

VOR- UND NACHTEILE VON DIREKTEN UND INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN

Prof. Dr. Steffen Sebastian
Bertram Steininger
Melanie Wagner-Hauber

Herausgeber: **IRE|BS** International Real Estate Business School, Universität Regensburg
www.irebs.de
ISSN 2197 - 7720
Copyright © **IRE|BS** International Real Estate Business School 2011, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes: Prof. Dr. Steffen Sebastian, Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung, Universität Regensburg

RECHTLICHE HINWEISE

ZUGANG

Die Publikation von und der Zugang zu Informationen in dieser Studie kann durch lokale Vorschriften in gewissen Ländern eingeschränkt sein. Diese Studie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Staaten, in denen (aufgrund der Staatsangehörigkeit bzw. des Wohnsitzes der jeweiligen Person oder aus anderen Gründen) entsprechende Einschränkungen gelten. Insbesondere richtet sich die Studie nicht an Bürger der USA sowie an Personen, die in den USA oder in einem ihrer Territorien, Besitzungen oder sonstigen Gebieten, die der Gerichtshoheit der USA unterstehen, wohnhaft sind oder dort ihren gewöhnlichen Aufenthalt haben. Personen, für welche entsprechende Beschränkungen gelten, dürfen nicht, weder online noch in anderer Form, auf diese Studie zugreifen.

KEIN ANGEBOT

Der Inhalt dieser Studie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Werbung, kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Tätigen irgendwelcher Anlagegeschäfte oder sonstiger Transaktionen dar. Diese Studie (einschließlich der darin enthaltenen Informationen und Meinungen) stellt keine Anlageberatung dar und sollte nicht als solche aufgefasst werden. Potentielle Investoren sind gehalten, spezifische Beratung einzuholen und Anlageentscheide gestützt auf ihre individuellen Anlageziele sowie ihre finanziellen und steuerlichen Gegebenheiten zu treffen.

HAFTUNGSAUSSCHLUSS

Die Autoren sind darum bemüht, dass diese in dieser Studie enthaltenen Informationen zum Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung richtig und vollständig sind und aus zuverlässigen Quellen stammen. Die Autoren lehnen jedoch jegliche Verantwortung für die Genauigkeit, Zuverlässigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der hierin wiedergegebenen Informationen und Meinungen ab. Die Autoren lehnen ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste oder Schäden ab, die sich aus der Nutzung dieser Studie oder dem Vertrauen in die darin enthaltenen Informationen ergeben könnten, einschließlich Gewinnausfälle oder anderer direkter und indirekter Schäden.

Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen

Prof. Dr. Steffen Sebastian

Bertram Steininger

Melanie Wagner-Hauber

Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung

IRE|BS International Real Estate Business School

an der Universität Regensburg

23. Januar 2012

Indirekt zum Ziel. Immobilieninvestitionen für ein ausgewogenes Portfolio

Immobilien können ein Portfolio stabilisieren – doch nur, wenn die Investitionen ausreichend breit gestreut sind. Institutionelle wie private Anleger, die direkt in eine oder nur wenige Immobilien investieren, erzielen jedoch oft den gegenteiligen Effekt. Denn nach dem Kauf einer Immobilie ist mittels Kreditfinanzierung häufig deutlich mehr als 100% des Anlagevermögens in einer einzigen Investition gebunden. Mit Blick auf die Diversifikation des Gesamtportfolios und mögliche Immobilien- und Standortrisiken ist das außerordentlich ungünstig. Für nahezu alle Privatanleger, aber auch für viele institutionelle Anleger empfiehlt es sich daher, auf den Kauf einer Immobilie als Kapitalanlage zu verzichten und stattdessen indirekt in Immobilien zu investieren. Hierfür stehen eine Reihe von unterschiedlichen Vehikeln wie Offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilien-Aktien und REITs zur Verfügung.

In der vorliegenden Studie wurden die verschiedenen Vehikel untereinander sowie mit Direktinvestitionen verglichen. Unser Ziel war es, deren maßgeblichen Eigenschaften, darunter Mindestinvestitionssumme, Liquidität, Inflationsschutz und Kosten herauszuarbeiten, um Anlegern eine Hilfestellung bei der Investitionsentscheidung zu geben. Das Ergebnis: Wer das Börsenrisiko nicht scheut und langfristig investieren möchte, kann auch in Immobilien-Aktien oder REITs investieren. Diese können zu überschaubaren Preisen erworben werden und bieten vielfach ein Höchstmaß an Liquidität und Transparenz bei geringen Transaktionskosten. Zur Risikodiversifikation sollte möglichst in ein Portfolio von Gesellschaften oder in REIT-Fonds investiert werden. Prinzipiell überzeugt hat auch der zuletzt aufgrund von Fondsschließungen in die Kritik geratene Offene Immobilienfonds. Trotz des potentiellen Liquiditätsrisikos ist der Offene Fonds ein attraktives und hochdiversifiziertes Anlageprodukt und außerhalb von Krisenzeiten auch deutlich liquider als eine Direktinvestition. Bei leicht höheren Transaktionskosten zeichnen sich Offene Fonds außerdem dadurch aus, dass sie kein Börsenrisiko aufweisen. Zudem ist damit zu rechnen, dass sich das Risiko von Fondsschließungen durch Änderungen im Investmentgesetz künftig reduziert. Dennoch kann auch für die Zukunft nicht ausgeschlossen werden, dass Fonds die Anteilsscheinrücknahme zwischenzeitlich aussetzen müssen und Anleger vorübergehend nicht an ihr Geld kommen.

Das optimale Vehikel gibt es leider nicht. Insbesondere kann es auch die beste Rechtsform nicht ändern, dass es sich bei Immobilieninvestitionen um grundsätzlich riskante Anlagen handelt. Private wie institutionelle Anleger können aber individuell entscheiden, welchen Risiken sie sich aussetzen wollen und welches Investment zu ihnen passt. Hierzu soll diese Studie eine erste Unterstützung bieten.

Regensburg, im Januar 2012



Prof. Dr. Steffen Sebastian

Management Summary

Ziel dieser Studie ist es, die Vor- und Nachteile von Immobilieninvestments anhand der wichtigsten Anlageentscheidungskriterien aufzuzeigen. Dabei wird der direkte Eigentumserwerb mit den indirekten Anlagemöglichkeiten in Offene und geschlossene Immobilienfonds, Immobilien-Aktiengesellschaften sowie Real Estate Investment Trusts (REITs) verglichen. Die wichtigsten Ergebnisse der Untersuchung lauten:

1. **Eine Immobilieninvestition sollte grundsätzlich nicht mehr als 20% des Gesamtportfolios betragen.**
2. **Eine Immobilienanlage ist nur dann sinnvoll und risikoadäquat, wenn diese nach Standort, Nutzungsarten und Anzahl der Immobilien ausreichend diversifiziert ist.**
3. **Direktanlagen in Immobilien sind für Privatanleger und für kleine und mittlere, institutionelle Anleger daher fast immer ungeeignet.**
4. **Der Offene Immobilienfonds vereint die meisten Vorteile im Hinblick auf Losgröße, Diversifikation und Inflationsschutz.**
5. **Eine sinnvolle Alternative sind Immobilien-Aktien und REITs bzw. REITs-Fonds, vorausgesetzt man scheut das Börsenrisiko nicht und kann flexibel und langfristig anlegen.**

	Direktanlage	Offene Immobilienfonds	geschlossene Immobilienfonds	Immobilien-AGs und REITs
Losgröße	–	+	–	+
Transformation von Information	–	+	–	+
Risikodiversifikation	–	+	–	(+)
Liquidität	–	(+)	–	+
Inflationsschutz	–	+	–	(+)
Kosten (einmalige und laufende)	–	–	--	+

Losgröße Aufgrund des hohen Kapitalbedarfs für den Erwerb einer Eigentumswohnung oder eines Mietshauses ist eine Direktanlage für einen typischen privaten Anleger sowie für kleinere und mittlere, institutionelle Investoren im Allgemeinen ungeeignet. Indirekte Immobilienanlagen sind diesbezüglich eine sinnvollere Alternative, da ein großes Investitionsvolumen in Beträge transformiert wird, die u.a. eine Risikostreuung ermöglichen.

Informationstransformation Da bei der Direktanlage ein Intermediär fehlt, der Information beschafft und verarbeitet, fehlt hier jegliche Informationstransformation. Die für eine professionelle Anlage notwendigen vertieften Kenntnisse über wirtschaftliche, juristische und technische Zusammenhänge bei Immobilienanlagen und die relevanten Märkte können schon aus Kostengründen nur von größeren Institutionen generiert werden. Für alle anderen Anleger ist die Direktanlage daher schon aufgrund Unmöglichkeit der Informationsbeschaffung und -verarbeitung nicht geeignet. Der Offene Immobilienfonds erreicht eine Transformation der Information durch Größeneffekte und ein professionelles Fondsmanagement. Der geschlossene Fonds nimmt dem Anleger nur

während der Haltedauer die Informationstransformation ab. Insbesondere beim Kauf kommt aber – zusätzlich zur den Anforderungen bei einer Direktanlage – die Notwendigkeit hinzu, die Finanzierungs- und Gesellschaftsstruktur analysieren zu müssen. Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs erweisen sich durch strenge Publizitäts- und Prüfungspflichten sowie den täglichen Börsenhandel ebenfalls als sehr transparente Anlageformen. Positiv ist bei geschlossenen Immobilienfonds, dass diese aufgrund des in der Regel konstanten und überschaubaren Portfolios die Informationsmenge gegenüber anderen indirekten Anlagen vergleichsweise gering ist.

Risiko Das Risiko einer einzelnen Anlage kann durch Diversifikation reduziert werden. Da aber die Direktanlage wie auch der geschlossene Immobilienfonds nicht bzw. kaum diversifiziert sind, besteht für diese Anlageformen das höchste Risiko. Offene Immobilienfonds, Immobilien-Aktien und REITs reduzieren durch eine höhere Anzahl von Immobilien und Strukturierung das Anlagerisiko. Während Offene Immobilienfonds in der Regel ein nach Nutzungsarten und Lage stark diversifiziertes Portfolio ausweisen, sind Immobilien-AGs und REITs in der Regel auf eine Nutzungsart spezialisiert und nur selten international diversifiziert. Hier bietet eine Investition in mehrere Gesellschaften oder in einen REIT-Fonds den besseren Risikoschutz. Immobilien-Aktien und REITs sind zudem mit dem **Börsenrisiko** konfrontiert, wodurch sich zunächst schlechtere Diversifikationseigenschaften im Gesamtportfolio ergeben. Starke Schwankungen aufgrund der börsentäglichen Angebot- und Nachfragemechanismen können sich vor allem kurz- und mittelfristig als problematisch herausstellen. Demnach sollten Investoren auch bei börsennotierten Anlageformen einen langfristigen Anlagehorizont haben und bezüglich des Verkaufszeitpunktes möglichst flexibel sein.

Liquidität Die Direktanlage und der geschlossene Immobilienfonds stellen unter anderem aufgrund der hohen Transaktionskosten ein sehr illiquides Immobilieninvestment dar. Offene Immobilienfonds sind grundsätzlich sehr liquide, beinhalten aber das Risiko, bei hohen Nettomittelabflüssen für längere Zeit nahezu vollständig illiquide zu werden. Die aktuelle Novellierung des Investmentgesetzes sieht Kündigungs- und Mindesthaltefristen für Anlagesummen über 30.000 Euro vor, wodurch die Liquidität insbesondere für institutionelle Anleger stark einschränkt wird. Dies schützt allerdings die Stellung der privaten Anleger und verhindert eine Fehleinschätzung bzgl. der mittel- bis langfristigen Anlagedauer des Investments. Durch den Handel an der Börse und niedrige Transaktionskosten weisen börsennotierte Immobilien-Aktien und REITs von allen indirekten Immobilienanlagen potentiell die höchste Liquidität auf. Es gibt allerdings auch kleinere Gesellschaften, deren Anteile sehr wenig liquide sind.

