

VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG VON INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN

Prof. Dr. Tobias Just
Prof. Dr. Steffen Sebastian

Herausgeber: **IRE|BS** International Real Estate Business School, Universität Regensburg
www.irebs.de
ISSN 2197 - 7720
Copyright © **IRE|BS** International Real Estate Business School 2013, alle Rechte vorbehalten

Verantwortlich für den Inhalt dieses Bandes: Prof. Dr. Tobias Just, Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft,
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.

**Volkswirtschaftliche Bedeutung
von indirekten Immobilienanlagen**

Gutachten im Auftrag des Auftraggeberkonsortiums

BII Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen e.V.

BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V.

VGf Verband Geschlossene Fonds e.V.

ZIA Zentraler Immobilien Ausschuss e.V.

von

Prof. Dr. Tobias Just

Lehrstuhl für Immobilienwirtschaft

Prof. Dr. Steffen Sebastian

Lehrstuhl für Immobilienfinanzierung

IREBS International Real Estate Business School

Universität Regensburg

28. Februar 2013

EXECUTIVE SUMMARY

Volkswirtschaftliche Bedeutung
indirekter Immobilienanlagen

von Tobias Just und Steffen Sebastian

Immobilien sind die **wichtigste**, reale **Vermögensklasse** einer Volkswirtschaft. In Deutschland beläuft sich das Bruttoanlagevermögen 2011 zu Wiederbeschaffungspreisen auf etwa 14 Billionen Euro, davon entfallen mit etwa 11 Billionen Euro über 80% auf Grundstücke und die hierauf aufstehenden Gebäude. Auch gemessen an der Bruttowertschöpfung 2012 ist die Immobilienbranche mit einem Anteil von ca. 16% einer der bedeutsamsten Sektoren.¹

Gleichzeitig sind Bau- und Immobilienmärkte nicht nur in Übertreibungsphasen starken Schwankungen unterworfen. Dies gilt insbesondere für die Stromgrößen, also die Bautätigkeit und die Immobilientransaktionen sowie für einige wichtige Preisparameter wie die Baupreise, einige Grundstückspreise und Büromieten. Die Wohnungspreise in Deutschland waren zuletzt zwar sehr stabil, jedoch auch hier gab es in der Vergangenheit zum Teil starke Ausschläge. Zudem reagiert der Sektor sehr stark auf Interventionen. Eine zusätzliche Investitionsleistung des Staates führt daher aufgrund der geringen Importquote zu hohen Mehrrundeneffekten, wovon die inländische Nachfrage profitiert. Daher muss eine Regelanpassung auf Bau- und Immobilienmärkten vorsichtig erfolgen, da große Eingriffe gravierende gesamtwirtschaftliche Folgewirkungen haben können.

Indirekte Immobilienanlagevehikel haben als Finanzierungsinstrumente eine wesentliche Funktion auf dem Immobilienmarkt. Gesamtwirtschaftlich ist insbesondere die Finanzierungsfunktion als Kapitalsammelstelle bedeutsam. Zudem lassen sich durch indirekte Immobilienanlagen systemische Risiken reduzieren, wenn unterschiedliche Formen indirekter Immobilienanlagen am Markt agieren, da so mögliche unterschiedliche Zyklen ausgeglichen werden können. Die Analyse der Daten indiziert, dass das Nebeneinander von Geschlossenen und Offenen Fonds sowie von Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs sowohl bei den Immobilientransaktionen als auch bei der Sammlung von Eigenkapital glättend wirkt.

Insgesamt sind sowohl die deutschen Wohnungs- als auch die deutschen Gewerbeimmobilienmärkte deutlich schwächeren Zyklen unterworfen als die Märkte in den USA, UK oder anderen europäischen Ländern. Bei Kritik an einzelnen

¹ Destatis 2012a, 2012b

Regulierungstatbeständen sollte daher nicht vergessen werden, dass insgesamt die Regulierung der deutschen Immobilienmärkte als vergleichsweise strikt und effektiv beurteilt werden kann. Auch dies sollte mit Blick auf gravierende Eingriffe beachtet werden.

Aus Sicht der Anleger können durch eine Investition in indirekte Immobilienanlagen Extremrisiken reduziert werden. Zudem können private und institutionelle Anleger so von Spezialisierungsvorteilen der professionellen Anbieter von indirekten Immobilienanlagen profitieren. Auch lassen sich in größeren Portfolios unsystematische Risiken diversifizieren. Hierdurch kann die risikoadjustierte Rendite sowohl in einem reinen Immobilienportfolio als auch in einem gemischten Portfolio steigen. Damit Anleger von diesen Vorteilen profitieren können, müssen die investierbaren Immobilien-Portfolios hinreichend groß sein wie etwa bei Offenen Immobilienfonds oder, mit Einschränkungen, auch bei REITs und Immobilien-Aktiengesellschaften. Alternativ muss bei kleinen, undiversifizierten Fonds der Anleger eine Risikostreuung durch Anlage in mehrere Fonds erreichen. Daher ist für geschlossene Fonds eine maximale Beteiligungshöhe (in % des Gesamtvermögens des Anlegers) deutlich sinnvoller als eine hohe Mindestanlagesumme, die für die Diversifikation auf Ebene des Anteilseigners sogar hinderlich ist.

