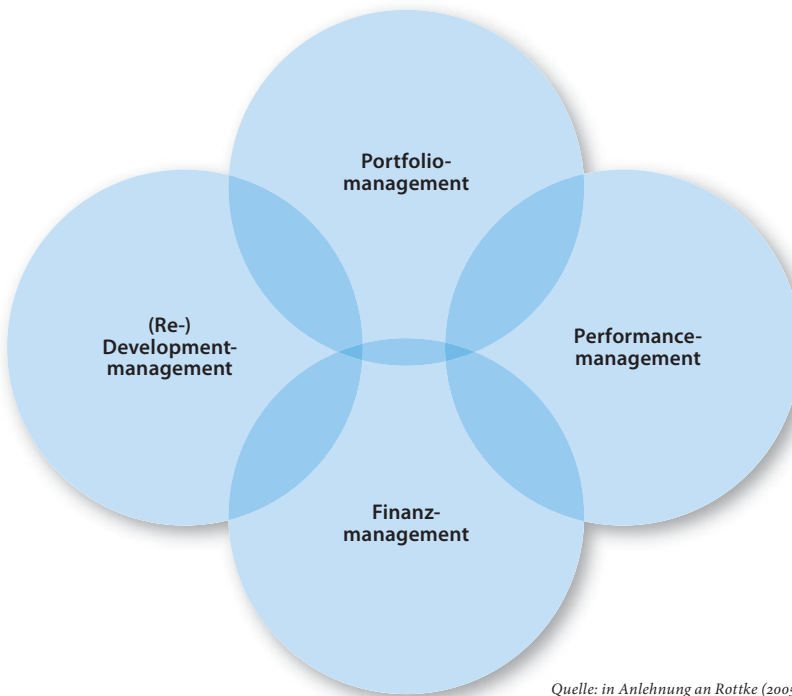
<b>1 Attraktivität für Investoren</b>	
■	Aufbau und Erhalt eines exzellenten Track Records
■	Aufbau eines starken Teams von Beratern, Wirtschaftsprüfern, Anwälten und anderen Spezialisten
■	Zugang zu qualifizierten Investoren
■	Umfassende Informationsleistungen für Investoren (u. a. Financial und Tax Reports)
<b>2 Investitionsmöglichkeiten</b>	
■	Schaffung neuer Investitionsmöglichkeiten durch <ul style="list-style-type: none"> <li>• hohe und nachhaltige Transaktionsprofessionalität (Glaubwürdigkeit, Effizienz u. ä.)</li> <li>• Aufbau eines umfassenden Netzwerks von Joint-Venture-Partnern</li> </ul>
<b>3 Strukturierung</b>	
■	Flexible Strukturierungsoptionen für inländische und ausländische Investoren u. a. zur Minimierung der Steuerlast
■	Schaffung von Best-Practice-Gebührenstrukturen zur Wahrung eigener und Investoreninteressen
■	Optimaler Fremdkapitaleinsatz für die jeweiligen Investoren zur Maximierung der Eigenkapitalverzinsung
<b>4 Operative Effizienz</b>	
■	Effizienz und Effektivität bei der Entwicklung und der Bewirtschaftung von Objekten
■	Nachhaltiger Aufbau eines marktführenden Beraterteams
■	Erfüllung von steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Auflagen im angemessenen Zeitrahmen
<b>5 Exit-Strategien</b>	
■	Möglichst schnelle Rückführung des eingesetzten Eigenkapitals über Verkäufe von Fonds-Assets
■	Ausrichtung/Restrukturierung des Fonds bzw. einzelner Beteiligungen im Hinblick auf eine wertmaximierende Exitstrategie (z. B. IPO)

Quelle: Deloitte

## 6 Wertschöpfungsstrategien und Case Study

Nach der theoretischen Darstellung des Aufbaus und der Struktur eines Real Estate Private Equity Fund werden nachfolgend vier zentrale Wertschöpfungsstrategien für Opportunity Funds – Performance Management, Finanzmanagement, (Re-)Development Management und Portfoliomanagement – kritisch beleuchtet (vgl. Abbildung 22).

*Zentrale Wertschöpfungsstrategien*



*Abb. 22: Wertschöpfungsstrategien im Überblick*

*Quelle: in Anlehnung an Rottko (2005)*

Im Anschluss an die theoretische Darlegung der Wertschöpfungsstrategien werden diese auf das Unternehmen *Gemeinnützige Siedlungs- und Wohnungsbaugesellschaft (GSW)*, heute *GSW Immobilien AG*, angewendet. Dieses Unternehmen wurde 2004 für rund € 2 Mrd. (Enterprise Value) bzw. rund € 405 Mio. Equity Value vom Land Berlin an einen Real Estate Private Equity Fund um *Cerberus* und *Whitehall* verkauft. Die Eckdaten der Transaktion in Abbildung 23 zu finden.

*Erwerb im 2004 durch einen REPE Fund*

Abb. 23: Eckdaten der Transaktion des Verkaufs der Gemeinnützigen Siedlungs- und Wohnungsbau-gesellschaft an Cerberus/Whitehall

Eckdaten der Transaktion	
■ Kaufpreis:	rund € 2 Mrd. (Enterprise Value); rund € 405 Mio. (Equity Value)
■ Erwerber:	Cerberus/Whitehall (USA)
■ Investortyp:	Finanzinvestor (Private Equity Fonds)
■ Verkäufer:	Land Berlin
■ Bieterinteresse:	hoch
■ Anzahl Wohneinheiten:	rund 67.000
■ Sonstiges:	Verpflichtung des Investors auf eine langfristige Halteperiode der Anteile sowie auf die Umsetzung eines im Vorfeld beschlossenen Restrukturierungsprogramms

Quelle: eigene Darstellung, Unternehmensinformation

6.1 Performance Management

Optimierung der Cashflows

Der Real Estate Private Equity Fund als Investor in das Portfolio optimiert die Cashflows durch die Restrukturierung des Unternehmens auf Unternehmensebene sowie auf Portfolio- bzw. Objekt-ebene. Dadurch wird den Unternehmenswert gesteigert, da die-ser unter anderem auf Basis aktueller und zukünftiger Cashflows errechnet wird. Damit einhergehend erfolgt die Optimierung der Cashflows durch steuerliche Maßnahmen. Das (Real Estate) Asset Management wirkt als Managementinstanz an der Erfolgssteige-rung des Unternehmens bzw. des Portfolios mit.

Leerstandreduktion und Mietsteigerung

Bei der GSW Immobilien AG konnte durch die Qualifikation der Mitarbeiter der Leerstand der Immobilienobjekte reduziert und die Vermietungsquote um 2,7 % im Zeitraum Dezember 2006 bis Dezember 2010 gesteigert werden. Einhergehend mit zahlrei-chen Modernisierungsmaßnahmen konnte auch eine Mietstei-gerung erzielt und die Miete über die fünfjährige Haltedauer um 2,9 % gesteigert werden (vgl. Abbildung 24). Abschließend gelang

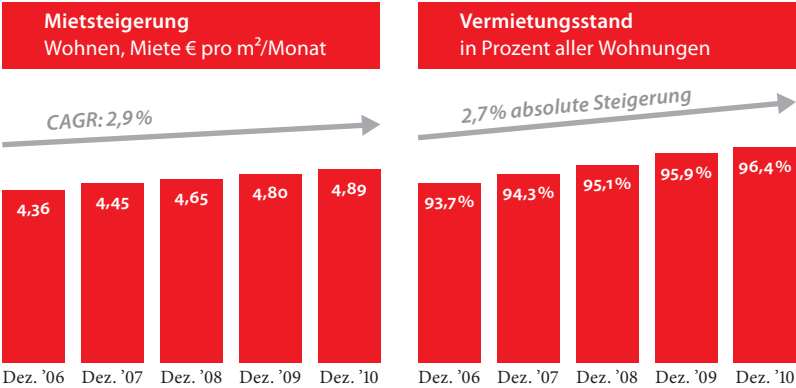


Abb. 24: Performance Management bei der GSW Immobilien AG

Quelle: eigene Darstellung, Emissionsprospekt GSW Immobilien AG (2011), S. 25

es, durch das Auffinden von nicht betriebsnotwendigen Ausgaben jährlich € 12,5 Mio. einzusparen.

6.2 Finanzmanagement

Im Rahmen des Finanzmanagements werden zielführende Finanzierungsstrukturen gewählt, um die Rendite nachhaltig zu optimieren. Dazu zählt insbesondere die bereits beschriebene Wertschöpfung durch den Leverage-Effekt: Bei einer Immobilieninvestition wird dabei von einer Quote in Höhe von 80–90 % Loan-to-Value (LTV), bei Unternehmen 75–90 % und bei Non-Performing Loans 75–80 % ausgegangen. Die Höhe des Fremdkapitalanteils ist dabei abhängig von den Cashfloweigenschaften der Investition – bei Immobilieninvestitionen von der sicheren Mietzahlung der Mieter. Die Besicherung der Finanzierung erfolgt durch die Belastung bzw. Abtretung von Vermögensgegenständen und die Kontrolle durch Finanzkennzahlen (sog. Covenants).

Renditeoptimierung durch Fremdkapital]

### Hauptmerkmale der Refinanzierung des 875-Mio.-Euro-Darlehens

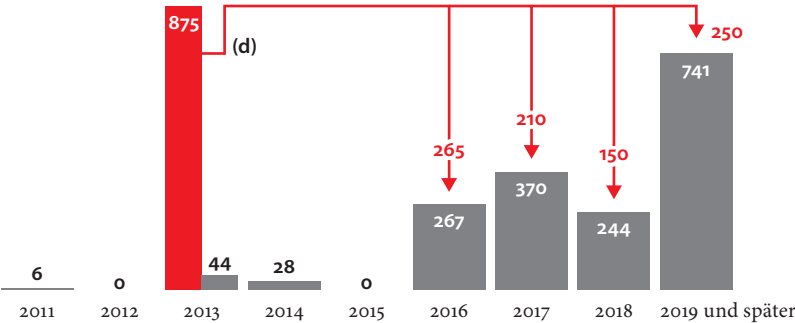
- **Struktur:** bilaterale Verträge mit sechs Banken
- 100% fix oder Swap
- **Laufzeit:** von fünf bis 33 Jahren
- Durchschnittliche Laufzeit von mehr als acht Jahren
- Früheste Fälligkeit im 1. Quartal 2016

### Refinanzierungsstruktur

Darlehen	Summe in Mio. €	Laufzeitende	Bank
1	215	Q1 2016	UniCredit
2	210	Q1 2017	Berlin Hypo
3	200	Q1 2021	PBB
4	150	Q1 2018	IBB
5	50	Q1 2016	DG Hypo
6	50	Q1 2043	Münchener Hypo
Gesamt/ Durchschnitt	875	> 8 Jahre	

Nachrefinanzierung des GSW-Laufzeitprofils – gesamt: 1.700 Mio. €

Gewichtete Durchschnittslaufzeit: 12,9 Jahre



Quelle: eigene Darstellung, Emissionsprospekt GSW Immobilien AG (2011), S. 85

Abb. 25: Refinanzierung der Darlehenssumme

*Erfolgreiche  
Refinanzierung*

Das aufgenommene Darlehen wird in regelmäßigen Abständen refinanziert und den aktuellen Markt- und Risikokonditionen angepasst. Im Fall der *GSW Immobilien AG* wurde für 2013 eine Darlehenssumme von € 875 Mio. zur Refinanzierung angesetzt. Dieses Darlehen wurde ursprünglich von der Bank *Lehman Brothers Inc.* ausgegeben und verbrieft.

Nach der Insolvenz der Bank war eine Verlängerung nicht mehr möglich, was als Marktrisiko gewertet wurde. Die aktuelle Marktsituation erlaubt es Banken jedoch nicht – wie in den Jahren des Portfolioerwerbs –, diese Volumina in einem einzelnen Darlehen weiterzuführen und vollständig in die Bilanz aufzunehmen. Folglich wurde mit einem Bankenkonsortium, bestehend aus sechs namhaften Banken, das Darlehen tranchiert und über unterschiedliche Restnutzungsdauern terminiert.

Dies ermöglicht es dem Bankenkonsortium, das Darlehen zu refinanzieren, und die *GSW Immobilien AG* kann zukünftig einzelne Teilzahlungen strukturiert durchführen (vgl. Abbildung 25, Seite 399).

### 6.3 (Re-)Development Management

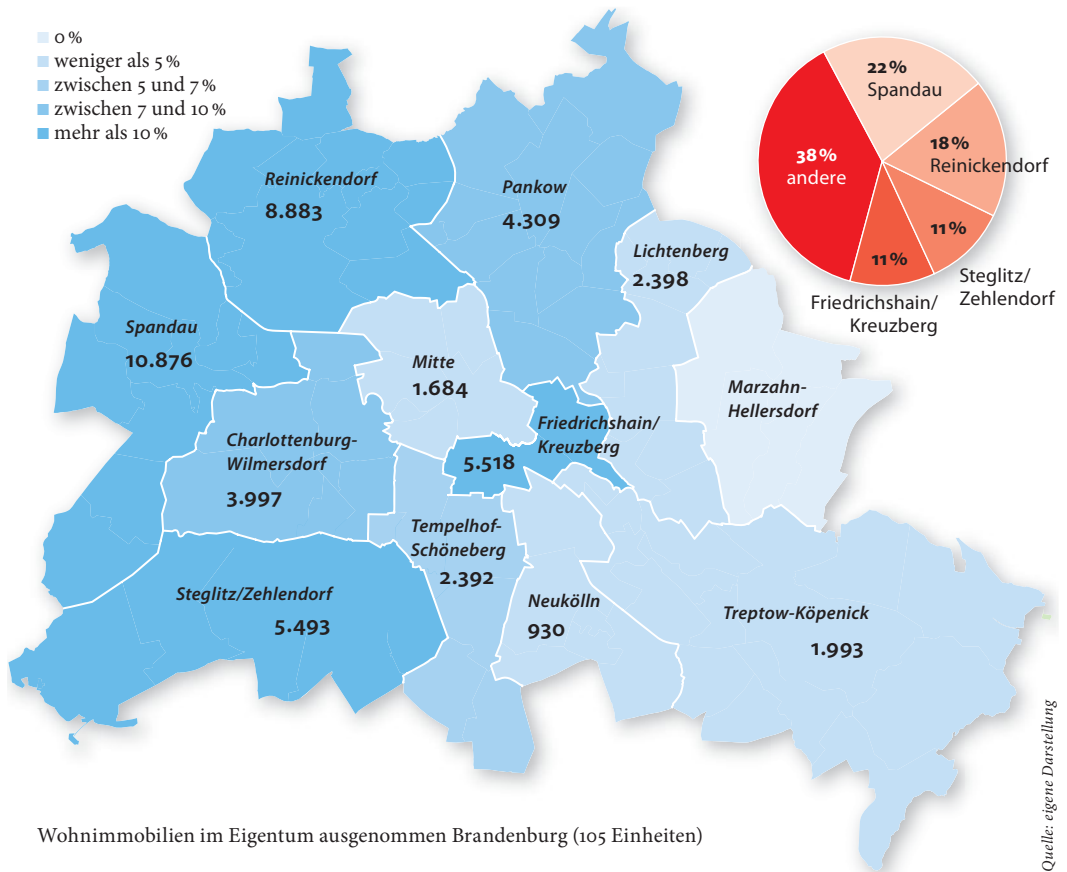
*Highest-and-best-Use-  
Konzepte*

Im Rahmen des (Re-)Development als Wertschöpfungsstrategie werden Entwicklungsaktivitäten angepasst bzw. beschleunigt. Dabei werden Highest-and-best-Use-Konzepte für die Objekte geplant und ggf. mit Umwidmungen durchgeführt. Bei der *GSW Immobilien AG* konnte das Portfolio modernisiert und weiterentwickelt und damit der Bestand nachhaltig optimiert werden (vgl. Abbildung 26).

### 6.4 Portfoliomanagement

*Portfoliomanagement  
und Exitstrategie*

Im Portfoliomanagement als Wertschöpfungsstrategie wird die Portfoliostruktur nach Rendite-Risiko-Eigenschaften optimiert und die Wholesale- bzw. Retail-Strategie des Real Estate Private Equity Fund am Ende der Fondslaufzeit mit möglichen Skaleneffekten richtig terminiert. Dabei kommt der Exitstrategie besondere Bedeutung zu, unter anderem im Rahmen eines Einzelverkaufs, eines Paketverkaufs, einer Fondsauflösung oder einer ganzheitlichen Exitlösung (beispielsweise IPO).