Kosten Einmalige und laufende Kosten in unterschiedlicher Höhe fallen für alle Immobilieninvestments an. Sie schmälern die Rendite des Investments und sollten daher so gering wie möglich ausfallen. Bei den indirekten Immobilienanlagen müssen allerdings die Kosten für das professionelle Management gegen den individuellen Nutzen für den Investor abgewogen werden. Die Kosten für die Direktanlage und die geschlossenen Investmentvehikel fallen höher aus als bei den Offenen Immobilienfonds. Am niedrigsten sind sie potentiell bei Immobilien-AGs und REITs.

Inflationsschutz als Anlagekriterium Auch wenn Immobilien aufgrund des realen Wertes theoretisch einen Inflationsschutz bieten, kann keine der aufgezeigten Anlagemöglichkeiten einen vollständigen Inflationsschutz garantieren. Ein Portfolio von Immobilien bietet in jedem Fall einen deutlich besseren Schutz vor Inflation, da eine einzelne Immobilie naturgemäß ein höheres Inflationsunterschreitungsrisiko aufweist. Somit sind insbesondere Offene Immobilienfonds, aber auch börsennotierte Immobilienanlagen der Direktanlage und geschlossenen Immobilienfonds deutlich überlegen. Für Offene Immobilienfonds gilt dies zudem auch bei kürzeren Anlagehorizonten.

Fazit Im Ergebnis kann die Studie die meisten Vorteile für den Offenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktien bzw. REITs aufzeigen. Während letztere kurz- bis mittelfristig eher als Aktien-Engagement und nur langfristig als eine Immobilienanlage anzusehen sind, entsprechen Offene Immobilienfonds von Anfang an am ehesten der Wertentwicklung der real unterlegten Immobilien. Der Anleger hat somit die Wahl zwischen zusätzlichem Börsenrisiko und latenter Illiquidität.

Inhaltsverzeichnis

1	Direkte und indirekte Immobilieninvestments	1
2	Überblick über indirekte Anlageformen in Immobilien	3
3	Losgröße	5
4	Transformation von Information.....	7
5	Risiko.....	9
6	Liquidität – Transaktionsdauer und Transaktionskosten	12
7	Laufende Kosten.....	15
8	Inflationsschutz.....	17
9	Fazit.....	19

1 Direkte und indirekte Immobilieninvestments

Gerade in wirtschaftlich unsicheren Zeiten stehen sichere und bewährte Anlageprodukte im Fokus von Investoren. Immobilieninvestments galten lange Zeit als krisensicher und wertbeständig. Zu den Erwartungen der Anleger zählte neben Inflationsschutz und stabiler Ertragssteigerungen auch die individuelle Altersvorsorge. In Krisenzeiten wie z.B. der Subprime- und der Euro-Krise werden diese Annahmen jedoch zunehmend hinterfragt. Nachdem im Zuge der aktuellen Krise das Vertrauen in den Markt zunächst erschüttert wurde, stellt sich nun die Frage, welche Anlageform in Immobilien generell sowie im Hinblick auf die vergangenen und aktuellen Entwicklungen für einen privaten Anleger sinnvoll ist. Diese Studie analysiert anhand der wichtigsten Anlageentscheidungskriterien die Charakteristika der möglichen Anlageformen und wägt hierbei die Vor- und Nachteile ab.

Die Immobilie als Anlageobjekt

Immobilien stellen ein überaus heterogenes Gut dar. Aufgrund ihrer Eigenschaften sind daher auch Nachteile mit einer Direktinvestition verbunden. Neben einem Direktinvestment in eine Immobilie besteht alternativ die Möglichkeit, in Immobilienverbriefungen zu investieren. Diese indirekte Immobilienanlage erfolgt entweder in einem offenen oder geschlossenen Eigenkapitalkonzept. Das indirekte Immobilieninvestment als ein kapital-sammelndes Vehikel bietet viele Vorteile gegenüber der Direktanlage, indem es einen Großteil der wichtigen Kriterien, wie beispielsweise die geforderte Anlagesumme, Risiko oder Liquidität transformiert.

Während die direkte Immobilienanlage über den Kauf einer Immobilie erfolgt, werden bei der indirekten Immobilienanlage Anteile an einer Gesellschaft erworben, die hauptsächlich in Immobilien und Grundstücke investiert.

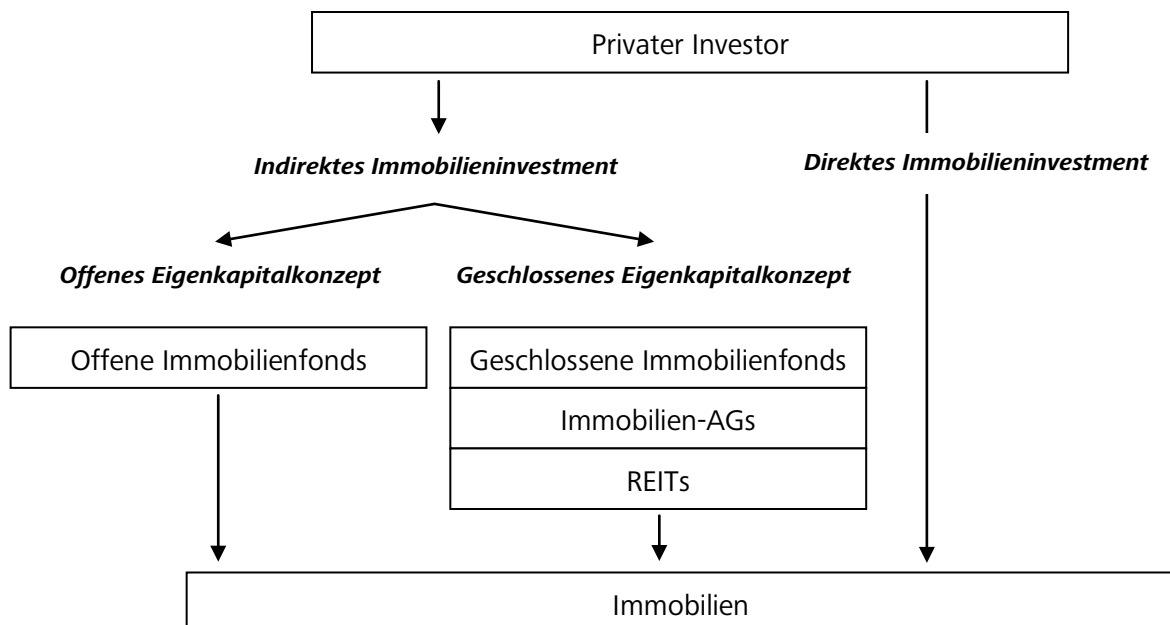


Abbildung 1: Die Immobilie als Anlageobjekt

Immobilieninvestments in Deutschland

Das gesamte deutsche Immobilienvermögen, bestehend aus Grundstücken und Gebäuden, wird derzeit auf ca. neun Billionen Euro¹ geschätzt. Davon entfallen etwa 1,5 Billionen² auf institutionell anlagefähige Gewerbeimmobilien. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Aufteilung der Kapitalisierung auf geschlossene Immobilienfonds, Offene Immobilienfonds, Immobilien-AGs und REITs. Zum Vergleich: Die direkten Immobilienanlagen privater Haushalte belaufen sich auf ca. 3,7 Billionen Euro.³ Hierbei ist sowohl die Kapitalanlage in eine Immobilie als auch der selbstgenutzte Immobilienbesitz enthalten.

Im Folgenden werden zunächst die indirekten Anlageformen in Immobilien, die in dieser Studie behandelt werden, kurz vorgestellt. Um weiterhin die Vorteilhaftigkeiten von Immobilieninvestitionen bewerten zu können, werden diese anhand ausgewählter Kriterien untersucht. Die dabei für die Entscheidung wichtigen Kriterien bilden die Faktoren Losgröße, Transparenz und Informationsbeschaffung, Risiko, Liquidität, Kosten und Inflationsschutz

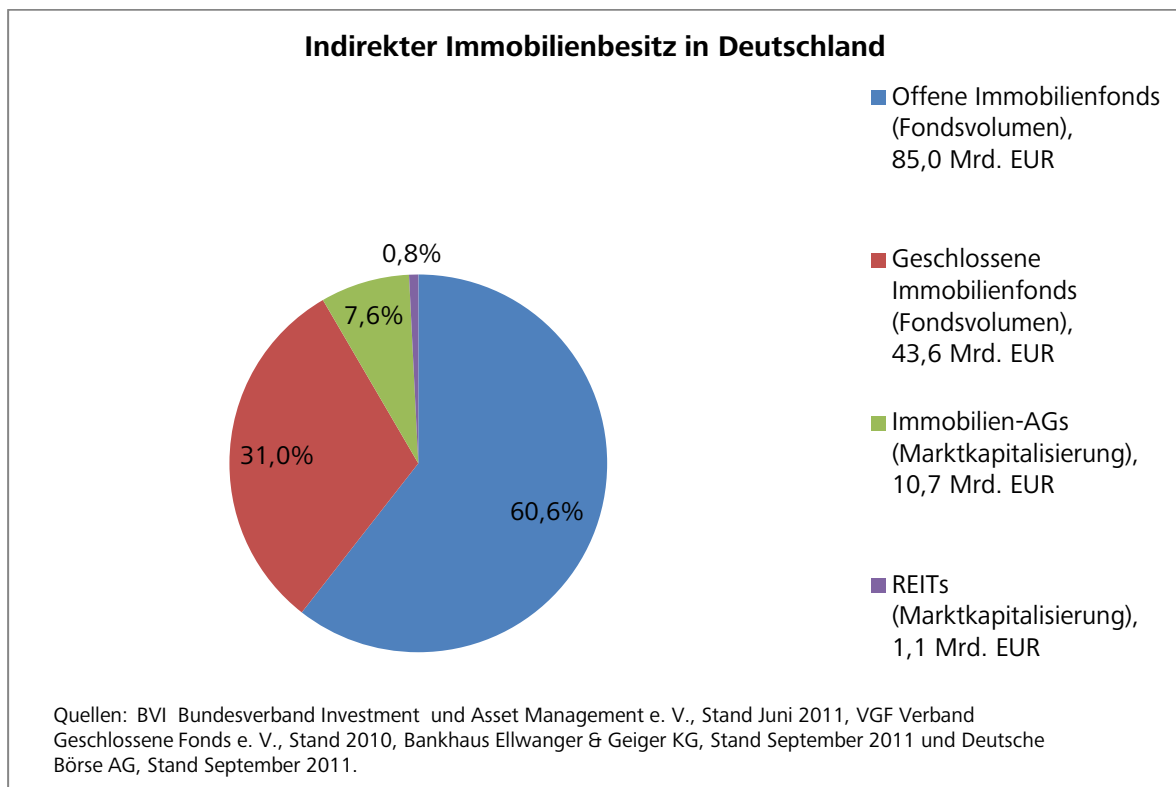


Abbildung 2: Indirekter Immobilienbesitz in Deutschland

¹ Vgl. Demary et al. (2009), S. 15.

² Vgl. Pramerica Real Estate Investors (2011).

³ Stand Anfang 2010, vgl. Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, S. 11.

2 Überblick über indirekte Anlageformen

Offene Immobilienfonds

Bei dem seit 1959 bestehenden Offenen Immobilienfonds (OIF) handelt es sich um einen Typus des Investmentfonds, der vornehmlich in Grundstücke und Gebäude in ein vor Insolvenz geschütztes Sondervermögen investiert, von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) verwaltet wird und unter staatlicher Aufsicht steht. Der Anleger hat die Möglichkeit, durch den Kauf eines Anteils an einem Offenen Immobilienfonds wirtschaftliches Miteigentum (rechtlich als Treuhandvermögen) an dem gesamten Vermögen des Fonds zu erwerben. Die Ausgabe von Anteilen an einem Offenen Immobilienfonds ist in der Regel unbegrenzt und variiert damit ebenso wie das Fondsvolumen selbst. Der Inventarwert abzüglich der Schulden oder auch *Net Asset Value* (NAV) wird üblicherweise börsentäglich bekanntgegeben und bildet die Basis für den Preis, zu dem die Anteile erworben und zurückgegeben werden können.⁴ Auf die derzeitigen Probleme im Hinblick auf die Aussetzung der Rücknahme und Schließungen von Offenen Immobilienfonds wird im Abschnitt zur Liquidität näher eingegangen.

Zum August 2011 weisen die 45 Offenen Immobilienfonds ein Fondsvermögen von ca. 85 Milliarden Euro auf.⁵ Dies entspricht einem prozentualen Anteil von 12% am Gesamtfondsvermögen in Deutschland, das durch den BVI erfasst wird. Hiervon werden zahlreiche Publikumsfonds nicht öffentlich vertrieben, sondern nur eingeschränkten Personenkreisen, z.B. institutionellen Anlegern, angeboten. Private Anleger haben die Möglichkeit in breit angelegte Publikumsfonds zu investieren. Spezialfonds sind den institutionellen Anlegern vorbehalten. Anforderungen und Vorschriften sowohl für Spezialfonds als auch für Publikumsfonds sind im Investmentgesetz (InvG) geregelt. Die Fonds

werden zudem von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) beaufsichtigt. Des Weiteren besteht auch die Möglichkeit, über Dachfonds in Offene Immobilienfonds zu investieren.

Geschlossene Immobilienfonds

Ein geschlossener Immobilienfonds wird oftmals für ein einzelnes Objekt, seltener für mehrere Immobilien aufgelegt. Das Eigenkapital und die gesamte Anlagesumme sind vorab festgesetzt und damit begrenzt. Sobald das Eigenkapital zur Finanzierung der Immobilie erreicht ist, wird der Fonds geschlossen und kein weiterer Anleger mehr aufgenommen. Das Fondsvolumen bleibt somit über die meiste Zeit konstant. Die Ausgabe von Kapitalanteilen ist, anders als beim Offenen Immobilienfonds, auf den Platzierungszeitraum begrenzt. Der geschlossene Immobilienfonds verpflichtet sich nicht, ausgegebene Anteile zurückzunehmen. Der Anleger hat damit nur die Möglichkeit, seinen Anteil am Zweitmarkt zu verkaufen. Dieser ist jedoch wenig liquide und die Anteile werden mit erheblichen Preisabschlägen gehandelt.

Ein geschlossener Immobilienfonds konstituiert sich über die Rechtsform einer Personengesellschaft oder Kapitalgesellschaft (meistens als GmbH & Co. KG). Dadurch wird der Käufer eines Fondsanteils an einem geschlossenen Immobilienfonds Gesellschafter der Fondsgesellschaft. Als steuerlicher und haftungsrechtlicher Mitunternehmer trägt der private Anleger das volle unternehmerische Risiko und ist direkt an Gewinn und Verlust beteiligt. Allerdings ist üblicherweise aufgrund der gesellschaftlichen Konstruktion das Risiko auf sein Anlagevermögen beschränkt. Die anfallenden Managementaufgaben übernimmt die Fondsgesellschaft. Die Prospekte von geschlossenen Immobilienfonds unterliegen der formalen Prüfung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin), es existiert jedoch keine laufende Überwachung. Für das Jahr 2010 verzeichnet der Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF) 119 geschlossene Immobilienfonds mit einem Fokus in Deutschland sowie

⁴ Vgl. Rehkugler (2009), S. 78 f.

⁵ Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011b), Stand Juli 2011.

41 geschlossene Immobilienfonds mit ausländischen Immobilien.⁶

Immobilien-AGs

Bei einer Immobilien-AG handelt es sich um eine reguläre Aktiengesellschaft, deren hauptsächlichlicher Geschäftszweck im Finanzieren, Vermitteln, Verwalten oder Verkaufen von Immobilien liegt und deren Anteile in der Regel an einer Börse gehandelt werden. Die Renditen, die Immobilien-Aktien in Form von Dividenden und Kursgewinnen generieren, werden steuerlich wie die Erträge aus normalem Aktienbesitz behandelt. Immobilien-AGs unterliegen wie jede andere Aktiengesellschaft dem Aktiengesetz (AktG) ohne immobilien-spezifische Sondervorschriften. Der E&G-DIMAX-Index des Bankhauses Ellwanger & Geiger umfasst 78 deutsche Immobilien-AGs mit einer Marktkapitalisierung von ca. 10,7 Milliarden Euro für September 2011.⁷ Der RX Real Estate-Index der Deutschen Börse AG beinhaltet derzeit sieben Immobilien-AGs mit einer Marktkapitalisierung von ca. 5,4 Milliarden Euro für September 2011.⁸

REITs

REITs sind ebenfalls Immobilien-Aktiengesellschaften, deren Anteile jedoch obligatorisch an der Börse notiert sind. Im Gegensatz zu Immobilien-AGs unterliegen sie einer besonderen Marktregulierung. In Deutschland wurden sie erst Anfang 2007 mit der Motivation einer optimierten und transparenten Steuerfestsetzung, nach dem Vorbild der seit 1961 bestehenden US-amerikanischen REITs, konzipiert.⁹ Die steuerliche Sonderbehandlung erfolgt dahingehend, dass für REITs auf Gesellschaftsebene keine Steuern erhoben werden, wenn 90% ihrer Gewinne als Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Auch müssen mindestens 75% ihrer Erträge aus Immobilieneinnahmen resultieren. Zudem muss das gesamte Vermögen zu

mindestens 75% aus Immobilien bestehen. Die Steuerfestsetzung erfolgt sodann nur auf Anteilseignerebene. Für diese Anlageform finden sich neben den Bestimmungen des Aktiengesetzes (AktG) und des Handelsgesetzbuches (HGB) außerdem spezielle Vorschriften im REIT-Gesetz (REITG). In Deutschland werden zurzeit vier REITs sowie zwei Vor-REITs an der Deutschen Börse gehandelt.¹⁰ Daneben hat der Anleger die Möglichkeit zur Investition in Wertpapierfonds, die sich auf REITs oder Immobilien-Aktien spezialisieren.

Mischformen indirekter Immobilieninvestments

Neben den oben dargestellten Anlageformen gibt es einige weitere Anlageformen, wie etwa Derivate auf Immobilienindizes oder Exchange-Traded Funds (ETF) für REITs bzw. Immobilien-AGs. Aufgrund der vergleichsweise geringen Marktbedeutung werden diese hier nicht betrachtet.

⁶ Quelle: VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2011b), Stand 2010.

⁷ Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, Stand September 2011.

⁸ Quelle: Deutsche Börse AG, Stand September 2011.

⁹ Vgl. Rehkugler (2009), 38 f.

¹⁰ Quelle: Deutsche Börse AG, Stand Oktober 2011 und Bundeszentralamt für Steuern, Stand Oktober 2011.

3 Losgröße

Die Losgröße stellt den Kaufpreis einer Immobilie bzw. bei indirekten Immobilienanlagen den Kaufpreis eines Fondsanteils oder die Mindestanlagesumme, die der Fonds fordert, dar. Ein Investment kann dementsprechend erst ab einem bestimmten Anlagevolumen getätigt werden. Die Beträge, die die einzelnen Anlageformen fordern, werden nachfolgend aufgezeigt. Dies ist insbesondere deswegen relevant, da ein Privatanleger über durchschnittlich 50.000 Euro¹¹ zur Kapitalanlage verfügt. Diese Eigenkapitalbeteiligung eines Privatanlegers spielt eine wichtige Rolle im Hinblick auf die Vorteilhaftigkeit des jeweiligen Investments. Die nachfolgenden Aussagen gelten jedoch auch für die meisten kleineren institutionellen Anleger wie Stiftungen, Versorgungswerke oder Family Offices.

3.1 Direkte Immobilienanlage

Eine Eigentumswohnung kostet im Durchschnitt etwa 167.650 Euro¹², ein Reihenhauseinheit durchschnittlich 244.832 Euro¹³ – natürlich mit erheblichen regionalen und lokalen Preisunterschieden. Ein Kaufpreis in dieser Größenordnung bedingt von einem privaten Käufer meist die Aufnahme von Fremdkapital. Kreditinstitute vergeben Darlehen grundsätzlich in Höhe von 60% bis 80% des Beleihungswerts einer Immobilie, der wiederum 80% bis 90% des Verkehrswertes der Immobilie entspricht. Geht man von einer klassischen Finanzierung über ein Kreditinstitut aus, so muss ein privater Anleger beim Kauf einer Eigentumswohnung Eigenkapital von durchschnittlich ca. 68.000 Euro aufbringen, für ein Reihenhaus beträgt das ge-

forderte Eigenkapital durchschnittlich ca. 99.000 Euro.¹⁴

Bei der Direktanlage gibt es naturgemäß keine Losgrößentransformation. Nach diesem Kriterium ist aufgrund des hohen Kapitaleinsatzes der Kauf einer Immobilie als Kapitalanlage für Kleinanleger im Allgemeinen nicht sinnvoll.

3.2 Indirekte Immobilienanlage

Alternativ besteht die Möglichkeit, in eine Immobilienverbriefung zu investieren, wodurch der Faktor Losgröße transformiert werden kann. Durch den Kauf eines Anteils an einem Immobilienfonds erwirbt der private Investor wirtschaftliches Miteigentum an den Vermögensgegenständen des Fonds. Dadurch kann der Anleger mit geringeren finanziellen Einlagen anteiligen Immobilienbesitz erlangen und dennoch von den Vorteilen der Asset-Klasse Immobilie profitieren. Die Mindestanlage ist wesentlich geringer als bei einer Direktanlage, doch muss hier zwischen den indirekten Anlageformen unterschieden werden.

Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds transformieren Investitionsvolumina von mehreren Milliarden Euro in sehr kleine Losgrößen, so dass auch der Erwerb von Anteilen mehrerer unterschiedlicher Fonds unproblematisch ist. Ein Anteil an einem Offenen Immobilienfonds kann bereits zu einem Betrag von 25 bis 75 Euro erworben werden.¹⁵

Geschlossene Immobilienfonds

Das Beteiligungsmodell des geschlossenen Immobilienfonds erlaubt einer Vielzahl von Anlegern mit einer höheren Summe gemeinschaftlich in Großprojekte bzw. -objekte zu investieren. Die Mindestbeteiligungssumme liegt bei der Mehrzahl der Angebote zwischen 5.000 und 25.000 Euro pro Anteil. Die durchschnittliche Beteiligungssumme an ei-

¹¹ Median des Nettovermögens privater Haushalte für das gesamte Bundesgebiet im Jahr 2003, Quelle: ZEW Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (2005).

¹² Verkaufspreis Neubau, Erstbezug, mittlere bis gute Lage, ca. 70 m² Wohnfläche, Quelle: BulwienGesa AG, Stand 2011.

¹³ Verkaufspreis Neubau, mittlere bis gute Lage, ca. 100 m² Wohnfläche, Quelle: BulwienGesa AG, Stand 2011.

¹⁴ Durchschnittswerte über alle vier Szenarien.

¹⁵ Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Stand September 2011.

nem geschlossenen Immobilienfonds mit Fokus Deutschland lag für 2010 bei ca. 34.000 Euro,¹⁶ und damit um ein Vielfaches höher als bei Offenen Immobilienfonds. Gegenüber einer Direktanlage bietet der geschlossene Fonds damit eine gewisse Losgrößentransformation. Für Investoren mit großem Anlagevolumen ist es darüber hinaus möglich, durch den Kauf mehrerer Fonds auch eine Risikostreuung zu erreichen.