Bei der GSW Immobilien AG umfasste die Portfoliooptimierung zunächst die Leerstandsreduzierung und die Kostenoptimierung sowie strategische Einzelverkäufe von ausgewählten Objekten. Als Exitstrategie wurde schließlich der Börsengang beschlossen, der unter anderem mittels der Einführung von neuen Reportingstandards (IFRS), der beschriebenen Refinanzierung des Darlehens und des richtigen Timings für die Erstnotiz.

Alle beschriebenen Wertschöpfungsstrategien konnten strukturiert auf das Beispiel GSW Immobilien AG angewendet werden und der Gesamtwert des Unternehmens wurde nachhaltig gesteigert. Nach dem Erwerb der Gemeinnützigen Siedlungs- und Wohnungsbaugesellschaft im Jahr 2004 durch die Opportunity Funds Cerberus Capital Management und Whitehall Funds sowie der folgenden Neustrukturierung der GSW Immobilien GmbH firmiert das Unternehmen seit 1. April 2010 als GSW Immobilien AG. Am 15. April 2011 folgte die Erstnotierung im Prime Standard der Frank-

Abb. 26: Optimierung des Immobilienbestands der GSW Immobilien AG ▲

Börsengang der GSW Immobilien AG

*Börsengang  
am 15. April 2011*

furter Wertpapierbörse und seit dem 19. September 2011 ist die GSW Immobilien AG im MDAX gelistet. Der Börsengang fand mit einem Emissionspreis in Höhe von € 19,55 statt und einem Tageshöchstkurs von € 21,50, d. h. in Summe mit einer Marktkapitalisierung der GSW Immobilien AG von ca. € 880 Mio. bei 41,05 Mio. Aktien. [28]

## 7 Zusammenfassung und Ausblick

Dieser Beitrag hat sich der Konstruktion und Wirkungsweise von Opportunity Funds bzw. Real Estate Private Equity Funds, die seit 2002 in Deutschland und Österreich aktiv am Marktgeschehen teilnehmen, gewidmet. Real Estate Private Equity Funds, die zumeist als Limited Partnership konzipiert sind, stellen nicht börsennotiertes Eigenkapital dar. Sie verzinsen das eingesetzte Eigenkapital ihrer Anleger bzw. Limited Partners, institutionellen Investoren und High Net Worth Individuals mit hohen Renditen in Höhe von 15–20 %. Diese Rendite resultiert in der Regel aus der Wertänderung der Objekte während der Halteperiode durch den REPE Fund. Dazu wird der Fonds über sechs bis neun Jahre geschlossen und das Kapital in Märkte mit einem Angebot-Nachfrage-Ungleichgewicht investiert, unter anderem in Non-Performing Loans sowie in Immobilienportfolios mit Leerständen oder Entwicklungspotenzialen.

Damit die vorgegebenen Renditen erreicht werden, greifen die Fonds aktiv in die Unternehmensstrukturen ein und nutzen unterschiedliche Wertschöpfungsstrategien, wie beispielsweise das Performance Management mit einer Optimierung der Cashflows des Bestands, das Finanzmanagement durch Ausnutzen des Leverage-Effekts (Fremdkapitalaufnahmen in Höhe von 80–100 %), das (Re-)Development Management durch gezielte Modernisierungsmaßnahmen/Projektentwicklungen und das Portfoliomanagement durch Optimierung und Verkauf des Portfolios.

Derzeit sind Opportunity Funds durch die herrschende Finanzkrise in der Aufnahme von Fremdkapital limitiert, dennoch existieren zahlreiche neue Fonds auf dem Markt, die zielgerichtet nach neuen Investitionsmöglichkeiten suchen und in diese investieren.

*Neue Herausforderungen bei REPE Funds*

## Referenzen

- [1] Vgl. Achleitner, A.-K. (2006): Real Estate Private Equity – Funktionen und Bedeutung einer Anlageklasse in: Schäfers et al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Wiesbaden 2006, S. 139.
- [2] Vgl. Rottke, N. (2005): Investition mit Real Estate Private Equity in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 275.
- [3] Vgl. Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 321.
- [4] Vgl. Meinel, W. (2011): Opportunity Fonds: Eine Begriffsbestimmung und Einführung in ihre Investitionsstrategie und Organisationsweise in: Schäfer, J./Conzen, G. (Hrsg.): Praxishandbuch: Immobilien-Investitionen: Anlageformen, Ertragsoptimierung, Risikominimierung, München 2011, S. 227.
- [5] Vgl. Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 321.
- [6] Vgl. Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 322.
- [7] Vgl. Fickes, M. (2001): Feasting On Market Inefficiency Worldwide in: NREI, Nr. 43 (11), Oktober 2001, S. 30.
- [8] Vgl. *Goldman Sachs* (2004) und Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 322.
- [9] Vgl. Achleitner, A.-K. (2006): Real Estate Private Equity – Funktionen und Bedeutung einer Anlageklasse in: Schäfers et al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Wiesbaden 2006, S. 144.
- [10] Vgl. Schäfers, W. (1997): Strategisches Management von Unternehmensimmobilien: Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie: Band 3, Köln 1997, zugl. Diss. EBS – European Business School, Oestrich-Winkel 1996.
- [11] Vgl. Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 324.
- [12] Vgl. Holzmann, C./Rottke, N. (2005): Opportunity Funds in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 322.
- [13] Vgl. Lorenz-Hennig, K./Zander, C. (2007): Veränderungen der Anbieterstruktur im deutschen Wohnungsmarkt und wohnungspolitische Implikationen in: Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS)/Bundesamt für Bauwesen und Raumordnung/IfS – Institut für Stadtforschung und Raumordnung: Forschungen Heft 124, Bonn 2007.
- [14] Vgl. Fortress (2005), Ernst & Young (2005).
- [15] *Goldman Sachs* (2005).
- [16] In Anlehnung an *Goldman Sachs* (2003) und Schäfers (2005).
- [17] Rottke, N. (2005): Investition mit Real Estate Private Equity in: Schulte et al. (Hrsg.): Handbuch: Immobilien-Investition, Wiesbaden 2005, S. 277.
- [18] Achleitner, C./Wagner, N. (2006): Real Estate Private Equity – Funktionen und Bedeutung einer Anlageklasse in: Schäfers et al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Köln 2006, S. 141.
- [19] Achleitner, C./Wagner, N. (2006): Real Estate Private Equity – Funktionen und Bedeutung einer Anlageklasse in: Schäfers et al. (Hrsg.): Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Köln 2006, S. 141.
- [20] Vgl. Preqin (2011).
- [21] Vgl. Preqin (2011).
- [22] Vgl. Statista (2011).
- [23] Vgl. Preqin (2011).
- [24] Vgl. Schäfers (2005).
- [25] Vgl. Schäfers (2005).
- [26] Schäfers, W./Gier, S./Wiffler, M. (2004): Monetarisierung von Corporate Real Estate in: Schäfers et al. (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, Wiesbaden 2004, S. 529–552.
- [27] Vgl. Schäfers (2005) und Deloitte (2005).
- [28] Vgl. Deutsche Börse AG (2011).

## Über die Autoren



**Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *University of Illinois at Urbana-Champaign* (IL/USA) und an der *Ecole Supérieure de Commerce de Dijon* (F).

Von Oktober 2004 bis Oktober 2008 forschte und lehrte Michael Trübestein als wissenschaftlicher Assistent und Promotionsstudent bei Herrn Prof. Dr. Wolfgang Schäfers am Lehrstuhl für Immobilienmanagement an der *Universität Regensburg*.

Im April 2008 schloss er das Intensivstudium Real Estate Asset Management in Berlin ab und erhielt im September 2008 einen Ruf zur Professur für Immobilienmanagement an der *Fachhochschule Kufstein*. Ferner lehrt er an der *Politecnico di Milano* in Mailand (I) und am *PRATT Institute* in New York (USA). Der Schwerpunkt der wissenschaftlichen Tätigkeit liegt insbesondere in den Bereichen Real Estate Investment and Finance, Real Estate Asset Management, Real Estate Capital Markets und Real Estate Valuation.

**Stefan Walldorf CFA MRICS** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *Pepperdine University* (CA/USA) und an der *Universidad de Sevilla* (Spanien).



Danach unterstützte er im Real Estate Structured Finance Team der *Eurohypo Frankfurt* und London multinationale Kunden bei der Akquisition von Gewerbe- und Wohnimmobilienportfolios mit maßgeschneiderten Finanzierungslösungen. Seit 2006 arbeitet er bei der *Cerberus Deutschland Beteiligungsberatung* und leitet dort zur Zeit das deutsche Real-Estate-Team. Während seiner Tätigkeit im Frankfurter Büro von *Cerberus* war Herr Walldorf in zahlreiche europäische Transaktionen mit Schwerpunkt auf dem deutschsprachigen Raum involviert. Er hat bei einer Vielzahl von Immobilientransaktionen beraten, insbesondere beim Ankauf von gewerblichen Immobilien- sowie bei Kreditportfolios als auch bei Restrukturierungen.

# Timberland als institutionelle Anlageklasse

David Rückel

Geschäftsführer, Wells Germany GmbH

Thomas Bauerfeind

Geschäftsführer,

Protinus Beratungsgesellschaft mbH

*Sowohl unter Renditegesichtspunkten als auch mit Blick auf eine strategische Ausrichtung eines Investments verdient Timber hohe Aufmerksamkeit. Timber bietet ein nachhaltiges Investment, das insbesondere durch das biologische Wachstum niedrig zu anderen Anlageklassen korreliert.*

*Die theoretische und empirische Analyse einer Timber-Beimischung in die Asset Allocation ist Gegenstand des nachfolgenden Beitrages.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	409
<b>2</b>	<b>Timber als alternatives Investment</b>	410
2.1	Zentrale Managementthemen der Forstwirtschaft	411
2.2	Der US-Markt	413
2.3	Die Entwicklung des Waldinvestmentmarkts	416
2.4	Einordnung nach deutschen regulatorischen Vorgaben	418
2.5	Analyse historischer Timber-Renditen in den USA	419
2.6	Historische Analyse von Timber	421
2.7	Wald als Diversifikator und gedämpfter Aktienmarkt- Trendfolger	422
2.8	Timber-Renditeszenarien für strategische Analysen	425
<b>3</b>	<b>AL-Modellierung zur strategischen Bewertung von Timber</b>	426
3.1	Modellbeschreibungen	426
3.2	Strategische Allokationen ohne Timber	428
3.3	Verbesserungen von Strategien durch Timber	429
<b>4</b>	<b>Fazit: Timber als Substitut und Solvency-II-Asset</b>	436
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung</b>	437
	<b>Referenzen</b>	438
	<b>Über die Autoren</b>	439

# 1 Einleitung <sup>[1]</sup>

Timber oder Nutzwald fügt sich immer besser in die Asset-Allocation-Strategien institutioneller Anleger ein. Dazu trägt zum einen die naturgegebene Nachhaltigkeit von Holz bei, die in Zeiten der Energiewende und eines gesteigerten Ressourcenbewusstseins von besonderer Relevanz ist. Zum anderen konnte Timberland auf dem stärksten Markt der Welt, in den USA, seine Rentabilität beweisen und erfreut sich dort einer hervorragenden Reputation als Anlageform.

*Timber als  
Diversifikator für die  
Asset-Allocation*

Bei einer detaillierten Betrachtung werden die Qualitäten von Timber als Diversifikator und gedämpfter Aktienmarkt-Trendfolger ebenso deutlich wie dessen Potenzial zur Veränderung oder Neuentwicklung von Strategien. Insbesondere das Asset-Liability-Modell (AL-Modell) zur strategischen Bewertung von Timber, auf dessen Grundlage in diesem Beitrag entsprechende Analysen durchgeführt werden, unterstreicht diese Aspekte.

Prinzipiell ist eine Investition in Nutzwald eine Investition in Grund und Boden und bildet somit eine weitere Alternative zu Anlagen in unbewegliches Vermögen wie Immobilieninvestments.

## 2 Timber als alternatives Investment

### *Timber als nachhaltige Anlagestrategie*

Nachhaltige Anlagestrategien stehen im Mittelpunkt zahlreicher Überlegungen in Bezug auf Asset-Allocation-Strategien. Dabei wird eine der ältesten und bewährtesten Anlageformen oft nur mit einem Seitenblick wahrgenommen: die Investition in Timber oder Timberland. Im Gegensatz zu vielen Investmentformen, die sich mit dem Etikett „Nachhaltigkeit“ schmücken, ist Wald die einzige Anlage, die seit Jahrtausenden ihre beständige Qualität durch den nachwachsenden Rohstoff Holz unter Beweis stellt, und nicht ohne Grund beschrieb Hans Carl von Carlowitz im 18. Jahrhundert das Nachhaltigkeitsprinzip in seinem Werk „*Sylvicultura oeconomica*“ am Beispiel der Forstwirtschaft: „Es darf nie mehr Holz geschlagen werden, als nachwachsen kann.“ Seinem Ansatz lag damals eine dramatische Holzknappheit infolge von Misswirtschaft zugrunde, die es zu bekämpfen galt.

### *Erhalt des Holz- bestandes*

1987 definierte die UN-Bruntland-Kommission nachhaltige Entwicklung als „eine Entwicklung, die den Bedürfnissen der heutigen Generation entspricht, ohne die Möglichkeiten künftiger Generationen zu gefährden, ihre eigenen Bedürfnisse zu befriedigen und ihren Lebensstil zu wählen“. Für die Forstwirtschaft im beginnenden 21. Jahrhundert bedeutet dies, dass für die nachkommende Generation mindestens der gleiche Holzbestand erhalten bleibt, der heute vorhanden ist. Die Zertifizierung der Wälder, etwa durch die Sustainable Forestry Initiative (SFI) oder den Forest Stewardship Council (FSC), bietet indessen substanzielle und verlässliche Hinweise auf eine nachhaltige Bewirtschaftung.

### *Ökonomischer Wert*

Neben dem ethisch-moralischen Vorzug der ökologischen Verantwortung besitzt eine nachhaltige Forstwirtschaft jedoch auch einen ökonomischen Wert, denn durch das biologische Wachstum, das unabhängig von Entwicklungen auf den Finanzmärkten oder politischen Ereignissen berechenbar ist, verfügen Waldinvestments über eine niedrige Korrelation zu traditionellen Anlagen und stellen einen anteiligen Inflationsschutz bei einer zugleich wettbewerbsfähigen Rendite dar.

## 2.1 Zentrale Managementthemen der Forstwirtschaft

Dem biologischen Wachstum des Walds sind Bewirtschaftungsprozesse zu verdanken, die sich von jenen anderer Investments grundlegend unterscheiden. So kann zum Beispiel der Holzeinschlag der jeweiligen Marktsituation angepasst werden. Insbesondere in Marktphasen mit niedrigen Holzpreisen können Waldmanager den Einschlag für einen längeren Zeitraum reduzieren. Gleichzeitig wächst der Wald weiter und gewinnt an Wert. Besonders Besitzer größerer Waldflächen sind somit weniger Preisnehmer. Umgekehrt können sie bei steigender Nachfrage den Einschlag erhöhen und von einem besseren Preisniveau profitieren. Dabei ist allerdings darauf zu achten, die Fixkosten niedrig zu halten, um in Zeiten von weniger Einschlag keine operativen Verluste ausweisen zu müssen und mit einer ausgeglichenen Bilanz aufwarten zu können.

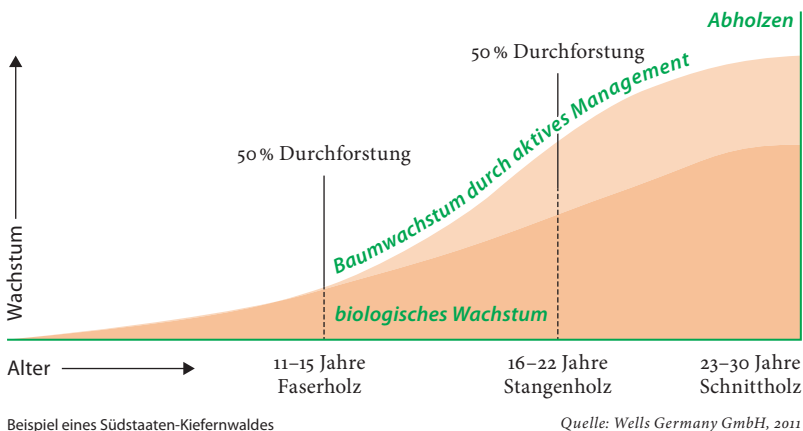
### Anpassung des Holzeinschlages an die Marktsituation

In Abbildung 1 ist zu sehen, dass bei einer aktiven Bewirtschaftung der Mechanismus des Durchforstens oder das Lichten junger Wälder nicht nur das Wachstum zusätzlich beschleunigt, sondern auch Einnahmen generiert werden, denn der Verkauf dieser Hölzer an Faser- oder Papierproduzenten sichert einen laufenden Cashflow. Mehr Platz, mehr Sonne und mehr Wasser sorgen dafür, dass die verbliebenen Bäume schneller wachsen. Bei der in den USA beheimateten Südstaatenkiefer kann dieser Vorgang im Lebenszyklus eines Waldabschnitts sogar zwei- bis dreimal durchgeführt werden.

### Mechanismus des Durchforstens

## Höhere Renditen durch aktives Management

eine Assetklasse mit biologischem Wachstum



*Abb. 1.: Höhere Renditen durch aktives Management*

*Langfristige Abnahme-  
verträge*

Langfristige Abnahmeverträge minimieren das Absatzrisiko und erhöhen die Planungssicherheit – allerdings bei geringerer preislicher Flexibilität. Sobald eine feste Abnahmemenge über längere Zeiträume garantiert wird, entsteht zudem ein gewisser Erntedruck, der nicht immer mit der zuvor beschriebenen Marktoptimierung in Einklang zu bringen ist. Erfahrene Forstmanager benutzen Instrumente dieser Art daher meist auch nur dann, wenn ihre Managementeinheit groß genug ist, dass selbst mit einem geringeren Teil der Ernte eine kritische Verhandlungsmasse gegeben ist.

*Vorbeugende Maß-  
nahmen gegen Schäden*

Natürliche Risiken wie Feuer, Schädlingsbefall und Wind spielen bei großen aktiv verwalteten Waldflächen als Verlustfaktor indessen eine untergeordnete Rolle, zumal vorbeugende Maßnahmen und ein gewissenhafter Umgang mit auftretenden Schäden maßgeblich dazu beitragen, Verluste zu vermeiden oder weitgehend zu beschränken. So lassen sich diese Risiken durch unterschiedliche Baumarten und Altersstrukturen des Bestands sowie durch eine geografische Diversifizierung minimieren. Außerdem sorgt die Bewirtschaftung mit einem regelmäßigen Einschlag und Wiederaufforsten für ein regelmäßiges Ausräumen von Alt- und Restholz, womit Feuer potenzieller Nährstoff entzogen wird. Dabei helfen aber auch Freiflächen wie Feuerschneisen und Straßen.

*Kontinuierliches  
Monitoring*

Die Grundlage einer effektiven Vorsorge bildet ein kontinuierliches Monitoring. Dabei überwachen die verantwortlichen Manager den Wald mithilfe geografischer Informationssysteme per Satellit, Flugzeug und Kartierung und können so eventuelle Risiken zeitnah erkennen und ausschalten. In den meisten Fällen ist es sogar möglich, das Holz noch nach dem Schädlingsbefall zu ernten und zu verkaufen.

*Geringe Gefahr eines  
Verlustes*

Aktuelle Studien, die sich mit der Gefahr eines möglichen Verlusts durch Bedrohungen aus der Natur befassen, zeigen, dass diese Risiken bei einer aktiven Bewirtschaftung von Nutzholzflächen sehr gering sind. Die beiden Forstwissenschaftler Dr. Jack Lutz und Dr. Donald G. MacKay analysierten die historischen Verluste in den USA, die auf natürliche Risiken zurückzuführen sind. Dabei widmeten sie sich auch dem Unterschied zwischen bewirtschaftetem, wild wachsendem und öffentlichem Wald. Für Schlagzeilen sorgen meist Schäden in Waldflächen, die nicht regelmäßig bewirtschaftet werden, wie etwa die Nationalparks in Nordamerika. Oft ist das wild wachsende Unterholz der eigentliche Brennstoff für Waldbrände wie zum Beispiel in Kalifornien. Die homogenen Altersstruktu-

ren und Baumarten in den staatlichen Wäldern Westkanadas sind dagegen ein Grund dafür, dass der Schädling Mountain Pine Beetle dort heimisch wurde.

Lutz kommt in seiner Studie zu dem Schluss, dass das Risiko eines Verlusts infolge katastrophaler Ereignisse wie Insektenbefall oder Feuer bei privaten Wäldern kumuliert unter einem Prozent des Gesamtvolumens pro Jahr liegt – ein im Vergleich zu anderen Branchen wie etwa dem Einzelhandel bemerkenswert niedriger Wert. „Das erlaubt den Rückschluss, dass jedes Einzelrisiko für sich genommen dann noch geringer ist, wenn in einem professionell gemanagten Nutzwald entsprechende Vorkehrungen gegen diese bekannten Gefahren getroffen wurden“, meint Lutz und betont damit die Bedeutung eines aktiven Waldmanagements als wesentliche Voraussetzung für ein geringes Risiko.

*Risiko bei unter einem Prozent pro Jahr*

Vielleicht am entscheidendsten bei einer aktiven Bewirtschaftung ist jedoch der Anspruch der Manager, die Gesundheit und die Wachstumsrate der Bäume zu optimieren. Durch die kontinuierliche Zusammenarbeit mit Forstwissenschaftlern wird eine nachhaltige Bewirtschaftung mit maximalem Holzoutput erreicht. Dabei ist es etwa möglich, Setzlinge so zu züchten, dass starke und gesunde Bäume den Output pro Hektar steigern, ohne die Gesundheit der Wälder oder der Umgebung zu gefährden.

*Optimierung der Gesundheit und Wachstumsrate der Bäume*

## 2.2 Der US-Markt

In den USA befindet sich der weltweit größte Holzverarbeitende Markt, der sich mit Kanada Platz drei der Länder mit dem größten Waldvorkommen teilt. [2] Entsprechend gut ausgebaut ist die Infrastruktur und entsprechend gesund ist der Absatzmarkt. Die Holzverarbeitende Industrie erwirtschaftet jährlich ein Umsatzvolumen von rund 175 Milliarden US-Dollar, das im Wesentlichen gleichmäßig vom Wohnimmobilienmarkt und von der Papierindustrie getragen wird. [3] Holzfaser wird weltweit exportiert und unterliegt den Gesetzen des globalen Markts. Schnittholz für den Hausbau ist dagegen nur schwer zu transportieren und ist daher durch eine regionale Nachfrage gekennzeichnet. Der in seiner Abnehmerstruktur und Produktvielfalt ohnehin bereits diversifizierte Absatzmarkt hat sich in jüngster Zeit durch Exporte von Pellets nach Europa und von Rundholz nach Asien nochmals erweitert.

*Größter Holzverarbeitender Markt*

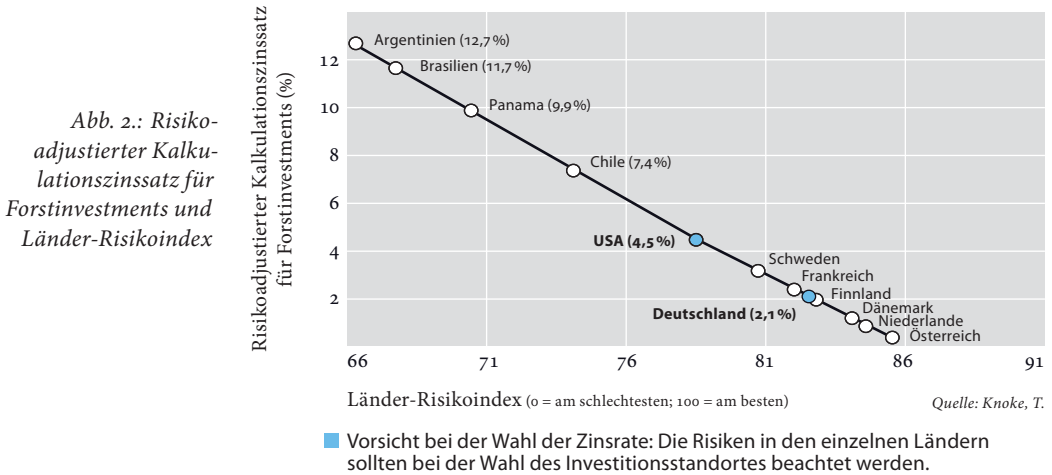
Diversifizierte Holz-  
vorkommen

Bisheriges Investitions-  
volumen von \$ 50 Mrd.

Ein prägendes Merkmal des US-Timber-Markts sind die regional und nach Baumarten sehr diversifizierten Holzvorkommen. Diese ausgewogene Diversifikation ist weltweit einzigartig.

Auch wenn für Waldinvestments inzwischen gute Opportunitäten, beispielsweise in Südamerika oder Ozeanien vorhanden sind, stellen die USA immer noch den Core-Markt dar, zumal das Rendite-Risiko-Profil dort im globalen Kontext sehr vorteilhaft ausfällt. Gemäß einer Darstellung des Forstwissenschaftlichen Institut der TU München beläuft sich der risikoadjustierte Kalkulationszinssatz für Forstinvestments im Verhältnis zum Länderrisiko auf 4,5 Prozent bei relativ geringem Länderrisiko (vergleiche Abbildung 2). [4] Dies hat institutionelle Anleger dazu bewogen, bislang gut über 50 Milliarden US-Dollar in Waldflächen in den USA zu investieren.

### Risikoadjustierter Kalkulationszinssatz für Forstinvestments und Länder-Risikoindex



Renditetreiber

Auf den Erfahrungen aus den USA basieren die wesentlichen Erkenntnisse zur Rendite von Waldinvestments. Den größten Teil der Rendite macht der biologische Wachstumsfaktor mit über 60 Prozent aus (vergleiche Abbildung 3). Dabei bezieht sich biologisches Wachstum auf das Wachstum eines Baums im Hinblick auf Volumen und Wert, was der Hauptgrund für die niedrige Korrelation ist. Ein weiterer wichtiger Faktor sind die Holzpreise, deren Veränderungen in der Vergangenheit etwa 30 Prozent zur Gesamtrendite beitrugen. Die Preisschwankungen werden von volkswirtschaftlichen Variablen wie dem Bruttoinlandsprodukt (BIP), insbesondere

von Bauvorhaben und Papierkonsum, von Zinssätzen sowie dem Bevölkerungswachstum beeinflusst. Nicht zu vernachlässigen sind aber auch die Grundstückswerte: Die Steigerungen der Immobilienpreise leisten zwar nur einen kleinen Beitrag zur Gesamtrendite, sollten aber dennoch nicht übersehen werden.

### Timberland-Rendite: Zusammensetzung

Quelle: Wells Germany GmbH, 2011

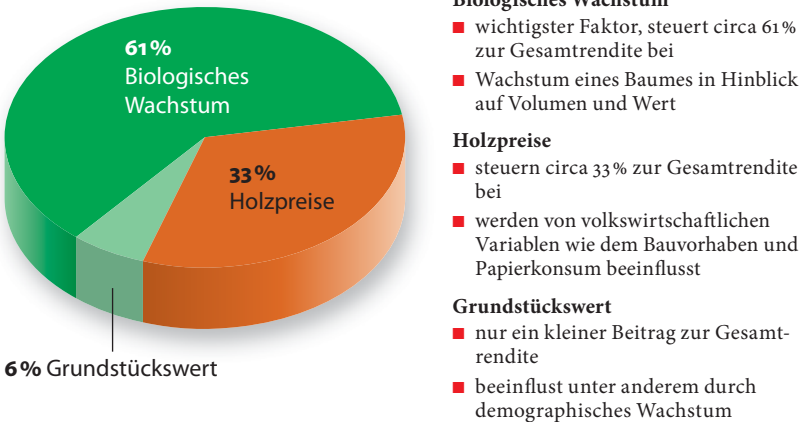


Abb. 3.: Zusammensetzung der Timberland-Rendite

Diese Abbildung gibt die Erwartungen der Wells Timberland Management Organization, LLC, aufgrund der historischen Entwicklung wieder.

Einer der vielleicht bedeutsamsten neuen Treiber der steigenden Nachfrage nach Holz ist die Energiewirtschaft. Die aktuellen Diskussionen über Kernenergie und damit verbunden die aufkommende gesellschaftliche Bewegung hin zu einer Energiewende beschäftigen die Menschen in fast allen Industrienationen. Hier werden Wald und Forstwirtschaft in künftigen Szenarien nicht mehr wegzudenken sein, denn erneuerbare Energien sind eine Alternative zur Kernkraft.

*Energiewirtschaft als Nachfrager*

Mit einem Anteil von rund 13 Prozent am weltweiten Energieverbrauch spielt allein traditionelle Biomasse schon jetzt eine zentrale Rolle. Ihr entscheidender Vorteil: Biomasse ist CO<sub>2</sub>-neutral, da nachwachsende Bäume den Kohlenstoff wieder aufnehmen, der durch die Verbrennung freigesetzt wird.

In welchem Umfang neue energiepolitische Themen die Nachfrage nach Holz als Biomasse in die Höhe treiben, zeigt das Beispiel RWE. Die Tochter des Energiekonzern RWE Innogy kündigte Anfang 2010 den Bau einer Produktionsanlage zur Herstellung von Pellets im Süden des US-Bundesstaats Georgia an. Mit einer jähr-

*Europa ist wichtiger Markt für die US-Pelletproduktion*

lichen Produktion von 750.000 Tonnen ist diese Anlage eines der größten Pelletwerke der Welt. Dazu Dr. Leonhard Birnbaum, Vorstand kommerzielle Steuerung (CCO) der RWE AG: „Mit dieser Investition geht RWE einen strategisch wichtigen Schritt zur Sicherung der Rohstoffbasis für den stetig wachsenden Biomasse-Markt in Europa. Denn ohne Biomasse werden wir die CO<sub>2</sub>-Minderungsziele in Deutschland und Europa nicht erreichen können. Der europäische Holzmarkt allein wird den Bedarf in diesem stark wachsenden Segment jedoch nicht decken können.“ Allein in den USA werden derzeit noch über 290 weitere Biomasseprojekte erwartet. Ein Großteil davon werden Pelletproduktionen sein, die ausschließlich den europäischen Markt mit der Energiequelle Holz versorgen sollen. [5] Die daraus resultierende steigende Nachfrage nach dem Rohstoff Holz ist ein großes Plus für Waldbesitzer – und für jene, die künftig an der Wertschöpfung der dort wachsenden Rohstoffe teilhaben wollen. [6]

### 2.3 Die Entwicklung des Waldinvestmentmarkts

#### *Vermögensanlagen in Wald*

Die Werthaltigkeit von Waldinvestments zeigt sich darin, dass Staaten ebenso wie wohlhabende Familien über Jahrhunderte einen wesentlichen Teil ihres Vermögens in Wald angelegt haben. Waldinvestments werden langfristig und teilweise über Generationen hinweg geplant und angelegt. Insbesondere in den USA haben auch klassische institutionelle Anleger Nutzholz schon länger in ihre Asset Allocation integriert. Große Pensionskassen, Versicherungen und Stiftungen wie etwa das California Public Employees' Retirement System (CalPERS) und die University Endowments der Hochschulen Harvard und Yale haben vor gut 40 Jahren damit begonnen, Geld in Wald anzulegen. Traditionell erfolgte dies über sogenannte Separate Accounts oder Pooled Accounts, die von Timber Investment Management Organizations (TIMOs) initiiert wurden, um Wald zu erwerben und zu verwalten.