Immobilien-AGs und REITs

Sofern die Gesellschaften an einer Börse notieren, kann der Privatanleger die Aktien des Immobilienunternehmens zum Tageskurs, der je nach Angebot und Nachfrage schwankt, erwerben. Die Aktienkurse der 78 Immobilienunternehmen, die im E&G-DIMAX zusammengefasst sind, liegen derzeit zwischen 0,02 und 2.200 Euro pro Anteil.¹⁷ Die vier derzeit am Markt gehandelten REIT-Aktien können zu aktuellen Kursen von ca. 4 bis 9 Euro pro Aktie gehandelt werden.¹⁸ Der Erwerb von Anteilen an Wertpapierfonds, die auf REITs bzw. Immobilien-AGs spezialisiert sind, ist mit Beträgen ab etwa 100 Euro möglich. Börsennotierte Immobilienanlagen bzw. darauf basierende Fonds können somit grundsätzlich eine nahezu beliebig hohe Losgrößentransformation erreichen.

¹⁶ Quelle: VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2011c), Stand 2010.

¹⁷ Quelle: Bankhaus Ellwanger & Geiger KG, Stand September 2011.

¹⁸ Quelle: Deutsche Börse AG, Stand September 2011.

4 Transformation von Information

Allen Immobilienentscheidungen ist gemein, dass bereits beim Kauf, zur Wahl des richtigen Investitionszeitpunkts und der korrekten Bewertung des Objekts sehr umfangreiche und fundierte Kenntnisse in einer Vielzahl von Bereichen erforderlich sind. Dies sind neben volks- und betriebswirtschaftlichen insbesondere auch rechtliche bzw. steuerrechtliche sowie technische Kenntnisse. Diese Expertise und dieses Wissen werden nur im Einzelfall auf eine einzelne Person vereint zu finden sein. Hinzu kommt, dass Immobilien schon aufgrund des starken lokalen Bezugs ein stark heterogenes Gut darstellen und somit auch Fachleute in jedem Einzelfall zusätzliche Information beschaffen und verarbeiten müssen. Dieses vielfältige Expertenwissen muss über die gesamte Dauer der Investition und auch zum Verkaufszeitpunkt vorhanden sein.

Im Folgenden soll aufgezeigt werden, welche Vor- und Nachteile die alternativen Anlageformen hinsichtlich der Notwendigkeit der Informationsbeschaffung und -verarbeitung bieten.

4.1 Direkte Immobilienanlage

Bei der Entscheidung für eine Immobilie als Anlageobjekt ist insbesondere der private Investor oft nicht mit den erforderlichen Informationen vertraut. Fundierte Kenntnisse der regionalen Immobilienmärkte und der Preise sowie die Identifikation von Vertragspartnern sind oft nicht gegeben. Dabei ist beispielsweise die Lage einer Immobilie der entscheidende Faktor dafür, ob auf lange Sicht für diese Immobilie eine Wertsteigerung und konstante Mieteinnahmen erzielt werden können. Kenntnisse über langfristig wertsteigernde Standorte, die sich hierfür auf Makro- und Mikroebene der jeweiligen Regionen anbieten, sind daher für die Kaufentscheidung von höchster Bedeutung. Im Hinblick auf das Objekt selbst sind zudem rechtliche, kaufmännische und vor allem auch technische Kenntnisse erforderlich. Liegen diese nicht vor, besteht eigentlich die Notwendigkeit, einen Sachverständigen für die

Begutachtung der Immobilie und der Bestimmung des tatsächlichen Verkehrswertes zu beauftragen sowie juristische und steuerrechtliche Fachkenntnisse einzukaufen. Vielfach müssen private sowie kleine und mittlere, institutionelle Anleger auf eine umfassende Informationsverarbeitung verzichten. Dies heißt aber nichts anderes, als dass aufgrund unvollständiger Kenntnisse zusätzliche Risiken eingegangen werden müssen. Der Faktor Information stellt sich somit bei der Direktanlage als kritisch heraus.

4.2 Indirekte Immobilienanlage

Die Anbieter von indirekten Immobilieninvestments können in der Regel aufgrund größerer Investitionsvolumen in wesentlich größerem Umfang Fachkenntnisse bereithalten. Dadurch können die notwendigen Informationen wesentlich professioneller verarbeitet werden, als dies bei einer Direktanlage möglich ist. Welche indirekte Anlageform hier die beste Transformation des Informationsbedarfs bietet, wird nachfolgend aufgezeigt. Zudem wird dargelegt, welche Immobilienanlage ausreichende Transparenz bietet, um dem Anleger Entscheidungen zu ermöglichen.

Offene Immobilienfonds

Wer in einen Offenen Immobilienfonds investiert, übergibt die Entscheidungen über Investitionen innerhalb des Fonds einem professionellen Fondsmanagement, das alle nötigen Expertisen, Bewertungen und Gutachten übernimmt oder entsprechend weiterleitet. So erfolgt die Bewertung des Immobilien-Sondervermögens regelmäßig durch einen fachlich qualifizierten Sachverständigenausschuss, der nach den Bestimmungen des Investmentgesetzes (InvG) unparteilich und unabhängig agiert. Ebenso muss gemäß den rechtlichen Vorschriften ein geeignetes Risikomanagementsystem für die Verwaltung des Immobilien-Sondervermögens eingesetzt werden.¹⁹ Der Verkaufsprospekt, der gesetzlich verpflichtend von der Kapitalanlagegesellschaft herausgegeben werden muss, enthält die Vermögensanlagen, Strategien und

¹⁹ §80b Risikomanagement, InvG.

Ziele des Fonds. Darüber hinaus finden sich Angaben zu den Objekten in den Jahres- und Halbjahresberichten, die von den Kapitalanlagegesellschaften veröffentlicht werden. Zudem stellen verschiedene Anbieter Ratings und zusätzliche anlegerrelevante Informationen zur Verfügung. Die Notwendigkeit zur Verarbeitung von Information beschränkt sich daher für den Investor im Wesentlichen auf die o.a. aufbereiteten Angaben. Aufgrund des Maßnahmenpakets der BVI zur Verbesserung der Transparenz, veröffentlichen nun die meisten Immobilienfonds die aktuellen Verkehrswerte der Immobilien.²⁰ Auch wenn sich die Transparenz der Offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren erheblich verbessert hat, würde der Markt durch weitere Verbesserungen profitieren.

Geschlossene Immobilienfonds

Der Anleger muss beim Kauf einer Beteiligung an einem geschlossenen Fonds zunächst die gleichen Kenntnisse aufbringen wie bei der Direktanlage. Zudem muss er zusätzlich die rechtlichen und steuerlichen Aspekte der Fondsanlage prüfen. Während der Anlagedauer in den Fonds ist dann aber bei vielen Anbietern ein professionelles Management vorhanden, so dass der Anleger keine weitere Information verarbeiten muss. Gleiches gilt für den Verkauf, wobei der Anleger den Verkaufszeitpunkt in der Regel ohnehin nicht aktiv beeinflussen kann.

Bei der Beurteilung der Transparenz kommen dem geschlossenen Immobilienfonds die geringe Anzahl an Immobilienobjekten und die zielgerichtete Investition auf diese Objekte zugute. Der Anleger erhält sowohl beim Erwerb eines Anteils an einem geschlossenen Immobilienfonds als auch kontinuierlich über die Laufzeit detaillierte Informationen über die Beschaffenheit des Anlagegutes sowie sämtliche Vertragspartner.²¹ Der geschlossene Immobilienfonds ist daher – bei allen Nachteilen in anderen Aspekten – prinzipiell ein transparentes Produkt.

Immobilien-AGs und REITs

Immobilien-AGs verfügen ebenso wie Offene Immobilienfonds über den Vorteil, aufgrund großer Anlagevolumen für den Investitionsprozess deutlich mehr Know-How einsetzen zu können als der einzelne Anleger. Da sich viele Gesellschaften auf eine Nutzungsart in einem Land spezialisieren (bspw. Wohnungen in Deutschland), müssen sie zudem weniger Informationen verarbeiten als die international tätigen Offenen Immobilienfonds. Deswegen können auch vergleichsweise kleine Gesellschaften sinnvoll agieren.

Börsennotierte Immobilien-AGs sind durch die Ad-hoc-Pflichten des Wertpapierhandelsgesetzes sowie durch Publizitätspflichten und die Bilanzierungsvorschriften des Handelsgesetzbuches verpflichtet, freien und frühzeitigen Zugang an Informationen zu gewährleisten.²² Allerdings geht die Transparenz aufgrund von Verdichtung der Informationen und einer nicht zwingend auf Immobilieninvestoren ausgerichteten Informationspolitik teils wieder verloren. Beispielsweise besteht weder eine gesetzliche Verpflichtung zur regelmäßigen unabhängigen Begutachtung der Immobilien noch der Veröffentlichung des Net Asset Values oder der Einzelwerte der Immobilien. Große Immobiliengesellschaften, die auf objektive Bewertung durch Analysten und Investoren angewiesen sind, würden allerdings bei einer restriktiven Informationspolitik durch niedrige Aktienkurse abgestraft werden und veröffentlichen daher regelmäßig umfassende Informationen. Insgesamt sind zumindest die größeren Immobilien-AGs trotz der fehlenden gesetzlichen Verpflichtung aufgrund der Usancen des Aktienmarktes als transparent zu bezeichnen.

Davon abgesehen, dass die Aktien eines REITs zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein müssen und sich dadurch strengere und höher frequentierte Informationspflichten als im Gesetz ergeben können, gelten hinsichtlich Transformation von Information und Transparenz die gleichen Aussagen wie für Immobilien-AGs.

²⁰ Vgl. Zitelmann (2008), S. 118.

²¹ Vgl. Rüschen (2009), S. 123.

²² Vgl. Funk & Schulz-Eickhorst (2002), S. 801.

5 Risiko

Keine der Anlageformen kann verhindern, dass es sich bei einer Immobilieninvestition um eine grundsätzlich riskante Anlage handelt. Gerade in dem von der Finanzkrise geprägtem Umfeld muss ein Anleger akzeptieren, dass er mit jeder Anlage ein u.U. substantielles Risiko eingeht. Dies gilt auch für jede Form der Immobilienanlage. Umso mehr muss er darauf achten, dass er nicht – womöglich unbewusst – ein unnötig hohes Risiko eingeht. Ist eine Anlageform riskanter als andere, so ist darauf zu achten, dass dies auch mit einer höheren Rendite einhergeht.

Neben dem generellen Anlagerisiko sind Immobilieninvestoren oft mit einem sogenannten „Klumpenrisiko“ konfrontiert. Ein Klumpenrisiko entsteht, wenn ein Großteil des Portfolios nur in einer Anlageklasse oder in einem einzigen Vermögensgegenstand investiert ist.²³ Dieses Risiko existiert zum Beispiel bei reinen Immobilieninvestments. Aus wissenschaftlicher Sicht wird eine Anlage von mehr als 20% in Immobilien nur im Ausnahmefall noch eine sinnvolle Anlage darstellen. Die häufigste Ausnahme stellt dabei die selbstgenutzte Immobilie dar, bei der auch subjektive Konsumententscheidungen eine deutlich größere Rolle spielen können als objektivierbare Anlagemotive.

5.1 Direkte Immobilienanlage

Da sich die Direktanlage in der Regel auf ein Objekt beschränkt, ist es einem hohen spezifischen Risiko ausgesetzt. Das investierte Kapital wird auf einen Standort und eine Nutzungsart konzentriert. Auch bei einer erstklassigen Immobilie in 1A-Lage besteht ein erhebliches Klumpenrisiko. Dies gilt für den Erwerb einer Immobilie zur Kapitalanlage ebenso wie beim Kauf einer Immobilie zum Zweck der Selbstnutzung, da der Anleger einen hohen Anteil seines Kapitals und ggf. auch seines zukünftigen Einkommens in eine Immobilie investiert. Deshalb ist das Klumpenrisiko bei der Direktanlage generell am höchsten. Weil auch der private Anleger

bei einer Direktanlage seine finanziellen Möglichkeiten in der Regel ausgeschöpft hat, ist eine Transformation durch Diversifizierung in andere Immobilien oder andere Anlageklassen nicht mehr möglich.