#### *Ausländische Investoren in US-Wald*

Die Begeisterung für diese Anlageform hat in den vergangenen fünf Jahren auch ausländische Investoren in bemerkenswertem Umfang erfasst und steigt weiter. Schon jetzt dienen 59 Prozent aller ausländisch gehaltenen landwirtschaftlichen Nutzflächen in den USA der Forstwirtschaft. Bis 2006 lag der Umfang dieser Beteiligungen relativ konstant um die 7 Millionen Acres. Bis Ende 2009 hat

er sich jedoch auf nahezu rund 13 Millionen Acres (5,26 Millionen Hektar) fast verdoppelt.

In letzter Zeit haben sich auch Fonds etabliert, die zum Teil breiter diversifiziert investieren – und in manchen Fällen ein breiteres Publikum ansprechen. In Deutschland und den anderen europäischen Staaten werden Investitionen in Wald erst seit wenigen Jahren verstärkt nachgefragt. Vorreiter sind hier ebenfalls Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherer, die über Pooled Accounts und Fonds großer US-Manager investieren.

*Europäische institutionelle Investoren*

In den vergangenen zwei Jahren hat sich der Trend abgezeichnet, diese Investments über lokale Strukturen wie etwa deutsche und luxemburgische Spezialfonds zu strukturieren. Fondsinitiatoren in Deutschland versuchen, diesen Trend ebenfalls zu nutzen, und bieten mittlerweile Wald als Anlageklasse, oft mit externem Know-how, an. Einige Anbieter offerieren derzeit auch Strukturen, die, mitunter regulatorisch bedingt, eine gewisse Liquidität bieten. Diese sollten, unter anderem in Anbetracht der jungen Krise offener Immobilienfonds, jedoch sehr kritisch bewertet werden. Unterschieden sollte dabei werden, ob es sich lediglich um ein bestimmtes Anteils- bzw. Aktienrückkaufrecht handelt, das den Anforderungen der jeweiligen Aufsichtsbehörde(n) entspricht und im Kreis der jeweiligen Investoren als solches angesehen wird, oder ob wirkliche Liquidität in Aussicht gestellt wird.

*Strukturelle Optionen und Liquidität*

Timber, vielleicht mehr noch als manch andere Anlageform, gewinnt durch eine langfristige und beständige Verbesserung des Managementprozesses eines sehr langen biologischen Zyklus – des Baumwachstums – an Wert. Ein entsprechendes Managementtool mit bestimmten Waldflächen für eine überdurchschnittlich längere Dauer ist somit entscheidend. Somit wird eine langfristige Gestaltung des entsprechenden Investmentvehikels dem Charakter des Walds vielleicht noch mehr gerecht als bei der Immobilie.

*Langfristige Gestaltung des Vehikels*

Allerdings finden sich auch Methoden, in denen der langfristige Managementgedanke durch ein fortlaufendes Managementteam beibehalten werden kann und Liquidität real wird. Ein Beispiel dafür ist der Real Estate Investment Trust (REIT), der insbesondere in den USA als Vehikel für Waldinvestments gilt und, wenn an der Börse gelistet, durch Angebot und Nachfrage eines öffentlichen Markts bei gleichem Managementteam Liquidität bieten kann. Der US-REIT kann auch ohne Börsennotierung Wälder kaufen und verwalten, was einen wesentlichen Unterschied zum deutschen REIT

*REITS als Vehikel für Waldinvestments*

darstellt, der innerhalb einer Dreijahresfrist gelistet werden muss. [7] Hingegen ist es in den USA erlaubt, ein Managementteam aufzubauen, mit der Option, eine Notierung abzuwarten bzw. ganz in festem Besitz zu bleiben.

## 2.4 Einordnung nach deutschen regulatorischen Vorgaben

*Gebundenes Vermögen  
nach VAG und AnlV*

Die Anlageklasse Wald kann sich bei einer entsprechenden Ausgestaltung und Strukturierung des betreffenden Investments für die Einordnung in das gebundene Vermögen eines Versicherungsunternehmens nach VAG und der AnlV qualifizieren. Ein Vergleich zur Immobilie liegt dabei nahe, da auch bei Wald in Grund und Boden investiert wird und ähnliche Rendite-Risiko-Merkmale vorhanden sind. Somit werden die Unternehmen bestrebt sein, Waldfonds innerhalb der Immobilienquote (§ 3 Abs. 5 AnlV) zu qualifizieren, um so die Beteiligungsquote (§ 3 Abs. 3 AnlV) zu vermeiden.

*Solvency II*

Die Immobilienquote besitzt zwei Vorteile: Einerseits ist sie mit 25 % größer als die oftmals bereits ausgereizte Beteiligungsquote mit nur 15 % des gebundenen Vermögens. Andererseits droht unter Solvency II eine Eigenkapitalunterlegung bei Beteiligungen, die derzeit mit 55 % exponentiell höher ausfällt als bei Immobilien mit vergleichsweise geringen 25 %.

*Varianten für  
Immobilienquote*

Bisher wurden vor allem zwei Varianten genutzt, um eine solche Qualifizierung zu erreichen:

- Nach § 2 Abs. 14b der AnlV kann ein ausländischer REIT (mit Sitz in EWR- oder OECD-Vollmitgliedstaaten), der mit einem deutschen REIT vergleichbar ist, innerhalb der Immobilienquote erworben werden. Ein solcher REIT muss fungibel sein, jedoch keine Liquidität in Form von Anteilrücknahmen garantieren. Somit kann solch ein ausländischer REIT den geschlossenen Charakter behalten. Dies ist ein Vorteil gegenüber der nachfolgend dargestellten Variante, da bei dieser Struktur die Kerneigenschaften einer Investition in Wald – Langfristigkeit und Illiquidität – erhalten bleiben.
- Über Sondervermögen und Investmentgesellschaften, die Wald halten, wird ebenfalls versucht, Waldinvestments für einen Erwerb innerhalb der Immobilienquote zu qualifizieren. Dafür

kommen insbesondere der deutsche Immobilienspezialfonds und ausländische Investmentvermögen nach § 2 Abs. 17 der AnlV infrage. Mit dem Kapitalanlagerundschreiben der BaFin (4/2011) wurde jedoch klargestellt, dass solche Fonds mindestens alle sechs Monate eine Anteilsrücknahme vorsehen müssen. Somit kann der Fall eintreten, dass bei Anteilsrücknahmen zur Schaffung der erforderlichen Liquidität ein Verkauf der Wälder erfolgen muss.

## 2.5 Analyse historischer Timber-Renditen in den USA

Erste institutionelle Anleger in Europa haben Timberland nun mit ein bis zwei Prozent im Gesamtportfolio gewichtet, um den Stabilitätseffekt der Anlageklasse überhaupt nutzen zu können. Dennoch ist es für viele Anleger unklar, welche Rolle diese Anlageklasse in einem Portfolio einnehmen kann. Aus diesem Grund ist eine Analyse, wie sich Wald und seine Renditeeigenschaften auf ein institutionelles Beispielfortfolio auswirken, besonders interessant.

*Timberland im Anlageportfolio institutioneller Investoren*

Zur Analyse der langfristigen Renditeeigenschaften von Timber Investments wurde der NCREIF Timber Property Index herangezogen. Er ist die einzige brauchbare Quelle für Renditezeitreihen in Waldinvestments weltweit. Für Europa existieren derartige Zeitreihen nicht.

*NCREIF Timber Property Index*

Analysiert wurden der Total Return Index sowie seine Teilkomponenten Income Return oder EBITDDA (earnings before interest, expenses, income taxes, depreciation, depletion, and amortization), die im Prinzip den ausschüttungsfähigen Teil bilden, und Capital Return, der die Marktwertänderung der Liegenschaft repräsentiert. Die verwendeten Zeitreihen lagen als Quartalsrenditen in US-Dollar vor, womit de facto ein Investment ohne Wechselkursrisiken unterstellt wird, auch um die Eigenschaften von Timber ohne überlagernde Effekte abzubilden. Zur Analyse wurde ein gemischter Index aus den Regionen South und Pacific North West gestaltet, wie sie auch in US-Timber-Fonds vorliegt, die aktuell in Deutschland angeboten werden. Für sie wurde daher eine mit etwa 70 : 30 gewichtete kombinierte Zeitreihe aus den Rohdaten zusammengestellt. Eine derartige Mischung wurde auch anderen Untersuchungen zugrunde gelegt, da andere Regionen in den USA keine solide verwertbare Datenbasis aufweisen. [8] Allerdings besteht auch in

*Analyse von Timberland-Investitionen*

der Region Pacific North West eine Anomalie, die es nicht erlaubt, die gesamte Zeitreihe ab 1987 zu verwenden, denn dort entstand in den frühen 1990er-Jahren eine Angebotsverknappung, da staatliche Wälder, in denen bedrohte Tierarten gesichtet wurden, nicht mehr veräußert werden durften („Spottingowl“-Effekt). Dementsprechend kam es zu einmaligen, signifikant über dem Durchschnitt liegenden Capital Returns. Die Zeitreihenanalyse erfolgt, anders als bei einigen anderen Veröffentlichungen zu diesem Thema, aus diesem Grund erst ab dem ersten Quartal 1994.

*Gutachterliche  
Bewertung des Werts*

Bezüglich der vorliegenden Daten ist zu erwähnen, dass bei Timber grundsätzlich kein Mark-to-Market vorliegt, wie bei Assets, die auf liquiden, geregelten Märkten gehandelt werden. Timber wird in Analogie zu Immobilien (nicht gelisteten REITs) regelmäßig unter Heranziehung aktuell realisierter Preise, die nicht unbedingt auch für den zu bewertenden Bestand gelten müssen, gutachterlich bewertet. Diese detaillierte (Haupt-)Bewertung erfolgt typischerweise jährlich, wobei nicht alle Liegenschaften zu denselben Stichtagen bewertet werden. Nichtsdestotrotz werden auch unterjährig Werte von den Timber-Managern an den Indexprovider gemeldet, deren Ausprägungen ebenfalls als valide anzusehen sind. In einigen Untersuchungen werden Verfahren vorgeschlagen, um den Mismatch zwischen zu bewertenden und tatsächlich bepreisten, weil gehandelten Liegenschaften zu korrigieren. Ebenso werden in einigen Veröffentlichungen lediglich jährliche Daten herangezogen, um ausschließlich auf die Hauptbewertungszeitpunkte abzustellen.

*Vierteljahreszeitreihen*

Für die vorliegende Untersuchung werden die Vierteljahreszeitreihen verwendet, da diese zum einen letztendlich jene Daten enthalten, die auch ein Investor in Timber für seine Portfoliobewertung erhält, und eine realistische Simulation von Portfolioentwicklungen durchgeführt werden soll. Der Timber-Investor ist in Wirklichkeit auch den im Index repräsentierten Effekten ausgesetzt. Zum anderen umfasst die Zeitreihe für reine Kalenderjahresrenditen schlichtweg zu wenig Datenpunkte, um eine solide statistische Analyse vorzunehmen.

## 2.6 Historische Analyse von Timber

In der historischen Betrachtung ab 1994 erweist sich Wald als ein durchaus attraktives Investment mit einer mittleren Rendite, die im Bereich von Aktien leicht darüber liegt, zumal es sich bei Timber um ein Investment handelt, das unter dem Einsatz produktiver Ressourcen, darauf aufsetzender Managementleistungen und in Abhängigkeit von Absatzmärkten im Grunde genommen eine Investition in eine unternehmerische Aktivität darstellt und entsprechende Prämien liefern muss.

*Attraktives Investment  
im historischen Ver-  
gleich*

Timber weist eine moderate Volatilität auf, die zum Teil dem Bewertungsverfahren [9] geschuldet ist, aber vor allem auch der Tatsache, dass der fast schwankungsarme Income Return ausgleichend wirkt. Die Volatilität wird jedoch deutlich unterschätzt, wenn die Messung nur auf Quartalsrenditen abstellt und diese mit der Quadratwurzel-t-Regel annualisiert werden. Eine so gemessene Volatilität wird in den meisten Veröffentlichungen und kommerziellen Auswertungen zu Wald dargestellt und auch in den gängigen Portfoliomodellen verwendet. Bei den Quartalsrenditen für Timber – Capital Return und vor allem Income Return – fällt indes eine ungewöhnlich hohe Autokorrelation auf, weshalb die Anwendung der Quadratwurzel-t-Regel zur Bestimmung der Volatilität über längere Perioden als den Messperioden immer zu deutlichen Unterschätzungen der tatsächlichen Volatilität führt. Dies bestätigt sich, wenn die Standardabweichung über rollierende, annualisierte 1¼-Jahres-Renditen gemessen wird. Die Standardabweichung liegt dann, über den gesamten Sample gemessen, um rund drei Prozent über der annualisierten Quartalsrendite. [10] Wald behält dabei zwar sein attraktives Verhältnis zwischen mittlerer Rendite und Standardabweichung, doch er besitzt keine leicht über lang laufenden Investment-Grade-Bonds liegende Volatilität mehr (vergleiche Abbildung 4, Seite 422).

*Moderate Volatilität*

Wald erscheint auch attraktiv, wenn die höheren Momente Schiefe und Wölbung betrachtet werden. Waldrenditen weisen eine positive Schiefe (Rechtsschiefe) auf, bei der Renditebewegungen nach oben stärker ausgeprägt als Bewegungen nach unten sind. [11] Außerdem ist eine stark ausgeprägte positive Wölbung (steilgipflige Verteilung) zu beobachten. Grundsätzlich weisen derartige Verteilungen eine Ballung um den Schwerpunkt und starke Ausreißer auf, was diese Eigenschaft normalerweise unattraktiv macht. In Verbindung mit der

*Waldrenditen mit  
positiver Schiefe*

Rechtsschiefe ist diese Eigenschaft allerdings als positiv anzusehen, da es sich dabei primär um starke Ausreißer nach oben handelt. Aus der Abnahme der Wölbung mit länger werdenden Messzeiträumen geht hervor, dass es in der jüngeren Vergangenheit mehr positive Ausreißer gegeben hat, worauf im Folgenden näher eingegangen wird.

2.7 Wald als Diversifikator und gedämpfter Aktienmarkt-Trendfolger

Keine bzw. leicht negative Korrelation zu anderen Asset-Klassen

Die Renditen der anderen Asset-Klassen im Anlageuniversum, das der Untersuchung zugrunde gelegt wird, können mit den Renditen von Wald wechselseitig – bis auf wenige Ausnahmen – nicht zufriedenstellend erklärt werden.

Über das gesamte Sample gibt es fast durchwegs keine oder eine nur leicht negative Korrelation. Lediglich zum Corporate-Bond-Markt (eurodenominierte Emissionen aller Laufzeiten) und zu den Commodity-Märkten (Futures) besteht eine signifikante negative

Abb. 4.: Statische Eigenschaften von Timber Total Return sowie Autokorrelation über unterschiedlich lange Betrachtungszeiträume

Timber: statische Eigenschaften	ab Q1 2011		
Jahre	17	15	10
Rendite p. a.	8,8 %	7,9 %	7,1 %
Volatilität p. a. (Quartale)	6,1 %	6,1 %	6,6 %
Volatilität p. a. (1,25 Jahre)	9,1 %	9,1 %	10,3 %
Schiefe p. a.	0,8	0,9	0,8
Exess Kurtosis p. a.	3,7	4,2	4,2

Timber: Autokorrelationen	1994–2011	bis 2001
AR (1)	0,20	–0,03
AR (2)	0,25	–0,04
AR (3)	0,12	–0,09
AR (4)	0,45	0,34
AR (5)	0,03	–0,24
AR (6)	–0,03	–0,31
AR (7)	0,03	–0,02
AR (8)	0,20	0,67

Quelle: Protinus

Korrelation, worauf in dieser Untersuchung jedoch nicht weiter eingegangen wird. [12] Grundsätzlich kann Timber ein hohes Diversifikationspotenzial zugeschrieben werden [13] (vergleiche Abbildung 5).