5.2 Indirekte Immobilienanlage

Durch Diversifikation der Anlage kann Risiko reduziert werden. Indirekte Immobilienanlagen, sofern ihr Bestand aus einer Vielzahl von Immobilien besteht, bieten diesen Vorteil im Vergleich zur Direktanlage. Bei der Beurteilung der Risikodiversifikation steht eine Streuung nach Nutzungsarten und nationaler bzw. regionaler Lage im Vordergrund. Allerdings ist vor allem die absolute Anzahl an Immobilien für die Reduzierung des Risikos wichtig. Daher sollte man insbesondere auf ein großes Portfolio achten und sekundär auf regionale bzw. sektorale Diversifizierung.²⁴

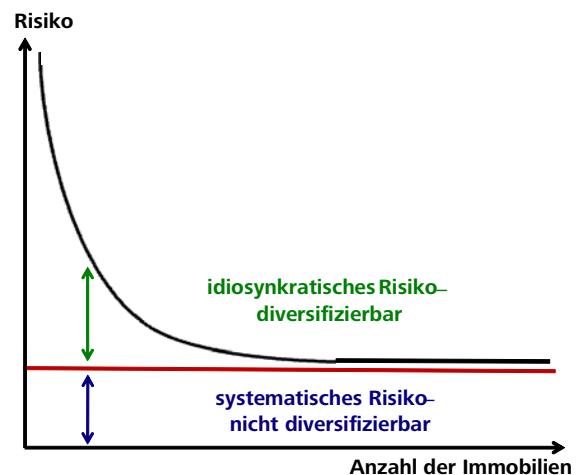


Abbildung 3: Gesamtrisiko einer Investition

Abbildung 3 veranschaulicht die Zusammensetzung des Gesamtrisikos einer Anlage. Das idiosynkratische Risiko lässt sich durch eine Erhöhung der Immobilienanzahl reduzieren, wohingegen das systematische Risiko konstant bleibt.²⁵ Um sich mit seiner Anlage an das systematische Risiko anzunähern, ist es wichtig, auch in weitere Vermögenswerte zu investieren. So ist eine Transformation des Klumpenrisikos durch die Streuung über an-

²³ Vgl. Ahlers (2006).

²⁴ Vgl. Rehkugler (2009), S. 218 ff.

²⁵ Vgl. Allendorf et al. (2008), S. 797.

dere Asset-Klassen wie beispielsweise Aktien oder Anleihen möglich. In einer Studie über den britischen Immobilienmarkt wurde der Zusammenhang zwischen der Anzahl der Immobilien und dem Gesamtrisiko sowie der Einfluss der sektoralen Diversifikation empirisch untersucht.

Abbildung 4 verdeutlicht den degressiven Verlauf der Risikoreduktion aufgrund der Hinzunahme weiterer Immobilien im Portfolio. Mit ca. 30 Immobilien hat man bereits eine Reduktion von ca. 65% des Gesamtrisikos erreicht. Die Studie zeigt weiterhin, dass Investoren erstrangig auf eine höhere Anzahl von Immobilien im Portfolio achten sollen. Erst im zweiten Schritt sollte man sektorale und regionale Diversifikation beachten.²⁶

Geht man davon aus, dass ein wohldiversifiziertes Immobilienportfolio also etwa 50 Objekte enthalten soll, so ergibt sich bei einer für institutionelle Anleger verkehrsüblichen Mindestgröße von 10 Millionen ein Anlagevolumen von 500 Millionen allein in Immobilien. Beträgt die optimale Immobilienquote für diesen Investor beispielsweise 10%, so ist eine Direktanlage erst bei einem gesamten Anlagevermögen von 5 Milliarden Euro sinnvoll.

Selbst eine Immobilienquote von 20% entspricht noch immer einem gesamten Anlagevermögen von 2,5 Milliarden Euro.

Die meisten kleineren und auch mittleren institutionellen Anleger erreichen dieses Volumen nicht, so dass für diese ausschließlich indirekte Immobilienanlagen sinnvoll sind. Für private Anleger gilt entsprechend in viel größerem Maße, dass eine Direktanlage nur im Ausnahmefall eine unter Risikogesichtspunkten sinnvolle Anlage darstellt.

Offene Immobilienfonds

Für Offene Immobilienfonds gelten gesetzliche Vorschriften im Hinblick auf die regionale Risikostreuung sowie die Risikomischung in Bezug auf die einzelnen Objekte. Ein Offener Immobilienfonds wird mit einer diversifizierten Portfoliostruktur angelegt, daher muss er aus mehreren Immobilien bestehen, um die Risikovorschriften des Investmentgesetzes zu erfüllen.²⁷ Daher erfolgt die Allokation des Sondervermögens sowohl in regionaler und sektoraler Hinsicht als auch bezüglich der Branche der Mieter, des Alters der Gebäude und einer großen Anzahl an Immobilien.²⁸

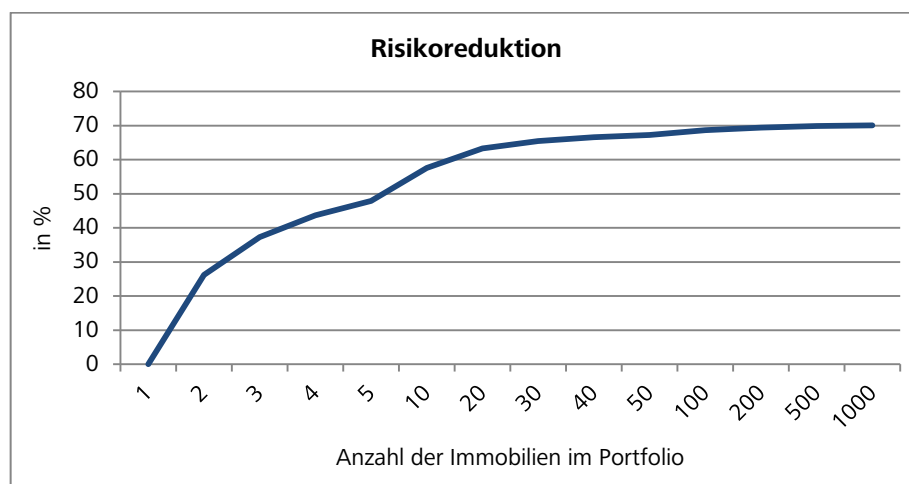


Abbildung 4: Risikoreduktion aufgrund der Anzahl an Immobilien

²⁶ Vgl. Brown & Matysiak (2000), S. 324 ff.

²⁷ §73 Risikomischung, InvG.

²⁸ Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011a), S. 35 ff.

Durch diese Diversifikation kann das Risiko gegenüber einer Direktanlage deutlich reduziert werden. Die geringe Mindestanlage-summe von Offenen Immobilienfonds bietet dem privaten Anleger zudem die Möglichkeit, zusätzlich in andere Assets wie beispielsweise Aktien und Anleihen zu investieren, um nicht einem Klumpenrisiko ausgesetzt zu sein. Durch die Aufnahme von Aktien und Anleihen in sein Portfolio kann er sein Gesamtrisiko reduzieren, da die Wertentwicklung von Offenen Immobilienfonds gering mit der von Aktien und Anleihen korreliert ist. Untersuchungen haben gezeigt, dass insbesondere die Hinzunahme von Offenen Immobilienfonds in einem Portfolio aus Aktien und Rentenanlagen zu einer signifikanten Performanceverbesserung führt.²⁹ Aufgrund der hauptsächlich langfristigen gewerblichen Mietverträge, die der Bewertung von Offenen Immobilienfonds zugrunde liegen, und der Bewertungsmechanismen schwanken Rücknahmepreise für die Fondsanteile in der Regel nur wenig.³⁰

Eine noch höhere Reduzierung des Risikos durch Diversifikation ist bei einem Dachfonds gegeben. Ein Dachfonds, der in Offene Immobilienfonds investiert, ist noch stärker regional und branchenspezifisch diversifiziert und enthält in der Summe ein größeres Sondervermögen an Immobilien. Die relativ hohe Risikostreuung stellt damit den Hauptvorteil eines Dachfonds dar.

Geschlossene Immobilienfonds

Bei geschlossenen Immobilienfonds, die in der Regel oft nur in ein oder wenige Objekte investieren, besteht ein erhöhtes Risiko, da – ähnlich wie bei der Direktanlage – keine Diversifikation stattfindet. Zudem weisen viele Fonds einen hohen Fremdkapitalanteil auf, wodurch sich das Risiko zusätzlich erhöht. Aus Risikogesichtspunkten ist eine Investition in einen geschlossenen Immobilienfonds daher nur dann sinnvoll, wenn Anteile an einer großen Anzahl von Fonds erworben

werden können und dann noch immer Kapital vorhanden ist, so dass in ausreichendem Umfang in andere Anlageklassen investiert werden kann.

Immobilien-AGs und REITs

Immobilien-AGs investieren in der Regel ebenso wie REITs in eine Vielzahl gewerblicher Immobilien und sind dadurch stärker diversifiziert als der geschlossene Fonds. Immobilien-Aktiengesellschaften spezialisieren sich aber regelmäßig in eine Anlageklasse und häufig auch auf ein Land oder sogar eine Region. Eine zusätzliche Diversifikation durch den Anteilseigner selbst ist daher sinnvoll. Dadurch, dass Aktien mit geringen Beträgen pro Anteil erworben werden können, hat der private Anleger die Möglichkeit, Aktien von mehreren Gesellschaften zu erwerben.

Eine Anlage in börsennotierte Immobilien-AGs oder REITs beinhaltet zusätzlich zum Immobilienrisiko ein substantielles Börsenrisiko, dass vor allem kurzfristig zum Tragen kommt. Aktuelle Studien zeigen, dass REITs und Immobilien-Aktien kurz- bis mittelfristig stark mit dem Aktienmarkt korrelieren, so dass es sich dabei mehr um ein Investment in Aktien als in Immobilien handelt.³¹ Diese Parallelität konnte vor allem bei starken Bewegungen wie beispielsweise während der Finanzkrise beobachtet werden. Allerdings hat eine Vielzahl von Studien wiederholt bestätigt, dass börsennotierte Immobiliengesellschaften langfristig eine vergleichbare Wertentwicklung aufweisen wie diversifizierte Immobilienanlagen. Kurzfristig können aber erhebliche Schwankungen zu verzeichnen sein. Auch bei einer Investition in börsennotierte Immobilien-Aktien ist es daher wichtig, dass der Investor über einen langfristigen Investitionshorizont verfügt und hinsichtlich des Verkaufszeitpunkts flexibel ist, um akute Börsentiefs abwarten zu können.

²⁹ Vgl. Benk et al. (2008), S. 17 ff. sowie Rehring & Sebastian (2008), S. 328 ff.

³⁰ Vgl. Brunner (2009), S. 111.

³¹ Vgl. Schätz & Sebastian (2009), S. 842 ff., Schätz & Sebastian (2010) und Füss & Schindler (2011), S. 170 ff.

6 Liquidität – Transaktionsdauer und Transaktionskosten

Ein Investment ist vollständig liquide, wenn es zu jeder Zeit sofort und in jedem geforderten Volumen zu einem fairen Preis ohne Auf- oder Abschlag gehandelt werden kann. Mit anderen Worten, perfekte Liquidität bedingt stets **kurze Transaktionszeiten** und **niedrige Transaktionskosten**, auch wenn hohe Volumina in kurzer Zeit gehandelt werden.³² Immobilieninvestments als Direktanlage bedingen in der Regel bereits aufgrund der Erwerbsnebenkosten sehr hohe Transaktionskosten. Aufgrund der Individualität einer jeden Immobilienanlage ist zudem die Verkaufsdauer deutlich höher als bei Finanzanlagen, was bedingt, dass zusätzlich zu den Erwerbsnebenkosten hohe Preisabschläge in Kauf genommen werden müssen, wenn eine Immobilie sehr schnell verkauft werden soll.

Indirekte Immobilienanlagen sollten dementsprechend zumindest niedrigere Transaktionskosten und Transaktionszeiten ausweisen als Direktanlagen. Entsprechend sind bei der Beurteilung der Liquidität von indirekten Immobilienanlagen daher immer zwei Komponenten zu betrachten:

- die zum Kauf bzw. Verkauf erforderliche Zeit
- die beim Kauf bzw. Verkauf entstehenden Kosten

Eine isolierte Betrachtung nur einer der beiden Aspekte kann keine sinnvolle Aussage über die Liquidität einer Anlage ergeben.

6.1 Direkte Immobilienanlage

Die Tatsache, dass direkte Immobilieninvestments langfristig eingegangen werden, hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass die damit einhergehenden Transaktionskosten relativ hoch sind. Zudem laufen vereinbarte Darlehensverträge bis zur vollständigen Tilgung in der Regel mindestens 20 Jahre. Aufgrund der Vorschriften zu privaten Ve-

räuferungsgeschäften im Rahmen des Einkommensteuergesetzes ist aus steuerlichen Gründen eine Haltedauer von mindestens zehn Jahren ebenfalls empfehlenswert.³³ Die Liquidität von direkten Immobilien ist darüber hinaus abhängig von der Lage, die sich über die lange Bindungsdauer durchaus ändern kann, und der ökonomischen Situation in der Region. Aufgrund der Langfristigkeit, die mit der Investition in eine Direktanlage in Immobilien einhergeht, stellt diese ein sehr illiquides Investment dar. Die Transaktionskosten beim Kauf und Verkauf einer Immobilie betragen in Deutschland ca. 10% des Kaufpreises, die sich aus wenigstens 3,5% Grunderwerbssteuer, ca. 0,5% Notarkosten, 0,5% Registergebühren sowie evtl. Maklercourtage in Höhe von 3,0 bis 6,0% zusammensetzen.

6.2 Indirekte Immobilienanlage

Offene Immobilienfonds

Offene Immobilienfonds versuchen durch eine Reihe von Maßnahmen, eine börsentägliche Rücknahme von Anteilen zu gewährleisten. Zum einen kann durch den Kompensations- und Bodensatzeffekt für einen Teil des Anlagevermögens eine nahezu perfekte Liquiditätstransformation erreicht werden.³⁴ Die Ausgabe von neuen Anteilen kompensiert dabei die Rücknahme der alten, somit bleibt ein Großteil der Einlagen für eine lange Zeit investiert und bildet den sogenannten Bodensatz. Ein vollständiger Ausgleich von Mittelzuflüssen und Mittelabflüssen ist aber nur sehr selten realisierbar. Daher verlangt der Gesetzgeber bei deutschen Offenen Immobilienfonds eine Liquiditätsquote von mindestens 5% und maximal 49% vom Wert des Sondervermögens, der eine permanente Rückgabe von Anteilen ermöglichen soll.³⁵ Aufgrund dieser rechtlichen Vorgaben handelt es sich bei einem Offenen Immobilienfonds jedoch nicht mehr um ein „reines“ Immobilieninvestment. Aktuell halten die Immobilienfonds im Durchschnitt 76% in Immobilien und Beteiligungen an Grund-

³² Vgl. Sebastian (2003a), S. 6 ff.

³³ §23 Private Veräußerungsgeschäfte, EStG.

³⁴ Vgl. Hartmann-Wendels et al. (2007), S. 412 ff.

³⁵ §80 Liquiditätsvorschriften, InvG.

stückergesellschaften, 15% in Wertpapieren und Bankguthaben und 9% in sonstigen Vermögenswerten.³⁶ Die Entwicklungen der Jahre 2010 und 2011 zeigen, dass Liquiditätsreserven, Kompensation und Bodensatzeffekt nicht ausreichen, um eine Rücknahme immer zu gewährleisten. Werden vermehrt Anteile zurückgegeben, benötigt man ausreichend Zeit, um Immobilien ohne höheren Preisabschlag zu verkaufen. Zum Schutz der Anleger hatte daher der Gesetzgeber bereits bei der ersten Regulierung der Offenen Immobilienfonds vorgesehen, dass dieser die Rücknahme von Anteilen für eine Dauer von bis zu zwei Jahren aussetzen kann. Dies gewährleistet, dass ausreichend Zeit gegeben ist, um Immobilien nahe dem Verkehrswert zu verkaufen und soll Notverkäufe unter erheblichen Abschlägen verhindern. Die Fondskrisen der Jahre 2004/2005 und 2010/2011 haben deutlich gezeigt, wie vorausschauend der Gesetzgeber bereits in den fünfziger Jahren die Offenen Immobilienfonds reguliert hatte. Da aber über 40 Jahre lang von dieser Regelung kein Gebrauch gemacht werden musste, wurden in der Vergangenheit Anlagen in Offene Immobilienfonds von einigen Anbietern sogar ausdrücklich als „börsentäglich verfügbar“ beworben, was sich aktuell für eine Vielzahl von Fonds nur über den Zweitmarkt realisieren lassen würde. Hier sind aber z.T. erhebliche Abschläge hinzunehmen und stellen häufig keine sinnvolle Verkaufsalternative dar.

In der jüngsten Novellierung des Investmentgesetzes hat der Gesetzgeber zusätzlich eine Kündigungsfrist von zwölf Monaten eingeführt, daneben gilt nun eine Mindesthaltedfrist von 24 Monaten für neu erworbene Anteile.³⁷ Diese Fristen gelten jedoch nicht für Anleger, die bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr entnehmen wollen. Damit trägt der Gesetzgeber den Interessen der Kleinanleger Rechnung und stabilisiert gleichzeitig zumindest die Mittelabflüsse von Großinvestoren. Reichen diese Maßnahmen nicht, darf die Rücknahme für maximal 30 Monate aus-

gesetzt werden. Diese Regeln gelten erst nach entsprechender Anpassung der Vertragsbedingungen an die neuen gesetzlichen Vorgaben, die bis spätestens 1. Januar 2013 umgesetzt werden müssen. Mittels Einführung einer Mindesthaltedauer unterstreicht nun auch das Investmentgesetz den mittel- bis langfristigen Anlagehorizont des Offenen Immobilienfonds, was auch eine Bewerbung als „börsentäglich verfügbar“ künftig unmöglich macht. Durch diese Vorkehrungen wird die Liquiditätstransformation zwar beschränkt, der Gefahr eines „Fund Runs“ kann jedoch zukünftig vorgebeugt werden.

Seit 2005 und vermehrt im Zuge der Finanzkrise mussten einige Immobilienfonds die Rücknahme der Anteilsscheine aussetzen, da die hohen Mittelabflüsse nicht mehr zu bewerkstelligen waren.³⁸ Im Zuge der Fondskrise 2005/2006 und den damit einhergehenden Sonderbewertungen einiger Offener Immobilienfonds wurde die Bewertungspraxis der Branche stark kritisiert.³⁹ Erneute Kritik erfuhren die Bewertungen während der Diskussion um die Ursachen der Rücknahmeaussetzungen im Zuge der andauernden Finanzkrise.⁴⁰ Der Gesetzgeber hat diese Kritik zum Anlass genommen, ab 2012 eine verpflichtende Rotation der Gutachter einzuführen.

Sechs Fonds befinden sich derzeit in der Abwicklung. Diese sind nunmehr verpflichtet, ihre Objekte zu angemessenen Bedingungen zu verkaufen und die Verkaufserlöse an die Anteilseigner auszuschütten. Die BaFin hat klargestellt, dass unter „angemessenen Bedingungen“ auch kleinere Unterschreitungen des letzten, durch den Gutachterausschuss bestimmten Verkehrswertes möglich sind.⁴¹ Bisher sind nur Unterschreitungen von weniger als 5% genehmigt worden. Sechs weitere der vom BVI erfassten Offenen Immobilienfonds setzen derzeit ihre Rücknahme aus. Deren

³⁶ Quelle: Deutsche Bundesbank, Stand August 2011.

³⁷ Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz, Art. 3, Stand April 2011.

³⁸ Vgl. Sebastian & Strohsal (2012), S. 5 ff.

³⁹ Vgl. Zitelmann (2008), S. 109 und Gläsner (2011).

⁴⁰ Vgl. Archner (2012), S. 20.

⁴¹ Vgl. BaFin (2009).

Fondsvermögen belief sich Ende November 2011 auf ca. 17 Milliarden Euro.⁴²

Neben den Fristen sind zur Beurteilung der Liquidität einer Anlage auch die bei Kauf und Verkauf entstehenden Kosten bedeutsam. Anteilseigner von Offenen Immobilienfonds müssen für den Kauf oder Verkauf von Anteilen Transaktionskosten zahlen. Diese können bei Erwerb oder Rückgabe von Anteilsscheinen entweder in Form eines Ausgabeaufschlags oder eines Rücknahmeaufschlags erhoben werden. In der Praxis wird ein Agio in Höhe von ca. 5% verwendet. Somit wird von Anfang an die Rendite des Investors reduziert, überdies bindet dieser Ausgabeaufschlag den Anleger an sein Investment bevor er eine positive Rendite erzielt. Damit fungiert der Aufschlag als eine Art indirekte Haltefrist und die Liquiditätstransformation wird dadurch beschränkt. Mit den o.a. Einschränkungen ist der Offene Immobilienfonds – vor allem für Kleinanleger – insgesamt jedoch als ein Produkt anzusehen, das zumindest außerhalb von Krisenzeiten eine deutlich höhere Liquidität bietet als eine Direktanlage.

Dachfonds verhalten sich in Bezug auf Haltefrist und einmaliger Transaktionskosten ähnlich wie ihre Zielfonds. Die Ausgabeaufschläge liegen in der Regel nicht über denen für Einzelfonds, da das Agio für den Zielfonds entfällt. Im Falle von Offenen Immobilienfonds als Zielfonds besteht die Streuung des Liquiditätsrisikos im Rahmen einer Rücknahmeaussetzung. Doch zeigen aktuelle Marktentwicklungen, dass auch Dachfonds von Aussetzungen und Schließungen betroffen sind, selbst wenn nur wenige ihrer Zielfonds zur Aussetzung oder Abwicklung gezwungen worden sind.⁴³

⁴² Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011d), Stand November 2011.

⁴³ Am 12.08.2011 wurde die Auflösung des Immobiliendachfonds Premium Management Immobilien-Anlagen der Commerzbank bekanntgegeben, nachdem dieser seit 24.09.2010 die Rücknahme der Anteilsscheine ausgesetzt hatte. Der Dachfonds war in 10 Offene Immobilienfonds investiert, die selbst die Anteilsscheinrücknahme ausgesetzt hatten oder bereits abgewickelt wurden (z.B. der Morgan Stanley P2 Value und der TMW Immobilien Weltfonds). Ebenso wurde am 22.03.2011 die Rücknahme und

Geschlossene Immobilienfonds

Die Laufzeit und damit auch die Liquidität eines geschlossenen Immobilienfonds betragen in der Regel zwischen 15 und 20 Jahren.⁴⁴ Es besteht zwar die Möglichkeit, Anteile an geschlossenen Immobilienfonds am Sekundär- oder Zweitmarkt zu handeln. Doch zeigen bisherige Transaktionspreise erhebliche Abschläge zum aktuellen Wert auf. Der Zweitmarkt kann somit geschlossene Immobilienfonds nicht in eine liquide Anlage transformieren. Die Transaktionskosten eines geschlossenen Immobilienfonds sind mit 10 bis 20% sehr hoch.⁴⁵ Abhängig vom Kreditanteil der Investition werden im Schnitt nur ca. 80% in die Immobilie investiert.⁴⁶ Der Rest entfällt auf ein Agio in Höhe von 3 bis 5% sowie Konzeptions- und Vertriebskosten. Aufgrund der langfristigen Bindung, der eingeschränkten Handelbarkeit am Sekundärmarkt und hohen Transaktionskosten stellt dieses Anlagevehikel ein illiquides Investment dar. Die Liquidität eines geschlossenen Immobilienfonds ist sogar noch geringer als eine Direktanlage.