Abb. 5.: Korrelationen zu Timber (Total Returns) über unterschiedlich lange Betrachtungszeiträume ▼

Korrelationen zu Timber (Total Return)									
Jahre ab Q1 2011	Aktien Europa	Aktien Welt (ex Europa)	Aktien Emerging Markets	Staatsanleihen Euro	Corporates Euro	Commodities	Immobilien Eurozone	Private Equity	Hedge Funds
17	0,04	-0,02	-0,11	0,06	-0,24	-0,30	0,06	-0,05	-0,05
15	0,05	-0,01	-0,07	0,03	-0,24	-0,37	0,06	-0,04	-0,03
10	-0,08	-0,15	-0,14	0,03	-0,23	-0,34	0,05	-0,20	-0,90

Quelle: Protinus

Die Untersuchung verdeutlicht, dass die Korrelationseigenschaften über unterschiedlich weit zurückgehende Betrachtungsperioden weitgehend stabil bleiben. Dennoch lassen sich Zeitfenster ausmachen, in denen sich diese Erklärungszusammenhänge ändern. Da für Timber häufig eine Abhängigkeit vom us-amerikanischen Wohnimmobilienmarkt und damit eine teilweise Abhängigkeit von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung beschrieben werden, wurde untersucht, wie sich Waldrenditen und Aktienmarktrenditen in unterschiedlichen Zeitfenstern verhalten. Aufgrund der hohen Korrelation zwischen dem us- und dem europäischen Aktienmarkt sowie der größeren Bedeutung des europäischen Markts für europäische Investoren wurde die Beziehung von Timber zum europäischen Aktienmarkt betrachtet (vergleiche Abbildung 6).

Stabile Korrelationseigenschaften

Korrelationen zwischen Timber und dem europäischen Aktienmarkt	
Endjahr	Korrelationskoeffizient
2011	-0,31
2006	0,20
2001	0,04

Quelle: Protinus

Abb. 6.: Korrelationen zwischen Timber und dem europäischen Aktienmarkt in unterschiedlichen Fünf-Jahres-Zeitfenstern (Korrelationen Timber-Aktien Europa, rollierend, fünf Jahre)

Bei der Total-Return-Entwicklung (TR-Entwicklung) der beiden Märkte ist zu erkennen, dass Timber den Aufwärtsphasen des Aktienmarkts mit niedrigeren Renditen folgt, aber dabei auch über seinen im Mittel zu erwartenden Renditen liegt. In Abwärtsphasen des Aktienmarkts sind auch bei Timber abgeschwächte Renditen zu beobachten, die unter dem zu erwartenden Mittel liegen. Diese Beobachtung betrifft beide Komponenten des Total Return und

Total-Return-Entwicklung

unterstreicht die unterschiedlichen Schiefe- und Wölbungseigenschaften der beiden Märkte. Sie bestätigt sich sowohl, wenn man die kumulierten Renditen über die hinlänglich bewussten Aktienregimes der letzten zwei Dekaden misst (vergleiche Abbildung 7), als auch bei der reinen Betrachtung von auf Q1/1994-indizierten Total-Return-Zeitreihen (vergleiche Abbildung 8).

Abb. 7.: Timber- und Aktienmarktrenditen während unterschiedlicher Aktienmarktregimes

Aktienregimes	Timber	Aktien Europa
1994/1–2001/1	107 %	236 %
2001/2–2003/1	–1 %	–53 %
2003/2–2007/2	150 %	73 %
2007/4–2009/1	26 %	–53 %
2009/2–2011/1	–4 %	66 %

Quelle: Protinus

Entwicklung der Wertzuwächse

Timber hat vor allem in der Boomphase des Subprime-Mortgage-Markts in hohem Maß mit den Aktienmärkten vergleichbare Entwicklungen gezeigt und massive Wertzuwächse erfahren. Die rollierenden 10-Jahres-Capital>Returns stiegen von 2,8 Prozent im Jahr 2004 auf 4,5 Prozent in 2008. Insoweit kann wohl auch für Timber in dieser Phase von einer einmaligen, blasenähnlichen Entwicklung ausgegangen werden. Wie die anderen Märkte hat Timber korrigiert (10-Jahres-Capital-Return 2011: 3,2 Prozent), blieb aber auf einem hohen Niveau. Diese Entwicklung erklärt die über die Jahre auf rollierender Zehnjahresbasis von 5,4 Prozent auf 3,8 Prozent kontinuierlich zurückgegangenen Income Returns.

Stabile und positive Eigenschaften

In der historischen Betrachtung besitzen Timber-Renditen relativ stabile positive Eigenschaften. Ein gutes Verhältnis von mittlerer Rendite und Standardabweichung wird ergänzt durch eine für den Investor günstig von der Normalverteilung abweichende Schiefe und Wölbung der Verteilung. Timber erscheint zudem als geeignetes Diversifikationsinstrument auf der Mehrzahl der gängigen Märkte. Aufgrund des impliziten „gedämpften“ Aktienmarkt-Exposure kann ein Waldinvestment allerdings auch blasenähnliche Überbewertungen aufweisen, die den für einige Investoren wichtigen ausschüttungsfähigen Income Return relativ reduzieren können.

## Indizierte Total-Return-Zeitreihen für Timber, europäische Aktien und Staatsanleihen Euro

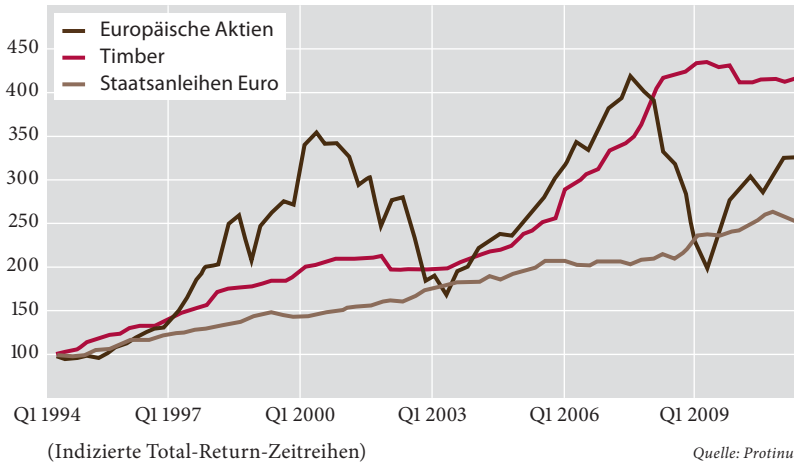


Abb. 8.: Indizierte Total-Return-Zeitreihen für Timber, europäische Aktien und Staatsanleihen in Euro

## 2.8 Timber-Renditeszenarien für strategische Analysen

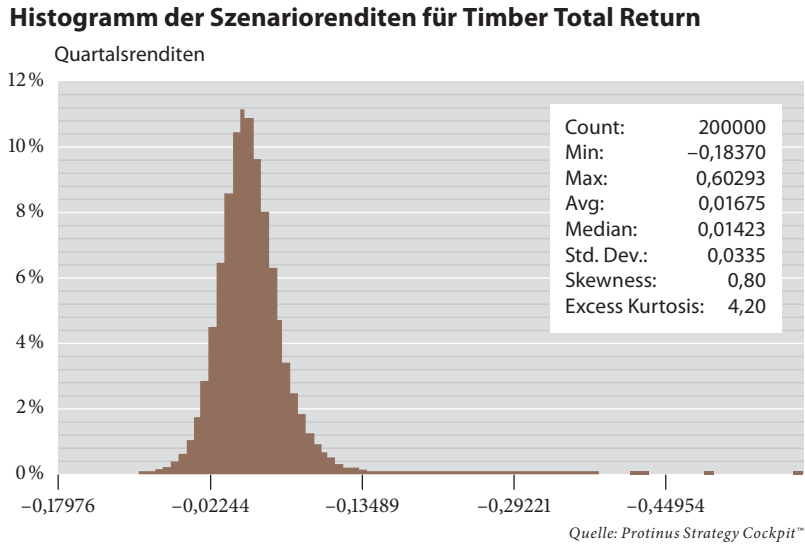
Aus den historischen Analysen lässt sich für die Timber-Renditen ein zyklischer, nicht normalverteilter Renditeprozess ableiten, der annähernd über einen Mean-Reversion-ähnlichen Prozess oder über einen ARMA-Prozess beschrieben werden kann, der idealerweise über mehrperiodische Renditeszenarien abgebildet wird, wie sie für diese Untersuchung Verwendung fanden.

Im konkreten Fall wurde die Szenariogenerierung so durchgeführt, dass der Szenarioraum für Timber-Renditen genau die oben beschriebenen Eigenschaften aufweist, inklusive der realen Jahresvolatilität, der starken Autokorrelation sowie des Zusammenhangs mit Aktienrenditen. Die Spanne ist im Szenarioraum gegenüber der Historie bewusst überschätzt. Der Fokus lag auf dem Erhebungszeitraum mit den ungünstigsten Risiko-Rendite-Eigenschaften, wie es sich aus Sicht eines Prudent Expert oder treuhänderisch anlegenden Investors empfiehlt. Der resultierende Szenarioraum enthält sämtliche für eine solide und realistische strategische Risikomesung nötigen Informationen – sowohl für Timber als auch für alle anderen Märkte des Anlageuniversums dieser Untersuchung (vergleiche Abbildung 9, Seite 426).

*Zyklischer, nicht normalverteilter Renditeprozess*

*Szenarioraum für Timber-Renditen*

Abb. 9.: Histogramm  
der Szenariorenditen  
für Timber Total  
Return



### 3 AL-Modellierung zur strategischen Bewertung von Timber

#### 3.1 Modellbeschreibungen

Zwei unterschiedliche  
AL-Modelle

Für die strategische Bewertung von Timber wurden zwei AL-Modelle für unterschiedliche generische Institutionen verwendet (vergleiche Abbildung 10, Seite 429). Mit diesen Modellen und dem Renditeszenarioraum wurden langfristige Simulationen durchgeführt, anhand derer die Risiken der Verfehlung strategischer Anlageziele akkurat und realistisch ermittelt werden können. Auf Basis dieser Risikomessung werden diese Risiken mittels eines sehr flexiblen Optimierungsalgorithmus zur Bestimmung verbesserter Portfoliozusammenstellungen reduziert. [14]

Deutsche gemeinnützige Stiftung

Modell 1 repräsentiert vereinfacht eine deutsche gemeinnützige Stiftung [15], die beispielhaft für andere Investoren stehen kann, die ihre Leistungen primär aus den gegebenen ordentlichen Erträgen – ohne die Realisierung von Kursgewinnen oder die Veräußerung von Vermögensteilen – erbringen und ein moderat wachsendes Vermögenserhaltungsziel haben.

Erhalt des Einstandswertes

Um ein klareres Bild von der Vermögensentwicklung zu erhalten, wurden weder Zustiftungen noch Spenden eingegeben. Die Stiftung startet mit einer Vermögensausstattung, die dem unteren nötigen

Stiftungsvermögen (Substanzbenchmark) entspricht. Die geplanten Leistungen ebenso wie die Benchmark werden an die Szenarien für die Inflation angepasst. Dies ist sicher eine der anspruchsvollsten Interpretationen des Substanzerhalts, der lediglich als Erhalt des Einstandswerts verstanden werden kann. In den Auswertungen wird später auch die Erreichung dieses Substanzerhalts dargestellt. Die Höhe der Leistungen liegt initial bei vier Geldeinheiten, was einem hochgesteckten Ziel entspricht, wenn keine Zuflüsse, die zur Ausschüttung verwendet werden können, vorliegen und die Substanz nicht angegriffen werden darf.

Die Institution hält ein anfängliches Vermögen von 100 Geldeinheiten, das zu 90 Prozent in Finanzanlagen investiert ist. Die börslich gehandelten Anlagen werden auf Jahresbasis auf ihre Ursprungszusammenstellung zurückgeführt (Fixed Mix Rebalancing) und schütten regelmäßig aus. Die alternativen Investments werden über den Planungszeitraum gehalten und thesaurieren. Zehn Prozent des Anfangsvermögens sind in einer direkt gehaltenen Immobilie gebunden, deren Bestand über die Zeit nicht verändert wird. Die Wertänderung ist an den europäischen Immobilienmarkt gebunden. Die Immobilie liefert einen ausschüttungsfähigen Ertrag von jährlich 3,4 Prozent, der an die Inflation angepasst wird.

*Alternative Investments im Planungszeitraum*

Modell 2 entspricht weitestgehend dem ersten, unterstellt aber, dass alle geplanten Entnahmen immer sowohl mit ordentlichen Erträgen als auch über Veräußerungen von Vermögensteilen vollständig bedient werden. Dies entspricht einem Investor, der selbst über die Ausschüttungen bestimmen kann und der stets alle Leistungen ungekürzt zu erbringen hat, wie beispielsweise eine Versicherung oder eine Pensionsversorgungseinrichtung. Wie im Stiftungsmodell wurde auch hier ein inflationsgebundenes Wachstum der Vermögensbenchmark unterstellt. Aufgrund der unkürzbaren Entnahmen wird die Problemstellung der Optimierung bei diesem Modell im Substanzerhalt liegen, der sicherlich unabhängig von der implementierten Allokation kontinuierlich gefährdet ist.

*Versicherung oder Pensionsversorgungseinrichtung*

Dieser Verlauf kann mit der Verbindlichkeit einer Versorgungseinrichtung verglichen werden, die über die Zeit einen sich noch ausgleichenden Bestand von Aktiven und Rentnern aufweist. Die Anpassung der Entnahmen an die Inflation bleibt bestehen, was als Rentenerhöhung in entsprechender Höhe gesehen werden kann. Auf die Anwendung von in jedem Einzelfall und für jeden Typ von Institution höchst unterschiedlichen Bewertungsvorschriften

*Verbindlichkeit einer Versorgungseinrichtung*

und -regeln, Finanzierungsmechanismen und Ergebnisverteilungen wurde verzichtet, um die Ergebnisse breiter interpretierbar zu machen. Ebenso wurden keinerlei unterschiedliche Nebenbedingungen verwendet, wie sie in diesen Bereichen durch die Finanzaufsicht vorgegeben werden.

### 3.2 Strategische Allokationen ohne Timber

*Optimierung ohne  
Timber*

Zunächst wurden beide Modelle ohne Timber optimiert, um entsprechende Referenzen für die Optimierungen mit Timber in einem zweiten Schritt zu generieren. Die Optimierungen für Modell 1 wurden mit einer Zielfunktion durchgeführt, die mit einer leicht variierenden Gewichtung über die Zeit das 5-Prozent-Quantil der Unterschreitung der Substanzbenchmark minimiert und zugleich die periodenweise Erreichung der Ausschüttungen im Mittel maximiert. Damit werden typische Ziele eines solchen Investors explizit in der Optimierung erfasst. Als Nebenbedingungen wurden Obergrenzen für die Summe der eher volatilen Anlagen verwendet, um unterschiedlich risikofreudige Investoren abzubilden. Unter diesen Anlagen wurden alle Aktienkategorien sowie Private Equity, Commodities und Hedge Funds subsumiert.

*Homogenes Bild  
bei durchgeführten  
Optimierungen*

Die Ergebnisse zeigen ein homogenes Bild für alle durchgeführten Optimierungen, weshalb im Folgenden nur auf jeweils eine Auswertung pro Modell fokussiert wird. [16] Die entwickelten Aktienmärkte werden ausgewogen mit den Emerging Marktes kombiniert, wobei regelmäßig rund 21 Prozent insgesamt in Aktien allokiert werden. Auf der Bond-Seite dominieren Corporates und Pfandbriefe<sup>1</sup> gegenüber einer relativ konstanten Government-Bond-Quote von rund zwölf Prozent in Modell 1 und null Prozent in Modell 2. Eine mögliche Erhöhung des Immobilien-Exposure durch Fonds, ergänzend zum Direktbestand, wird nicht vorgenommen. Ebenso werden bis auf vernachlässigbar kleine Anteile in Modell 1 keine Alternatives besetzt, in Modell 2 dagegen schon. Insgesamt entsprechen die Allokationen für Modell 1 den Erwartungen hinsichtlich eines möglichst schwankungsarmen Substanzerhalts und eines relativ hohen Anspruchs an ausschüttungsfähigen Erträgen, wenn ohne besonders auf Ausschüttungen ausgerichtete Fondsstrukturen in die Märkte des Anlageuniversums investiert werden kann. Die Allokationen für Modell 2 entsprechen ebenfalls den Erwartungen

Spezifika für Modell 1 und 2	Modell 1: Stiftung	Modell 2
<b>Szenarioraum</b>	1.000 Rendite- und Inflationsszenarien, 240 Quartale, nicht normalverteilt, regimeorientiert	
<b>Startvermögen</b>	100 Geldeinheiten (GE):	
■ Direktanlage	■ 10 GE, fix in Immobilien Eurozone, hold, Net-Cash-Rendite 3,4 % p. a. mit Inflation steigend	
■ Finanzanlagen	■ 90 GE, zu optimieren, Fixed-Mix-Rebalancing	
<b>Zuflüsse</b>	keine	
<b>Geplante Entnahmen</b>	4 GE, mit Inflation steigend	
<b>Tatsächliche Entnahmen</b>	nur ordentliche Erträge, nicht aus Substanz (Ausschüttungen nur aus Aktien, Bonds, Immobilien)	in voller Höhe der Planung, auch aus Substanz
<b>Substanzerhaltung Benchmark 1</b>	100 GE mit Inflation steigend, entnahmenangepasst (für Optimierung)	
<b>Substanzerhaltung Benchmark 2</b>	100 GE konstant (nur zur Auswertung)	
<b>Zielfunktion für Optimierungen</b>	mindestens 5 % Substanzunterschreitung (T) und Max Median tatsächliche Entnahmen (t)	mindestens 5%-Quantil Substanzunterschreitung (t) und Max Median Portfolioreturn (T)
<b>Nebenbedingungen</b>	■ diverse Obergrenzen „Risky“ (= Aktien, Private Equity, Commodities, Hedge Funds) ■ Turn-Over-Constraints gegenüber Allokation ohne Timber	Turn-Over-Constraints gegenüber Allokation ohne Timber

Quelle: Protinus

an die dortige Zielsetzung und der Erlaubnis, immer in geplanter Höhe entnehmen zu dürfen.