Immobilien-AGs und REITs

Die Anteile können börsentäglich zu niedrigen Transaktionskosten von ca. 0,5% gehandelt werden. Eine Mindesthaltedauer wie beim offenen Fondskonzept besteht nicht. Eine Transformation der Liquidität im Sinne der obigen Definition ist im Falle einer Immobilien-Aktie vollkommen möglich. Die Liquidität in Bezug auf Haltedauer und Transaktionskosten der Anteile von REITs verhält sich analog zu denen der Immobilien-AG.

Ausgabe von Anteilen des Dachfonds RP Global Real Estate der Warburg Invest bis auf Weiteres ausgesetzt. Auch der Immobiliendachfonds DB ImmoFlex der DWS ist seit dem 16.05.2011 geschlossen.

⁴⁴ Vgl. Rüschen (2009), S. 123.

⁴⁵ Vgl. Born (2009), S. 28.

⁴⁶ Vgl. Voigtmann (2010), S. 133 f.

7 Laufende Kosten

Neben den anfänglichen Transaktionskosten, die in dieser Studie unter dem Aspekt der Liquidität betrachtet werden, trägt man als privater Investor über die gesamte Laufzeit kontinuierlich anfallende Kosten. Diese mindern die Rendite und die Ausschüttungen des Investments und sollten daher so gering wie möglich ausfallen.

7.1 Direkte Immobilienanlage

Während der Dauer einer Investition fallen eine Vielzahl von laufenden Kosten etwa in Form von Instandhaltung oder Betriebskosten (Heizkosten, Grundsteuer, Wasserversorgung etc.) an. Dies ist jedoch kein Spezifikum von Direktanlagen, sondern betrifft ebenso alle indirekten Anlageformen. Insbesondere für Verwaltungskosten gilt jedoch, dass diese für kleine Objekte im Verhältnis deutlich höher sind. Üblicherweise kaufen institutionelle Anleger daher nur selten Objekte im Wert von unter 100 Millionen. Zudem gibt es – wiederum insbesondere bei den Verwaltungskosten – erhebliche Fixkosten, so dass der Betrieb von Immobilien umso günstiger wird, je größer das Immobilienanlagevolumen ist. Handelt es sich bei der Direktanlage um eine kleine Einzelinvestition, so ist diese oftmals aus Kostengründen deutlich weniger rentabel.

7.2 Indirekte Immobilienanlage

Offene Immobilienfonds

Die bei einem Investmentfonds anfallenden jährlichen Nebenkosten werden unter dem Begriff Total Expense Ratio (TER) zusammengefasst. Sie beinhalten insbesondere Verwaltungsausgaben, Managementkompensation, gegebenenfalls Depotbankgebühren sowie Kosten für Wirtschaftsprüfer. Diese fallen bei Offenen Immobilienfonds mit durchschnittlich 0,82%⁴⁷ im Vergleich zu Aktienfonds mit durchschnittlich 1,86% geringer aus. Manche Offene Immobilienfonds haben zudem eine Performance Fee eingeführt, die der Fondsmanager zusätzlich erhält, wenn er

eine vorgegebene Benchmark übertrifft. So kann die Kapitalanlagegesellschaft auf den erzielten Mehrertrag eine Erfolgsgebühr von beispielsweise 10-20% erheben, wodurch die Ausschüttung des zusätzlichen Ertrags dementsprechend reduziert wird. Die genauen Kosten des Fonds können dem Verkaufsprospekt entnommen werden. Weiterhin werden von Offenen Immobilienfonds zusätzliche Gebühren von üblicherweise 1% bei jedem An- und Verkauf von Immobilien erhoben.⁴⁸

Ein Nachteil von Dachfonds auf Offene Immobilienfonds sind die vergleichsweise hohen laufenden Kosten. Neben der Verwaltungs- und Managementgebühr für den Dachfonds fallen diese Gebühren auch für die Zielfonds an. Daher sind die laufenden Kosten höher als bei einem einzelnen Offenen Immobilienfonds und belaufen sich auf bis zu 5%.⁴⁹

Geschlossene Immobilienfonds

Verwaltet der Anbieter des geschlossenen Immobilienfonds nur eine große Anzahl von Immobilien bzw. Immobilienfonds, so kann dieser grundsätzlich ebenso wie Offene Immobilienfonds positive Skaleneffekte aufgrund seiner Vielzahl von Immobilien nutzen. Die laufenden Verwaltungskosten eines geschlossenen Immobilienfonds betragen für das Management etwa 1,2% im Jahr und sind damit etwas höher als bei Offenen Immobilienfonds.⁵⁰

Immobilien-AGs und REITs

Im Gegensatz zu Offenen und geschlossenen Immobilienfonds haben REITs und Immobilien-AGs keinen Anreiz hohe Kosten zu verursachen, somit fällt ein Interessenskonflikt weg. Auf der Ebene der Aktiengesellschaft fallen die Kosten für die Vergütung des Managements und des gesamten Personals an. Die laufenden Kosten für REIT-Anteile sind mit denen von Immobilien-AGs vergleichbar, jedoch aufgrund der höheren regulatorischen

⁴⁷ Quelle: Scope Analysis (2011), S. 4 ff.

⁴⁸ Vgl. Sebastian (2011), S. 4 ff.

⁴⁹ Vgl. Voigtmann (2010), S. 133 f.

⁵⁰ Quelle: Scope Analysis (2011).

Anforderungen etwas höher. Bei Fonds auf REITs oder Immobilien-AGs sind zusätzliche Kosten für das Wertpapierfonds-Management zu beachten.

8 Inflationsschutz

Generell gilt: Realvermögen sind der Inflation weniger stark ausgesetzt als Geldvermögen. Viele Anleger wollen sich daher durch den Erwerb von Immobilieninvestitionen vor allem gegen Inflationsrisiken schützen. Folgend wird für die verschiedenen Anlageformen untersucht, inwiefern ein Inflationsschutz gegeben ist.

8.1 Direkte Immobilienanlage

Vergleicht man die Gesamtrenditen, Preissteigerung und Mieteinnahmen von Wohnimmobilien in Abbildung 5 mit den Inflationsraten, so kann nicht durchgehend eine Über-

rendite gegenüber der Inflation festgestellt werden. Konnte noch zwischen 1976 und 1993 im Durchschnitt eine erhebliche Überrendite erzielt werden, so gab es sogar beachtliche Verluste im Vergleich zur Inflation in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre.

Seit 2000 konnten im Durchschnitt wieder mäßige Überrenditen erreicht werden. Dabei muss beachtet werden, dass es sich bei dem für die Renditeberechnung verwendeten Index um ein Portfolio aus einer Vielzahl von Immobilien handelt. Für einzelne Immobilien besteht das Risiko, dass sie noch deutlich schlechtere Werte realisieren. Daher kann bei einer direkten Anlage nicht von einem Inflationsschutz ausgegangen werden.

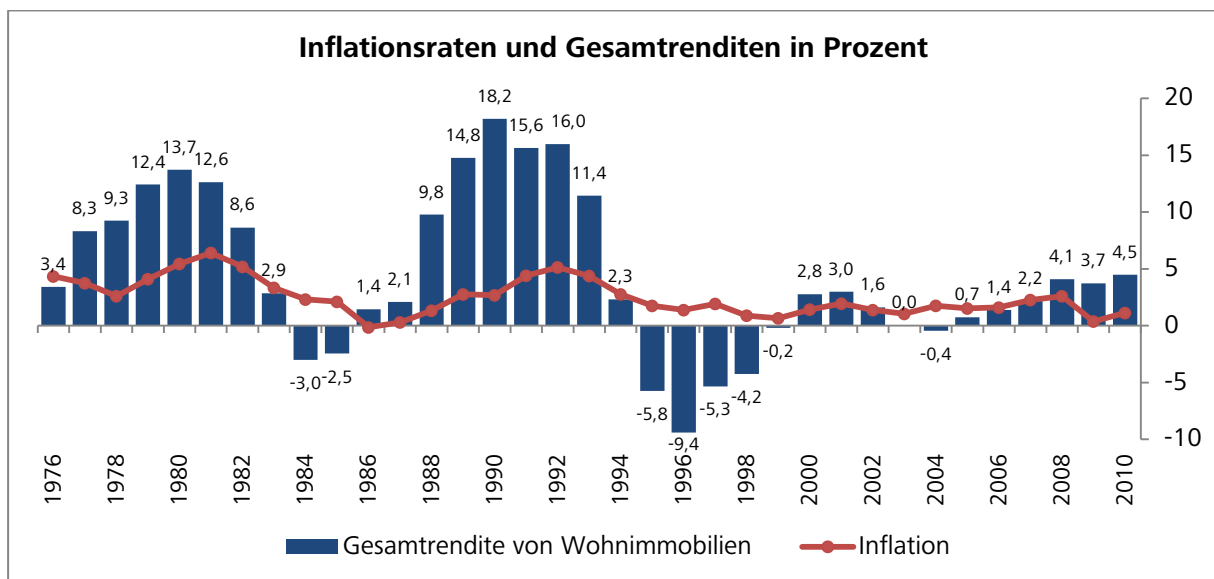


Abbildung 5: Inflationsraten und Gesamtrenditen von Wohnimmobilien in Deutschland seit 1976, Quelle: BulwienGesa AG (2011) und Statistisches Bundesamt (2011).

8.2 Indirekte Immobilienanlage

Offene Immobilienfonds

Da der Anlageschwerpunkt von Offenen Immobilienfonds hauptsächlich auf gewerblich genutzten Immobilien liegt, deren Mietverträge in der Regel indexiert sind, koppelt sich die Mieteinnahmesteigerung zeitverzögert an die allgemeine Preisentwicklung. Allerdings ist die Indexierung oft begrenzt oder erst ab einer bestimmten Inflationsrate wirksam. Dennoch schützen Offene Immobilienfonds besser vor Inflation als die Direktanlage. Auch im Hinblick auf die Vielzahl an Immobilien in einem Offenen Immobilienfonds konnte in der Vergangenheit auf lange Sicht eine stetige Wertentwicklung verzeichnet werden.

Allerdings mussten die Anleger seit 2004 zunehmend reduzierte Ausschüttungen hinnehmen. Diese resultierten aus einem fallenden Mietpreisniveau und in Folge dessen schlechteren Anschlussmietverträgen. So beliefen sich zuletzt die Renditen von mehreren Offenen Immobilienfonds auf unter 2%.⁵¹ Ein Inflationsschutz kann also auch für den Offenen Immobilienfonds nicht dauerhaft garantiert werden, auch wenn durch die Sachwerte und das Immobilienportfolio eine gute Voraussetzung für einen Inflationsschutz besteht.⁵²

Geschlossene Immobilienfonds

Analog zur direkten Immobilienanlage bietet auch der geschlossene Immobilienfonds aufgrund der Fokussierung auf eine einzelne oder wenige Immobilien keinen wesentlichen Schutz vor Inflation.

Immobilien-AGs und REITs

Ähnlich wie bei den Offenen Immobilienfonds bieten Immobilien-Aktien durch das Anlageportfolio, das mehrere Immobilien umfasst, einen Inflationsschutz. Dieser kann jedoch nur auf lange Sicht erreicht werden,

zumal der Wert einer Immobilien-Aktie aufgrund des Börseneinflusses sehr stark schwanken kann. REITs bilden aufgrund der identischen Struktur einen analogen Inflationsschutz.

⁵¹ Quelle: BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

⁵² Vgl. Sebastian (2003b).

9 Fazit

Zusammenfassend wird klar, dass im Rahmen der ausgewählten Kriterien wenig für die **Direktanlage in Immobilien** spricht. Die Steigerung der privaten Lebensqualität, welche man im Allgemeinen mit einer selbstgenutzten Immobilie verbindet, verschließt sich allerdings weitgehend einer objektiven Betrachtung. Selbstgenutztes Wohneigentum kann daher trotzdem sinnvoll sein. Als reine Kapitalanlage birgt sie jedoch zu viele Nachteile für einen durchschnittlichen Anleger.

Der **geschlossene Immobilienfonds** bietet sich im Allgemeinen ebenso wenig als Investment an. Zwar entfallen der mit einem Direktinvestment verbundene Arbeitsaufwand während der Laufzeit. Im Hinblick auf die hohen Mindestanlagesummen, das erhöhte Risiko aufgrund fehlender Diversifikation sowie der hohen Illiquidität ist aber auch der geschlossene Immobilienfonds insbesondere für einen privaten Kleinanleger nicht sinnvoll. Zudem bietet der geschlossene Immobilienfonds keinen liquiden Sekundärmarkt wie er bei **Immobilien-AGs und REITs** vorzufinden ist. Gegenüber Immobilien-Aktien bietet der REIT steuerliche Vorteile, ansonsten ist er in den wesentlichen Eigenschaften einer Anlage in börsennotierten Immobilien-Aktien sehr ähnlich. Beide stellen ein interessantes Investment für Privatanleger dar, die höhere Renditen erwirtschaften wollen und dafür auch bereit sind, ein höheres Risiko in Kauf zu nehmen. Allerdings sind auch REITs oder Immobilien-AGs kein perfektes Immobilieninvestment, da sie vor allem kurzfristig nicht wie Immobilien, sondern wie Aktien reagieren und dadurch nicht zu einer Risikoreduzierung in einem Portfolio beitragen können. Möchte man mittel- bis langfristig in Immobilien investieren, ohne mit dem Börsenrisiko konfrontiert zu werden, so bleibt der **Offene Immobilienfonds** auch vor dem Hintergrund der derzeitigen Marktgeschehnisse die sinnvollste Immobilienanlageform insbesondere für private Anleger. Obwohl die Liquiditätsreserve der Offenen Immobilienfonds die Gesamtrendite des Fonds verringert, konnten sie auch über ei-

nen längeren Zeitraum eine Überrendite hinsichtlich der Inflation erzielen. Durch die Novellierung des Investmentgesetzes sind Kleinanleger Offener Immobilienfonds zukünftig vor kurzfristigen Engagements von größeren Investoren geschützt, was die Liquiditätssteuerung vereinfacht. So wird die Gefahr einer Rücknahmeaussetzung reduziert. Zudem wird hierdurch der Anleger bereits beim Erwerb auf den langfristigen Charakter der Anlage aufmerksam gemacht, wodurch eine Fehleinschätzung der Liquidität vermieden werden kann.

Ungeachtet der gewählten Anlageform sollte sich jeder Anleger bei der Investition in die Asset-Klasse Immobilien der Tatsache bewusst sein, dass in jedem Fall eine Immobilieninvestition eine riskante Anlage darstellt. Neben der Wahl der richtigen diversifizierten Immobilienanlage ist daher auch die Diversifikation des gesamten Anlageportfolios zu beachten.

Literatur- und Quellenverzeichnis

Ahlers, Conrad (2006): Klumpenrisiko, in: ZEIT Online, Ausgabe 22/2006, abgerufen am 06.09.2011, http://www.zeit.de/2006/22/GS-Kasten-Klumpenrisiko_xml.

Allendorf, Georg J., Bone-Winkel, Stephan, Kurzrock, Björn-Martin, Thomas, Matthias, Walbröhl, Victoria (2008): Immobilien-Portfoliomanagement, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band I – Betriebswirtschaftliche Grundlagen, München: Oldenbourg, S. 781-843.

Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz (2011): Art. 3 Nr. 8, 10, 14, Stand 05.04.2011.

Archner, Gernot (2012): Wir werden in fünf Jahren ein positives Fazit ziehen, in: Cash, Nr.1/2012, S. 20.

BaFin Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (2009): Zur Frage der Veräußerung von Vermögensgegenständen des Sondervermögens durch die Kapitalanlagegesellschaft während der Aussetzung der Rücknahme von Anteilscheinen nach § 81 InvG, WA 42-Wp 2136-2009/0081, Bonn/Frankfurt a.M., 06.02.2009.

Bankhaus Ellwanger & Geiger KG (2011): DIMAX-Titelliste, abgerufen am 05.09.2011, http://www.privatbank.de/de/eundg_dimax.html.

Benk, Kay, Haß, Lars Helge, Johanning, Lutz, Schweizer, Denis, Rudolph, Bernd (2008): Offene Immobilienfonds als wesentlicher Baustein einer erfolgreichen Asset Allocation, BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

Born, Karl (2009): Intelligente Kapitalanlage – Durch Aktienanalyse zum langfristigen Börsenerfolg, Wien: Linde, S. 27-29.

Brown, Gerald R., Matysiak George A. (2000): Real Estate Investment – A Capital Market Approach, Pearson Education Limited, S. 324 – 348.

Brunner, Marlies (2009): Perspektiven der Geldanlage in offene Immobilienfonds, in: Brunner, Marlies (Hrsg.): Kapitalanlage mit Immobilien, Produkte – Märkte – Strategien, Wiesbaden: Gabler, S. 109-120.

BulwienGesa AG (2011): Immobilienindex 1975-2010, abgerufen am 01.09.2011, http://www.bulwiengesa.de/fileadmin/user_upload/PDFfiles/Pressenotizen/PR2011/ImmoIndex_2011.pdf.

Bundeszentralamt für Steuern (2011): Registrierte Vor-REITs, Stand Oktober 2011, abgerufen am 12.10.2011, http://www.bzst.de/DE/Steuern_National/Vor_Reit_Registrierung/Vor_Reits_Liste.pdf?blob=publicationFile.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011a): Investment 2011 – Daten, Fakten, Entwicklungen, abgerufen am 07.09.2011, http://www.bvi.de/de/sonderseiten/bestellcenter/Downloads/BVI_Jahrbuch_2011.pdf.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011b): BVI-INVESTMENTSTATISTIK: Gesamtüberblick, Stand 31.07.2011, abgerufen am 05.09.2011, <http://www.bvi.de/de/statistikwelt/Investmentstatistik/index.html>.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (2011d): Excel-Datei: OIFs teilweise Rücknahme ausgesetzt.xls, Stand Juli 2011.

Demary, Markus, Gans, Paul, Meng, Rüdiger, Schmitz-Veltin, Ansgar, Voigtländer, Michael und Westerheide, Peter (2009): Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive, Hrsg.: Deutscher Verband für Wohnungswesen Städtebau und Raumordnung e.V./ Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Sonderausgabe 2009, Berlin, S. 11-20.

Deutsche Börse AG (2011): Kapitalmarktstatistik RX Real Estate-Index, abgerufen am 19.10.2011, http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/xlc/250_Market_Structure/30_in_dices/30_all_share_indizes.

Deutsche Bundesbank (2011): Kapitalmarktstatistik – August 2011, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht 2, abgerufen am 13.10.2011, <http://www.bundesbank.de/download/volkswirtschaft/kapitalmarktstatistik/2011/kapitalmarktstatistik082011.pdf>.

ESTG Einkommenssteuergesetz (1934): §23 Private Veräußerungsgeschäfte, Stand 16.10.1934.

Füss, Roland und Schindler, Felix (2011): Diversifikationsvorteile verbrieftter Immobilienanlagen in einem Mixed-Asset-Portfolio, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik 2011 12(2), S. 170-191.

Funk, Bernhard und Schulz-Eickhorst, Till (2002): REITs und REITs-Fonds, in: Schulte, Karl-Werner, Achleitner, Ann-Kristin, Schäfers, Wolfgang und Knobloch, Bernd (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking – Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln: Immobilien Informationsverlag, S. 789-813.

Gläsner, Sebastian (2011): Appraisal in open-end real estate funds: Evidence of biased appraisals in the fund crisis year 2006, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 2/2011, S. 5-26.

Hartmann-Wendels, Thomas, Pfingsten, Andreas und Weber, Martin (2007): Bankbetriebslehre, 4. überarbeitete Auflage, Berlin Heidelberg: Springer, S. 411-436.

InvG Investmentgesetz (2003): §73 Risikomischung, §80 Liquiditätsvorschriften, §80b Risikomanagement, Stand 15.12.2003.

Pramerica Real Estate International AG (2011): A Bird's Eye View of Global Real Estate Markets, abgerufen am 10.10.2011, <http://www.pramericarei.de/img/8bae7377bedfd9c87da6bacfbbed473ceb9a494cfbda69ccec6b78876c6b77498bfa7b3838cc47376c4cfb380.pdf>.

Rehkugler, Heinz (2009): Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, München: Oldenbourg, S. 12-16, 40, 78-83, 218-224, 316-320.

Rehring, Christian und Sebastian, Steffen P. (2008): Diversifikationseffekte durch Investitionen in G-REITs, in: Handbuch Real Estate Investment Trusts (REITs), Köln: Immobilien Manager Verlag, S. 327-339.

Rüschen, Thomas (2009): Geschlossene Immobilienfonds im privaten Asset Management, in: Brunner, Marlies (Hrsg.): Kapitalanlage mit Immobilien, Produkte – Märkte – Strategien, Wiesbaden: Gabler, S. 121-144.

Schätz, Alexander und Sebastian, Steffen P. (2009): Immobilienaktien - Immobilien oder Aktien?, in: Immobilien & Finanzierung (24), S. 842-843.

Schätz, Alexander und Sebastian, Steffen P. (2010): "Real Estate Equities - Real Estate or Equities?", EPRA Research Paper, Amsterdam 2010, abgerufen am 11.10.2011, http://www.epra.com/media/EPRA_research_on_Real_Estate_vs_Equities.pdf.

Scope Analysis (2011): Report Aktuell, Ausgabe 02/2011 – 28.09.2011, abgerufen am 20.10.2011, http://www.ivag.de/downloads/Scope_Aktienfonds%20teurer%20als%20Beteiligungen.pdf.

Sebastian, Steffen P. und Strohsal, Till (2012): German Open-Ended Real Estate Funds, in: Just, Tobias und Maennig, Wolfgang (Hrsg.): Understanding German Real Estate Markets, Heidelberg: Springer (erscheint 2012), S. 303-316.

Sebastian, Steffen P. (2011): Is the Open-Ended Real Estate fund an Anachronistic Investment Vehicle, EPRA News March/April 2011, (38) 2011, S. 4-6.

Sebastian, Steffen P. (2003a): Liquiditätstransformation durch Immobilien-Investmentgesellschaften – Theoretische Fundierung und Implikationen für Gestaltung von Immobilienfonds in der Praxis, Arbeitspapier, Frankfurt 2003.

Sebastian, Steffen P. (2003b): Inflationsrisiken von Aktien-, Renten- und Immobilieninvestments, Uhlenbruch, Bad Soden/Ts.: Portfolio-Management.

Statistisches Bundesamt (2011): Verbraucherpreisindex, abgerufen am 26.09.2011, https://www-genesis.destatis.de/genesis/online;jsessionid=52A055F4B4C3809CF7F9204E8D050B77.tomcat_GO_1_2?operation=previous&levelindex=3&levelid=1319029493878&step=3.

Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank (2010): Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1992 – 2010, Stand Oktober 2010, abgerufen am 19.10.2011, http://www.bundesbank.de/download/statistik/statba_vermoegensbilanz_1992_2010.pdf.

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2011a): VGF Fondsliste 2010, abgerufen am 09.09.2011, http://www.vgf-branchenzahlen.de/fileadmin/VGF_Branchenzahlen_2010_alles/Fondsliste_VGF_Branchenzahlen_2010.pdf.

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2011b): Das kleine Wirtschaftswunder – Zahlen und Fakten, Stand 2010, Grafik 6, abgerufen am 12.09.2011, <http://www.kleines-wirtschaftswunder.de/zahlen-fakten/geschlossene-fonds-in-zahlen/>.

Voigtmann, Martin (2010): Geschlossene Fonds – Sachwert-Alternativen ohne Bank & Co., München: FinanzBuch, S. 121-136.

ZEW Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (2005): Die Entwicklung und Verteilung des Vermögens privater Haushalte unter besonderer Berücksichtigung des Produktivvermögens, Abschlussbericht vom 21.06.2005.

Zitelmann, Rainer (2008): Vermögen bilden mit Immobilien, 2. Auflage, München: Haufe, S. 106-159.