Abb. 10.: Spezifika für Modell 1 und Modell 2

### 3.3 Verbesserungen von Strategien durch Timber

In einem zweiten Schritt wurden alle Optimierungen bis auf die Möglichkeit, nun auch in Timber zu investieren, unverändert durchgeführt. Zunächst wurden keine Regeln für das Beibehalten bestehender Portfoliostrukturen (Turnover Constraints) verwendet, um klarer zu erkennen, wie die Optimierung dieser Investitionsmöglichkeit beeinflusst wird. In abschließenden Optimierungsläufen wurden zusätzlich Turnover Constraints verwendet, um ausgehend von einer bestehenden Allokation eine neue, optimale Allokation ohne prohibitiv hohe Umschichtungen des Gesamtportfolios zu erreichen.

Auch hier kam es, wie im Fall der Optimierungen ohne Timber, zu gleichartigen Veränderungen der Portfolios über alle drei Sätze von

Optimierung mit Timber

Obergrenzen für volatilere Anlagen. Die sich aus Ausschüttungen und Substanzerhalt ergebenden Anforderungen werden auch bei diesen Optimierungen in den resultierenden Portfolios deutlich. Die Portfolios bestehen ausschließlich aus typischerweise ausschüttenden Märkten und solchen, die teilweise zugleich einen attraktiven Marktwertzuwachs bieten.

Timber als Substitut  
für Aktien

Die Ergebnisse bestätigen die aus der historischen Analyse gefundenen und im Szenarioraum repräsentierten Eigenschaften und deren zu erwartenden Beitrag zu einer strategischen Allokation. Timber wird in der Optimierung ohne Turnover Constraints quasi eins zu eins als Substitut für Aktien auf entwickelten Märkten und für die innerhalb ihrer Kategorie weniger attraktiven Government Bonds eingesetzt. Aktien auf Emerging Markets bleiben im Portfolio erhalten oder werden sogar leicht erhöht, da sie auch innerhalb der neu entstehenden Portfoliozusammensetzungen einen diversifizierenden Effekt aufweisen (vergleiche Abbildung 11).

Verbesserung der  
Zielerreichung durch  
Timber

Aufgrund der gewählten relativ hohen Beimischung muss die Minimierung der Risiken gewährleistet sein. Betrachtet man die Verläufe der Modellvariablen, die in der Zielfunktion verwendet werden, ist deutlich erkennbar, dass dies erreicht wird. Der relative Substanzerhalt wird gegenüber der Allokation ohne Timber in den unteren Bereichen der Verteilung etwas verbessert oder kann aufrechterhalten werden. Zudem bedingen die durch die Hinzunahme

Abb. 11.: Strategische  
Allokationen für  
Modell 1

Optimierte Allokationen Modell 1	ohne Timber	mit Timber	mit Timber und Turn-Over- Constraints
Cash	0 %	0 %	0 %
Stocks Europe	6 %	0 %	3 %
Stocks World ex Europe	2 %	0 %	1 %
Stocks Emerging Markets	8 %	11 %	8 %
Government Bonds	13 %	0 %	8 %
Timber	0 %	20 %	14 %
Corporates	36 %	50 %	40 %
Pfandbriefe	35 %	19 %	26 %
Commodities	1 %	0 %	0 %
Real Estate	0 %	0 %	0 %
Private Equity	0 %	0 %	0 %
Hedge Funds	0 %	0 %	0 %
	100 %	100 %	100 %

Quelle: Protinus

von Timber möglichen Veränderungen in den anderen Asset-Klassen Verbesserungen in der Zielerreichung über die gesamte Verteilung. Damit reduziert sich insgesamt das Risiko einer Zielverfehlung hinsichtlich des Substanzerhalts gegenüber einer inflationsangepassten Benchmark deutlich (vergleiche Abbildung 12). [17]

Gegenüber einer Benchmark, die den Wert des Einstandsvermögens über die Zeit beibehält, erweisen sich alle drei Optimierungen als geeignet und das Ziel kann mit einer Häufigkeit zwischen 90 und 95 Prozent erreicht werden. Timber trägt auch hier zu Verbesserungen bei, die immer deutlicher werden, je höher die Quantilsverläufe sind, die betrachtet werden. Zudem ist herauszustellen, dass Timber in den ersten Jahren die Unterschreitungshäufigkeiten in den Downside-Maßen um gut fünf Prozent verbessert (vergleiche Abbildung 13, Seite 432).

Bezüglich des Ziels, die geplanten Entnahmen maximal mit den ordentlichen Erträgen bedienen zu können, wird deutlich, dass die simulierte Stiftung ohne etwaige Spendenzuflüsse in keinem Fall in der Lage ist, ihre geplanten hohen Leistungen zu erbringen. Bereits mit einer Häufigkeit von 90 Prozent ist sogar von einer Unterschreitung der Planung um gut ein Drittel auszugehen. Die Beimischung von Timber reduziert dieses Defizit jedoch über die gesamte Verteilung signifikant (vergleiche Abbildung 14, Seite 433).

*Eignung aller drei untersuchten Optimierungsvarianten*

*Signifikante Reduktion der Defizite*

## Substanzerhalt gegenüber inflationsangepasster Benchmark

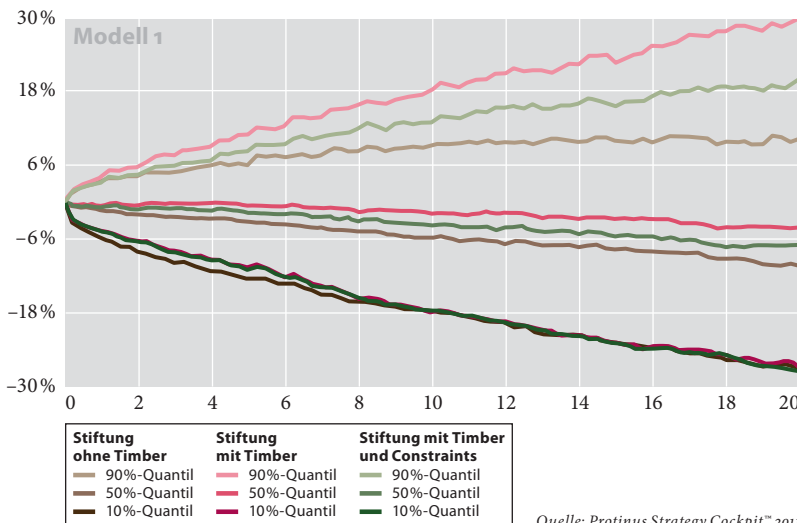


Abb. 12.: Substanzerhalt in Prozent gegenüber einer inflationsangepassten Benchmark

Geringe Beimischungen  
von Timber führt zu  
Verbesserungen

Naturgemäß führt bei den Optimierungen jeder Eingriff in Form von Nebenbedingungen wie zum Beispiel Turnover Constraints zu einer geringeren Zielerreichung. Dies muss gegenüber den realen Effekten bewertet werden, die sich unter anderem aus einem geringeren Umschichtungsaufwand und höherer Akzeptanz der Entscheidungsträger ergeben und die eine mathematische „Suboptimalität“ rechtfertigen. Die hier dargestellten Verläufe zeigen zugleich, welchen Einfluss auch kleinere Beimischungen von Timber noch auf die strategische Entwicklung haben. Erkennbar ist, dass selbst eine geringere Beimischung von Timber und ein damit reduzierter Substitutionseffekt dem Ausmaß der Umschichtung entsprechende Verbesserungen auslösen.

Substanzerhalt durch  
Timber

Bei Modell 2, bei dem alle geplanten Auszahlungen vorgenommen werden, konzentriert sich die Optimierung primär auf den Substanzerhalt. Die Ergebnisse aus den Optimierungen ähneln denen aus Modell 1. Da keine Abhängigkeit von ordentlichen Erträgen besteht, resultieren für Modell 2 andere optimierte Gesamtallokationen als für Modell 1. Genutzt werden für Modell 2 zudem andere Diversifikationseffekte, im Besonderen zu Commodities und Hedge Funds. Diese Märkte sowie Pfandbriefe und wiederum Aktien sind in diesem Modell Gegenstand der Substitution durch Timber (vergleiche Abbildung 15, Seite 434).

Substanzerhalt gegenüber statischer Benchmark

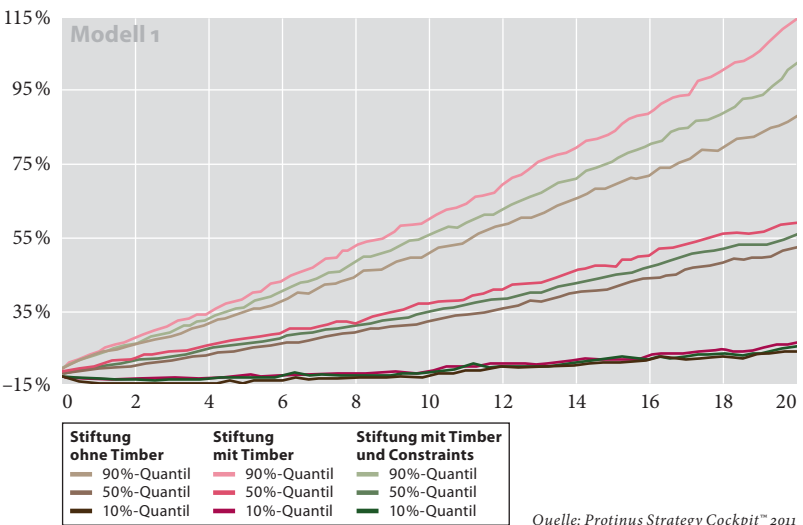


Abb. 13.: Substanzerhalt in Prozent gegenüber einer statischen Benchmark

Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass Timber auch in einem Kontext, der nicht von ordentlichen Erträgen geprägt ist, durch die Optimierungen in die Allokationen aufgenommen wird und einen positiven Effekt auf die strategische Entwicklung mit sich bringt. Allerdings werden kleinere Timber-Allokationen gewählt, was darauf zurückzuführen ist, dass in diesem Modellkontext die Zielverfehlungsrisiken auch mithilfe anderer Assets, vor allem anderer Alternatives, reduziert werden können.

*Positiver Effekt auf strategische Entwicklung*

Der Substanzerhalt wird auch in diesem Modellkontext über die gesamte Verteilung durch die Hinzunahme von Timber verbessert. Gegenüber einer inflationsangepassten Benchmark sind bis zum Ende des Planungszeitraums Verbesserungen von zehn Prozent und deutlich mehr zu erwarten. Auch gegenüber einer statischen Substanzbenchmark kommt es über die gesamte Verteilung zu einer höheren Zielerreichungswahrscheinlichkeit (siehe Abb. 16 und 17). Im Vergleich zu einer statischen Benchmark, die nur den Erhalt des initialen Vermögens repräsentiert, zeigen wiederum alle optimierten Allokationen eine gute Eignung, dieses Ziel zu erreichen. Die aufgrund der höheren Entnahmen notwendigerweise etwas aggressiveren Portfolios weisen zwar eine dementsprechende Downside auf, die jedoch durch die Timber-Beimischungen klar reduziert wird (vergleiche Abbildung 16, Seite 434, und Abbildung 17, Seite 435).

*Verbesserung von 10 % im Planungszeitraum*

### Unterschreitung der geplanten Entnahmen

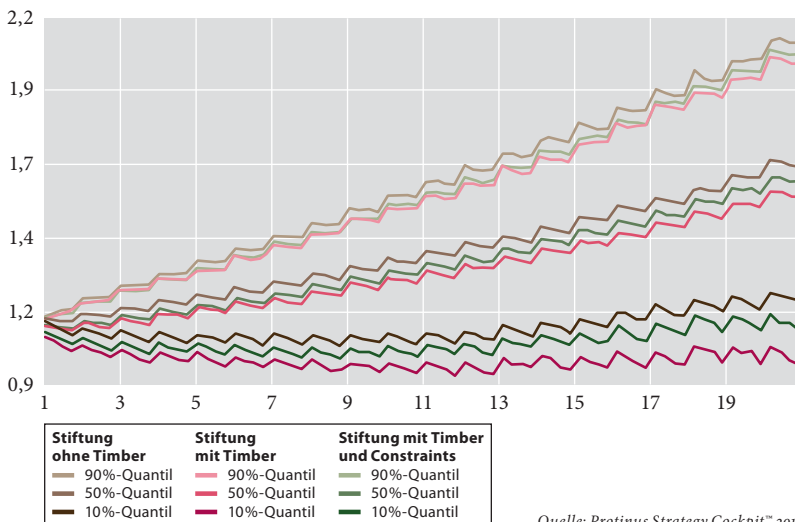


Abb. 14.: Unterschreitung der geplanten Entnahmen

Quelle: Protinus Strategy Cockpit™ 2011

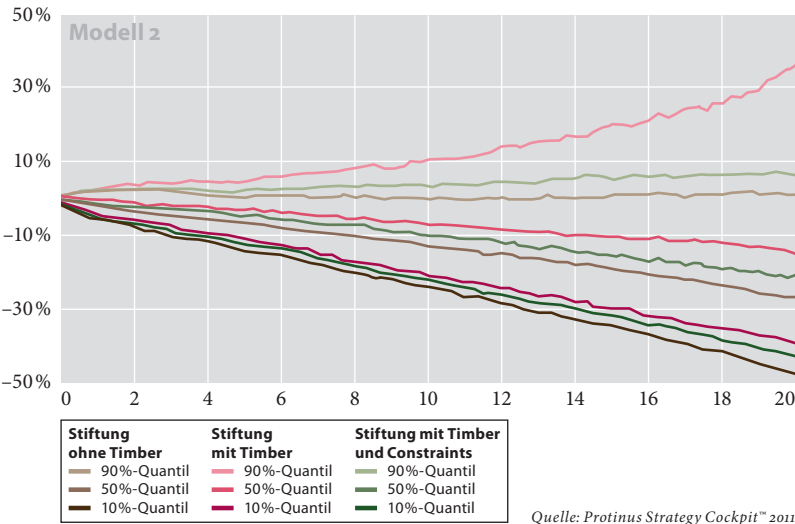
Abb. 15.: Strategische Allokationen für Modell 2 mit und ohne Timber sowie mit Turnover Constraints

Optimierte Allokationen Modell 2	Ohne Timber	Mit Timber	Mit Timber und Turn-Over-Constraints
Cash	—	—	—
Stocks Europe	5 %	0 %	4 %
Stocks World ex Europe	3 %	0 %	2 %
Stocks Emerging Markets	0 %	2 %	0 %
Government Bonds	0 %	0 %	0 %
Timber	0 %	15 %	10 %
Corporates	40 %	50 %	40 %
Pfandbriefe	36 %	14 %	26 %
Commodities	6 %	10 %	10 %
Real Estate	0 %	0 %	0 %
Private Equity	0 %	1 %	0 %
Hedge Funds	10 %	7 %	8 %

Quelle: Protinus

Abb. 16.: Modell 2 – Substanzerhalt in Prozent gegenüber einer inflationsangepassten Benchmark

Substanzerhalt gegenüber inflationsangepasster Benchmark



## Substanzerhalt gegenüber statischer Benchmark

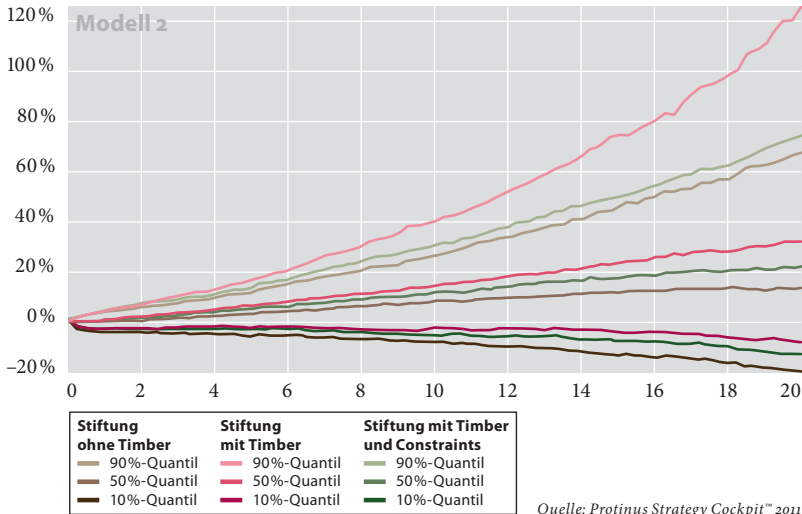


Abb. 17: Modell 2 – Substanzerhalt in Prozent gegenüber einer statischen Benchmark

## 4 Fazit: Timber als Substitut und Solvency-II-Asset

*Timber zur Verbesserung der strategischen Zielerreichung*

Die durchgeführten Analysen haben ergeben, dass Investments in Timber zu einer Verbesserung der strategischen Zielerreichung bei der institutionellen Kapitalanlage beitragen können. Beimischungen von Timber bringen sowohl in einem auf ordentliche Erträge ausgerichteten als auch in einem frei ausschüttenden Kontext Vorteile über die gesamten Ergebnisverteilungen mit sich. Timber wird dabei nicht nur ergänzend in die Allokationen aufgenommen, sondern zeigt sich durchgängig als ein möglicher Ersatz für Teile einer bestehenden oder aufzubauenden Aktienposition und ebenso für Bond-Märkte ohne signifikante Credit-Komponente. Je größer die Rolle, die ordentliche Erträge bei der Implementierung spielen, desto mehr steigt der individuell sinnvolle Anteil an Wald im Portfolio.

Mit den für diese Untersuchung allgemein interpretierbar gehaltenen AL-Modellen und ihren anspruchsvollen Zielen im Hinblick auf Entnahmen und Substanzerhalt zeigt sich aber auch, dass es Obergrenzen gibt, bis zu denen in einer freien Optimierung Timber alloziiert wird, denn auch mit Timber können nicht alle erdenklichen Ziele erreicht werden und es stiftet daher auch nicht in beliebig hohem Maß in jeder Strategie Nutzen.

In dieser Untersuchung wurde mit allgemein gehaltenen Modellen gearbeitet und die Ergebnisse haben exemplarischen Charakter. Die im Einzelfall passende Timber-Beimischung lässt sich immer nur durch eine strategische Allokationsstudie bestimmen, in der alle Ausprägungen auf die individuellen Aspekte der anlegenden Institution ausgerichtet sind.

*Substitutcharakter von Timber für Solvency-II-Regelungen*

Der zunächst portfoliotheoretisch interessante Substitutcharakter von Timber, vor allem gegenüber Aktien, kann je nach Hülle und Definition der real möglichen Anlageform gerade im Kontext der geplanten Solvency-II-Regelungen einen weiteren Vorteil bieten, denn die gängigen Ausprägungen von Timber-Anlagen und deren Zuordnung zu den Risikomodulen können eine geringere Eigenkapitalunterlegung unter Solvency II auslösen als die durch Timber teilweise substituierbaren Aktien. Timber-Investments könnten hier einen Sonderfall darstellen, nämlich eine Asset-Klasse, die finanzwirtschaftlich sinnvoll ist und zugleich unter den neuen Solvency-II-Regeln keine zu große Bestrafung erfährt.

Für Versicherer wird es künftig mit der Einführung der neuen Regelungen zu den zentralen Aufgabe gehören, die einander gegenüberstehenden Ziele „finanzwirtschaftliche Optimalität“ versus „Solvency-II-Optimalität“ in einem bestmöglichen Trade-off zu erreichen. Daher wäre es nicht verwunderlich, wenn Timber in Zukunft auch aus diesem Grund mehr Bedeutung in den Allokationen institutioneller Anleger zukommt.

## 5 Zusammenfassung

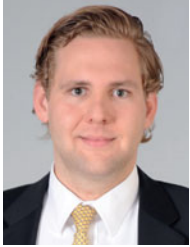
Sowohl unter Renditegesichtspunkten als auch mit Blick auf eine strategische Ausrichtung eines Investments verdient Timber hohe Aufmerksamkeit. Aufgrund der Nachhaltigkeit von Timber-Investments kann eine risikoorientierte Strategie ebenso Vorteile nach sich ziehen wie eine eher konservative, wobei nur eine exakte Analyse deutlich machen kann, wo die jeweiligen Grenzen liegen. Timber stellt keine „Allzweckwaffe“ zur Asset Allocation dar, ist aber mittlerweile im wahrsten Sinn des Worts längst über eine „Nice-to-have-Beimischung“ hinausgewachsen.

*Timber verdient hohe Aufmerksamkeit bei Investoren*

## Referenzen

- [1] Zur gesamten nachfolgenden Darstellung vgl. Absolute Report Ausgabe 5/11.
- [2] Vgl. FAO Food and Agriculture Organization of the United Nations: FRA country reporting process 2010, <http://www.fao.org/forestry/62318/en/>.
- [3] Vgl. American Paper and Forest Association (15. 4. 2010), [www.afandpa.org](http://www.afandpa.org).
- [4] Vgl. Knoke, T./Schneider, T./Hahn, A./Griess, V./Rößiger, J. (eingereicht): Forstbetriebsplanung als Entscheidungshilfe. Verlag Eugen Ulmer, Stuttgart.
- [5] Vgl. Forisk Consulting.
- [6] Vgl. Benítez-Ponce, P. C./McCallum, I./Oberst-einer, M./Yamagata, Y. (2007): Global potential for carbon sequestration: geographical distribution, country risk and policy implications. In: *Ecological Economics* 60, S. 572–583.
- [7] Der deutsche REIT gilt als Vor-REIT, bis er an einer Börse gelistet ist.
- [8] Unter anderem Aronow, M. E./Binkley, C. S./Washburn, C. L. (Dezember 2004): Explaining Timber Values in the United States. In: *Journal of Forestry*, Vol. 102 (8), S. 14–18.
- [9] Vgl. Scholtens, B./Spierdijk, L. (August 2010): The Diversification Properties of US Timber: A Mean-Variance Approach. In: *Land Economics*, Vol. 86 (3), S. 514–529.
- [10] Der Vergleich mit dem sehr kleinen Sample von Kalenderjahresrenditen gibt ebenfalls einen Hinweis in diese Richtung, mit einer etwa um 0,5–1 % höheren Standardabweichung gegenüber den Quartalsrenditen.
- [11] Anders als fast alle gängigen Aktienmärkte, die eine negative Schiefe aufweisen.
- [12] Andere Untersuchungen zeigen, dass keine Erklärung durch Zinsen und Zinsmärkte für Timber besteht, vgl. Aronow, M. E./Binkley, C. S./Washburn, C. L. (Dezember 2004): Explaining Timber Values in the United States. In: *Journal of Forestry*, Vol. 102 (8), S. 14–18, was sich in den Korrelationskoeffizienten zu den Staatsanleihen bestätigt.
- [13] Vgl. Aronow, M. E./Binkley, C. S./Washburn, C. L. (Dezember 2004): Explaining Timber Values in the United States. In: *Journal of Forestry*, Vol. 102 (8), S. 14–18.
- [14] Die Modellerstellungen ebenso wie die Szenariogenerierung, Simulationen, Optimierungen und Auswertungen wurden in der ALM-Software PROTINUS Strategy Cockpit™ durchgeführt.
- [15] Alle regulatorischen Regelungen zum Substanzerhalt und zur Leistungserbringung, wie sie deutsche Stiftungen anzuwenden haben, sind in diesem Modell implementiert. Eine detaillierte Modellbeschreibung findet sich auf dem Internetportal [www.myALM.de](http://www.myALM.de). Dort steht ein vergleichbares Modell zur Simulation (und Optimierung) zur Verfügung.
- [16] Alle prozentualen Angaben beziehen sich nur auf das Wertpapierportfolio, dessen Zusammensetzung durch die Optimierung bestimmt wird. Der direkt gehaltene Immobilienbestand wird unverändert gehalten und kann durch die Optimierung nicht verändert werden. Bei der Messung der Zielerreichung fließt sein Ergebnisbeitrag jedoch in die Berechnungen mit ein.
- [17] Vgl. weiterführend Mulvey, J. M./Bauerfeind, T./Simsek, K. D./Vural, M. T. (2011): Performance Enhancements for Defined Benefit Pension Plans in: Bertocchi, M. /Consigli, G./Dempster, M. A. H. (Hrsg.) (2011–2012): *Stochastic Optimization Methods in Finance and Energy*, S. 43–72.

## Über die Autoren



**David Rückel** ist Geschäftsführer der *Wells Germany GmbH* und verantwortet dort den allgemeinen Geschäftsbetrieb, die Entwicklung und Gestaltung neuer Produkte sowie den Vertrieb. Er verfügt über langjährige Erfahrung in der Strukturierung und in der Platzierung von geschlossenen Fonds für den europäischen Markt mit Fokus im deutschsprachigen Raum.

Seinen wissenschaftlichen Hintergrund bilden ein B.Sc. in International Affairs mit einem Fokus auf International Economics der *Elliott School of International Affairs* an der *George Washington University*, Washington, DC, und ein Executive Master of Real Estate an der *International Real Estate Business School (IRE BS)* der *Universität Regensburg*.

**Thomas Bauerfeind** (Dipl.-Kaufmann) ist Geschäftsführer und Gründer der *PROTINUS*. Er ist seit vielen Jahren in den Bereichen Finance, Asset Allocation und Risk Management tätig. Seit den 1990er-Jahren berät er Industrie- und Finanzdienstleistungsunternehmen weltweit bei Fragen der Strategischen Asset Allocation – im Besonderen unter Einsatz der Methoden des modernen Asset Liability Modeling – und in Umsetzungs- und Produktentwicklungsfragen im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung sowie der privaten Vorsorge.



Thomas Bauerfeind studierte BWL an der *Ludwig-Maximilians-Universität München* mit Schwerpunkt Kapitalmarktforschung und Finanzierung.

# *Zusammenfassung und Ausblick*

# Zusammenfassung und Ausblick

Prof. (FH) Dr. Michael Trübestein

Professor für Immobilienmanagement, FH Kufstein

*In Deutschland und Österreich besteht für private und institutionelle Investoren bei der Kapitalanlage die Möglichkeit, aus vergleichbaren Anlagevehikeln zu wählen, darunter nicht börsennotierte Vehikel wie Offene Immobilienfonds und Geschlossene Immobilienfonds und börsennotierte Vehikel wie Immobilien-Aktiengesellschaften. Eine Analyse der Investmentvehikel zeigt, dass bei den Investoren in Deutschland und Österreich unterschiedliche Präferenzen erkennbar sind.*

*Die Zukunft der Immobilien-Investments in Deutschland und Österreich wird in hohem Maße durch nationale und internationale Richtlinien – etwa AIFM, Solvency II oder IAS 17 – sowie durch die weitere wirtschaftliche und finanzpolitische Entwicklung beeinflusst werden.*

# Inhalt

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	445
<b>2</b>	<b>Abgleich der Anlagevehikel</b>	446
2.1	Offene Immobilien-Publikumsfonds	446
2.2	Offene Immobilien-Spezialfonds	448
2.3	Geschlossene Immobilienfonds	448
2.4	Real Estate Private Equity Fonds	449
2.5	Timberland	450
2.6	Immobilien-Aktiengesellschaften	451
2.7	Real Estate Investment Trusts	451
<b>3</b>	<b>Zusammenfassung und aktuelle Herausforderungen</b>	452
	<b>Über den Autor</b>	453

## 1 Einleitung

Immobilienanlagen bilden ein wichtiges Segment in der Kapitalallokation privater und institutioneller Investoren und dienen der strategischen Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles des Anlagebestandes. Aktuelle Markttendenzen zeigen, dass insbesondere indirekte Anlagevehikel zunehmend an Bedeutung für die Kapitalanlage gewinnen. Hierbei obliegt es den Investoren, aus nicht-börsennotierten Fonds (wie Offenen Immobilienfonds und Geschlossenen Immobilienfonds) und börsennotierten Vehikeln (wie Immobilien-Aktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts) zu wählen und mit der vorgegebenen Anlagestrategie – von sicherheitsorientiert bis opportunistisch – abzustimmen. Die Auswahl der Anlagevehikel wird ferner durch das wirtschaftliche Umfeld, mithin durch die Zinsentwicklung und rechtliche Rahmenbedingungen, beeinflusst und gesteuert.

*Hohe Bedeutung der Immobilie für die Kapitalallokation*

Unter Berücksichtigung dieser Entwicklungen werden nachfolgend die Konstruktionen ausgewählter Anlagevehikel in Deutschland und Österreich abgeglichen sowie aktuelle Herausforderungen thematisiert.

## 2 Abgleich der Anlagevehikel

*Vergleichbare  
Konstruktion der  
Anlagevehikel*

Die für den deutschen und österreichischen Markt zu untersuchen-  
den und beschriebenen Anlagevehikel

- Offene Immobilien-Publikumsfonds
- Offene Immobilien-Spezialfonds
- Geschlossene Immobilienfonds
- Real Estate Private Equity Fonds
- Timberland-Fonds
- Immobilien-Aktiengesellschaften
- Real Estate Investment Trusts

gleichen einander in wesentlichen Konstruktionsmerkmalen, unter-  
scheiden sich aber in wichtigen Regelungen und Anlageschwer-  
punkten.

### 2.1 Offene Immobilien-Publikumsfonds

*Sondervermögen  
und Kapitalanlage-  
gesellschaft*

Offene Immobilien-Publikumsfonds sind in Deutschland und Österreich als Sondervermögen strukturiert, das von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltet wird. Das Konstrukt des Offenen Immobilien-Publikumsfonds verbindet eine illiquide Assetklasse, die Immobilie, mit einer in der Regel täglichen Handelbarkeit. Die gesetzliche Grundlage ist in Deutschland durch das „allgemeine“ Investmentgesetz (InvG) gegeben, in Österreich durch das eigenständige Immobilieninvestmentfondsgesetz (ImmoInvFG). Es handelt sich bei Offenen Immobilien-Publikumsfonds um ein „offenes“ Fondsprodukt, das bedeutet, dass die Anteilscheinausgabe und -rückgabe börsentäglich möglich ist. Die Fonds gelten als „Core“-Investoren, d. h. als sicherheitsorientierte Anlagen mit dem Schwerpunkt auf langfristig gut vermieteten Objekten, beispielsweise „1A“ Retail- oder Office-Lagen, mit einem niedrigen Fremdkapitalanteil (max. 50 %).

*Unterschiede in der  
Ausgestaltung der  
Regelungen*

Unterschiede zwischen den beiden Investmentprodukten betref-  
fen naturgemäß die detaillierte Ausgestaltung und Regelung des  
Vehikels, beispielsweise folgende Bereiche:

- Mindestliquidität (5 % Mindestliquidität in Deutschland vs. 10 % Liquiditätsreserve in Österreich);
- Bewertung und Gutachterzusammenstellung (z. B. die Berechnung des Immobilienwertes in Österreich durch das arithmetische Mittel)
- ausgewählte Anlagekriterien (beispielsweise die prozentuale Regelung des Anteils eines einzelnen Grundstücks zum Zeitpunkt des Erwerbs mit max. 15 % des Fondsvermögens in Deutschland vs. mit 20 % in Österreich oder der Beteiligung an Grundstücksgesellschaften zu 100 % in Deutschland vs. max. 49 % in Österreich).

Der erste Offene Immobilien-Publikumsfonds entstand in Deutschland im Jahre 1959. In den folgenden Jahrzehnten erfuhr diese Anlageform ein konstantes Wachstum, vor allem in den Jahren 2001 bis 2003 kam es zu starken Kapitalzuflüssen in der Höhe von € 35 Mrd. Ab dem Jahr 2005 setzte dann eine gegenläufige Entwicklung ein, die sich zunächst in geringen, später zunehmend stärkeren Kapitalabzügen bemerkbar machte. Die Jahre 2008 und 2009, insbesondere der Oktober 2008, waren durch massive Kapitalabflüsse in Folge der Subprime-Krise und der Insolvenz der Investmentbank *Lehman Brothers* geprägt. Als Konsequenz dieser massiven Kapitalabflüsse kam es ab 2008 zunächst zur Schließung und in weiterer Folge ab 2010 zur Liquidation einiger – bisher insgesamt sieben – Offener Immobilienfonds. Als Reaktion auf diese Entwicklungen wurde ein neues Regelwerk für das Vehikel verabschiedet, das Anleger-schutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (AnsFuG), das insbesondere das Rückgabevolumen der Anteilsscheine auf € 30.000/Jahr limitiert, Mindesthaltedauern von 24 Monaten vorschreibt und die Fremdkapitalquote auf 30 % begrenzt.

Nach der langen Erfolgsgeschichte mit konstanten Renditen und Volumensteigerungen wurde das bis dahin makellose Bild der Offenen Immobilien-Publikumsfonds in Deutschland durch die Schließung und Liquidation mehrerer Fonds stark in Mitleiden-schaft gezogen. Trotzdem können einige Offene Immobilien-Publikumsfonds hohe Kapitalzuflüsse verzeichnen, insbesondere jene mit starken Vertriebskanälen. Das weitere Vertrauen der Anleger, verbunden mit den Neuregelungen durch das AnsFuG, wird über die Zukunft dieses Anlagevehikels entscheiden.

*Entwicklung des  
Offenen Immobilien-  
Publikumsfonds in  
Deutschland*

*Zukunft des  
Offenen Immobilien-  
Publikumsfonds*

*Entwicklung des  
Offenen Immobilien-  
Publikumsfonds in  
Österreich*

In Österreich wurde der Offene Immobilien-Publikumsfonds ab dem 1. September 2003 zugelassen und ist folglich durch eine wesentlich kürzere, aber auch ereignisreiche Geschichte geprägt. Vergleichbar mit den deutschen Offenen Immobilien-Publikumsfonds kam es auch hier zur Schließung von Fonds, jedoch konnte eine Restrukturierung erfolgreich durchgeführt und somit eine Liquidation verhindert werden.

Derzeit werden – insbesondere auch durch die Fondsinitiatoren – neue Regulierungen diskutiert, die aber noch nicht kodifiziert sind. Inzwischen erzielen die Offenen Immobilien-Publikumsfonds in Österreich wieder Steigerungen in den Kapitalanlagevolumina. Auch hier wird die Zukunft dieses noch jungen Anlagevehikels von der weiteren Akzeptanz in der Bevölkerung und einer möglichen gesetzlichen Neuregelung abhängen.

## **2.2 Offene Immobilien-Spezialfonds**

*Institutionelle  
Investoren*

Offene Immobilien-Spezialfonds gleichen in Deutschland und Österreich rechtlich den Offenen Immobilien-Publikumsfonds mit einem Sondervermögen und einer verwaltenden Kapitalanlagegesellschaft. Der Anlegerkreis ist jedoch auf institutionelle Investoren, unter anderem Kapitalsammelstellen, limitiert. Mit dieser Einschränkung einher geht eine Vereinfachung der rechtlichen Regularien (z. B. der Wegfall der Mindestliquidität von 5 % in Deutschland). Seit einigen Jahren sind Immobilien-Spezialfonds eine attraktive Anlageform für institutionelle Investoren, da diese als Wertpapiere deklariert werden können und – insbesondere für Auslandsinvestitionen – kein eigenes Management des Bestandes durch den Investor erfordern.

*Weitere Steigerungen  
der Volumina*

Derzeit sind in Deutschland und Österreich ca. € 35 Mrd. in Immobilien-Spezialfonds investiert, jedoch stellt dieses Segment in Österreich noch einen Nischenmarkt dar. Von weiteren Steigerungen in Deutschland und Österreich ist zukünftig auszugehen.

## **2.3 Geschlossene Immobilienfonds**

*Steuerlich transparente  
GmbH & Co KG*

Geschlossene Immobilienfonds sind sowohl in Deutschland als auch in Österreich in der Regel als steuerlich transparente

GmbH & Co KG strukturiert. Mit dem Erwerb seiner Beteiligung wird der Investor steuerlich und haftungsrechtlich zum Kommanditgesellschafter und damit zum Mitunternehmer. Geschlossene Immobilienfonds sind eine Möglichkeit, langfristig und zielgerichtet in ein oder mehrere Immobilien zu investieren, d. h. der Fonds „schließt“ nach der Zeichnung und die Anleger verzichten damit auf den Handel mit Fondsanteilen. Ein Handel der Anteile über den Zweitmarkt ist möglich. Mit Renditeerwartungen ab 6 % und einem Fremdkapitalanteil von ca. 60 % ist der Geschlossene Fonds strategisch in den Bereich der Core-plus-Anlagestrategien einzuordnen.

Geschlossene Immobilienfonds gehören zu den beliebtesten Anlagevehikeln in Deutschland. 2010 betrug das gesamte Fondsvolumen € 74 Mrd., der Mittelzufluss belief sich im gleichen Jahr auf insgesamt € 4,4 Mrd. Infolge der Neuregelung des Steuergesetzes 2005 verlor der Geschlossene Immobilienfonds das Stigma eines reinen „Steuerstundungsmodells“. In Österreich sind Geschlossene Immobilienfonds durch ein jährliches Platzierungsvolumen in der Höhe von € 10 bis € 60 Mio. gekennzeichnet und weisen damit deutlich geringere Volumina als in Deutschland auf.

*Beliebtes Anlagevehikel  
in Deutschland*

Durch die hohe Konkurrenz eigenkapitalstarker Investoren beim Kauf von Objekten kommt es derzeit zu „Herausforderungen“ bei der Initiierung neuer Fondsprodukte. Neue Produktalternativen – auch im Ausland – werden daher konsequent vorangetrieben.

*Zukunft des  
Geschlossenen Fonds*

## 2.4 Real Estate Private Equity Funds

Real Estate Private Equity Funds investieren als nicht-börsennotiertes Eigenkapital in Märkte mit Angebots- und Nachfrageungleichgewichten und erwirtschaften für ihre Anleger Eigenkapitalrenditen in Höhe von 15 % bis 20 %. Als Teilform der Geschlossenen Fonds ist auch bei Real Estate Private Equity Funds ein Handel der Fondsanteile nicht vorgesehen. Sie investieren in der Regel mit dem Ziel, die Anlage nach fünf bis neun Jahren wieder zu verkaufen. In dieser Zeit wird aktiv in das Management eingegriffen. Bei der Investition wird in hohem Maße auf Fremdkapital zurückgegriffen, häufig zwischen 80 und 90 %, um dadurch die vorgegebene Zielrendite zu erreichen (Leverage-Effekt).

*Nicht börsennotiertes  
Eigenkapital*

Als typische Rechtsform kann die Limited Partnership mit einem General Partner und mehreren Limited Partners angesehen werden,

*Limited Partnership*

die etwa einer Kommanditgesellschaft entspricht und steueroptimal gestaltet werden kann. Folglich besteht der Fonds aus einer Managementgesellschaft (dem General Partner bzw. „Komplementär“) und den originären Investoren (Limited Partners bzw. „Kommanditisten“) mit flexibler Einbindung einer Vielzahl von nationalen und internationalen Dienstleistern.

*Verstärktes Auftreten  
ab 2003*

Real Estate Private Equity Fonds traten insbesondere in den Jahren 2003 bis 2007 verstärkt am deutschen Immobilienmarkt auf und erwarben großvolumige Non-Performing-Loan-Portfolios, d. h. ausfallgefährdete Darlehen (unter anderem der *Hypo Real Estate* und der *Eurohypo*) und später zahlreiche große (Wohn-)Immobilienportfolios der öffentlichen Hand (unter anderem der Stadt Dresden oder der *Bundesversicherungsanstalt für Angestellte, BfA*) und verkaufsbereiter Unternehmen (wie von *eon* oder *ThyssenKrupp*). In Österreich traten Opportunity Fonds beispielsweise bei der Übernahme der *BAWAG P.S.K.* durch *Cerberus Capital Management* in Erscheinung.

*Refinanzierung*

Nach der erfolgreichen Übernahme und Optimierung der Immobilienbestände kommt es derzeit zur Refinanzierung der Darlehensverpflichtungen durch die Fonds oder den Exit beispielsweise im Fall der *GSW Immobilien-AG* durch einen Börsengang. Aufgrund der derzeitigen „angespannten“ Situation auf den Finanz- und Kapitalmärkten sind Banken allerdings nicht mehr bereit, das vollständige Risiko zu übernehmen. Folglich kommt es zur Bildung von Konsortien mit kleineren Kredittranchen für die Refinanzierung der Bestände. Ferner investieren Opportunity Fonds derzeit wieder verstärkt in die Übernahme von ausfallgefährdeten Darlehen, sogenannter Non-Performing Loans.

## 2.5 Timberland

*Timber als attraktive  
und sinnvolle  
Ergänzung im Kapital-  
portfolio*

Zwar wird Timber häufig als Teil des Bereichs „Alternative Investments“ gesehen, jedoch weisen Investitionen in Timber starke Parallelen zum Immobilienmarkt unter anderem aufgrund der langen Investitionslaufzeiten und der Nutzung von Grund und Boden auf. Es konnte in mehreren Studien gezeigt werden, dass Investitionen in Timber eine attraktive und sinnvolle Ergänzung für das Portfolio institutioneller Investoren, mithin also auch von Versicherungsunternehmen, darstellt. Investitionen sind derzeit sowohl über

Fonds als auch über börsennotierte Vehikel möglich, beispielsweise mittels Real Estate Investment Trusts in den USA.

## 2.6 Immobilien-Aktiengesellschaften

Immobilien-Aktiengesellschaften werden an der Börse gehandelt und stellen in der Regel Immobilienbestandshalter dar. Die Struktur einer Immobilien-Aktiengesellschaft entspricht – vergleichbar den Aktiengesetzten (AktG) in Deutschland und Österreich – der einer „normalen“ Aktiengesellschaft mit den drei Organen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung.

*Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung*

Im Abgleich zwischen Deutschland und Österreich kann festgestellt werden, dass Immobilien-Aktiengesellschaften in Deutschland (noch) eine untergeordnete Rolle einnehmen. Währenddessen sind in Österreich drei Immobilien-Aktiengesellschaften im österreichischen Leitindex ATX notiert, was die besondere Bedeutung dieses Anlagevehikels für den österreichischen Markt unterstreicht. Dieser Umstand ist sicher auch auf die relativ junge Anlageklasse „Offener Immobilienfonds“ und das geringe Volumen an Geschlossenen Fonds zurückzuführen.

*Bedeutung in Österreich*

## 2.7 Real Estate Investment Trusts

Real Estate Investment Trusts sind „nur“ in Deutschland und in einigen weiteren Ländern wie den USA, Australien, Frankreich oder Großbritannien gesetzlich manifestiert, d. h. in Österreich gibt es (derzeit) keine REITS. REITS sind an der Börse notierte Immobilienbestandshalter, die auf Unternehmensebene steuerbefreit sind und einen hohen Anteil ihrer bilanziellen Gewinne, in der Regel von 90 %, ausschütten müssen. In Deutschland wurden sie mit dem Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REITG) zum 1. Januar 2007 rückwirkend eingeführt. Aufgrund der einsetzenden Subprime-Krise mit fallenden Aktienkursen und der Ausnahme von Wohnimmobilienbeständen vor dem 1. Januar 2007 aus der REIT-Gesetzgebung sind in Deutschland derzeit nur vier REITS mit einer Marktkapitalisierung von insgesamt unter € 5 Mrd. am Markt notiert.

*„Nur“ in Deutschland“*

Die weitere Entwicklung dieses international verbreiteten Anlagevehikels ist auch von der zukünftigen Entwicklung der Aktienmärkte und dem Interesse nationaler und internationaler Investoren abhängig.

### 3 Zusammenfassung und aktuelle Herausforderungen

*Unterschiedliche  
Präferenzen in  
Deutschland und  
Österreich*

In Deutschland und Österreich erhalten private und institutionelle Investoren bei der Kapitalanlage die Möglichkeit, aus vergleichbaren Anlagevehikeln zu wählen, darunter nicht-börsennotierte Vehikel, etwa Offene Immobilienfonds und Geschlossene Immobilienfonds, und börsennotierte Vehikel wie Immobilien-Aktiengesellschaften. Eine Analyse der Investmentvehikel lässt bei den Investoren unterschiedliche Vorlieben erkennen, die unter anderem historisch bedingt sind, beispielsweise die starke Präsenz von Offenen Publikumsfonds und Geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland und von börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften in Österreich.

*Nationale und inter-  
nationale Heraus-  
forderungen*

Der Immobilien-Investmentmarkt in Deutschland und Österreich wird sich derzeit und in naher Zukunft zahlreichen Herausforderungen stellen. Darunter fallen zunächst nationale Aspekte wie etwa die „Krise“ der Offenen Immobilien-Publikumsfonds mit Liquidationen mehrerer Fonds in Deutschland. Zudem sind beide Länder gleichermaßen von allgemeinen, weltwirtschaftlichen Entwicklungen betroffen: Dies betrifft die demografische Entwicklung, die Investitionen im Zuge neuer Vorschriften zu Energieeffizienz und Nachhaltigkeit oder die zunehmende Globalisierung.

*Herausforderungen  
durch AIFM, Solvency  
II und IAS 17*

Darüber hinaus wird das Anlageverhalten der Investoren zunehmend durch internationale bzw. europäische Richtlinien beeinflusst. Hierunter fallen die Neuregelungen für das Management von Fondsvehikeln durch die Alternative Investment Fund Manager Directive (AIFMD), die risikoorientierte Eigenkapitalhinterlegung bei Versicherungen durch Solvency II oder die Neuregelung des IAS 17 bei der Bilanzierung für börsennotierte Gesellschaften.

Derzeit sind die finalen Auswirkungen auf den Immobilienmarkt schwer absehbar, jedoch werden sich auch weiterhin spannende, nachhaltige und zielführende Möglichkeiten für attraktive Immobilieninvestitionen bieten.

## Über den Autor



**Prof. (FH) Dr. Michael Trübstein** studierte internationale Betriebswirtschaftslehre an der *EBS Universität für Wirtschaft und Recht* in Oestrich-Winkel, an der *University of Illinois at Urbana-Champaign* (IL/USA) und an der *Ecole Supérieure de Commerce de Dijon* (F).

Von Oktober 2004 bis Oktober 2008 forschte und lehrte Michael Trübstein als wissenschaftlicher Assistent und Promotionsstudent bei Herrn Prof. Dr. Wolfgang Schäfers am Lehrstuhl für Immobilienmanagement an der *Universität Regensburg*.

Im April 2008 schloss er das Intensivstudium Real Estate Asset Management in Berlin ab und erhielt im September 2008 einen Ruf zur Professur für Immobilienmanagement an der *Fachhochschule Kufstein*. Ferner lehrt er an der *Politecnico di Milano* in Mailand (I) und am *PRATT Institute* in New York (USA). Der Schwerpunkt der wissenschaftlichen Tätigkeit liegt insbesondere in den Bereichen Real Estate Investment and Finance, Real Estate Asset Management, Real Estate Capital Markets und Real Estate Valuation.