Mit REITs oder Immobilien-Aktiengesellschaften können geografische und/oder nutzungsseitige Schwerpunkte gesetzt werden, da diese zumeist hinsichtlich des Investmentprofils spezialisiert sind, bspw. in eine bestimmte Nutzungsart oder Region investieren. Geschlossene Immobilienfonds ermöglichen als unternehmerische Beteiligung die genaueste Festlegung, in welche Immobilie investiert wird und ermöglichen es dem Anleger somit, einen eigenen Investitionsschwerpunkt mit objektspezifischen Chancen und Risiken zu setzen. Die verschiedenen Formen der indirekten Anlage ermöglichen dem Anleger somit, unterschiedliche Strategien (passives Management, Market Timing, Cycle Play etc.) zu verfolgen. Die Option, auch ggf. ein aktives Management ihrer Anlage zu betreiben, ist insbesondere für institutionelle Anleger interessant. Private Anleger können hingegen mit aktivem Management in der Regel keine Verbesserung ihrer Risiko-Rendite-Position erreichen.

Für die investimentrechtliche Regulierung von offenen und geschlossenen Immobilienfonds lassen sich weitere wichtige Eckpunkte aufstellen: Im Rahmen der Vertriebsregulierung muss ein hohes Maß an Qualität bei der Beratung im Vertrieb erreicht werden. Zudem müssen im Rahmen der Produktregulierung vergleichbare Bewertungsmaßstäbe und Transparenzmindeststandards erreicht werden. Verschuldungsgrenzen sowie Liquiditäts- und Diversifikationsanforderungen können hingegen für die einzelnen Vehikel unterschiedlich ausfallen, da sich diese an den spezifischen Risiken der jeweiligen Form der indirekten Immobilienanlage orientieren sollten.

INHALTSVERZEICHNIS

EXECUTIVE SUMMARY	I
1 EINLEITUNG	- 1 -
2 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT	- 2 -
2.1 Immobilienbestand und Immobilienvermögen in Deutschland	- 2 -
2.2 Enge Beziehung zwischen Gesamtwirtschaft und Bau- und Immobilienmarktentwicklung	- 4 -
2.3 Immobilien- und Baubranche als staatliche Interventionsfelder	- 8 -
3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG VON INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN	- 10 -
3.1 Kapitalsammelfunktion	- 10 -
3.2 Größenvorteile und Reduktion von systemischen Risiken.....	- 11 -
3.3 Finanzierungsfunktion	- 12 -
3.4 Empirische Analyse der Transaktionen auf dem deutschen Markt für Gewerbeimmobilien	- 14 -
4 INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN AUS SICHT DER ANLEGER	- 19 -
4.1 Informationstransformation durch indirekte Immobilienanlagen.....	- 19 -
4.2 Risikominderung in gemischten und nicht gemischten Portfolios.....	- 20 -
4.3 Losgrößentransformation als Voraussetzung zur Risikotransformation.....	- 22 -
4.4 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Risikodiversifizierung	- 23 -
4.5 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Anlagespezialisierung	- 25 -
4.6 Eignung indirekter Immobilienanlagen zur Liquiditätstransformation	- 26 -
5 SCHLUSSBETRACHTUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE REGULIERUNG	- 29 -
5.1 Grundsätzliche Überlegungen	- 29 -
5.2 Beratung/Vertrieb.....	- 29 -
5.3 Begrenzung der Fristentransformation	- 32 -
5.4 Bewertung.....	- 32 -
5.5 Verschuldung	- 35 -
6 LITERATURVERZEICHNIS	- 41 -

1 EINLEITUNG

Zukünftig werden neben Offenen Immobilienfonds auch Geschlossene Immobilienfonds einer staatlichen Aufsicht unterliegen und als investmentrechtlich regulierte Produkte einem breiten Anlegerkreis in Deutschland zur Verfügung stehen. Zugleich werden für Geschlossene und erneut auch für Offene Immobilienfonds gravierende regulatorische Änderungen vorgenommen. REITs sind hingegen weiterhin nur steuer- und kapitalmarktrechtlich reguliert und unterliegen ebenso wie börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften der Börsenaufsicht, aber keiner investmentrechtlichen Aufsicht. Wir nehmen daher die aktuellen Änderungsvorschläge zum Anlass, die volkswirtschaftliche Bedeutung indirekter Immobilienanlagen grundsätzlich zu betrachten.

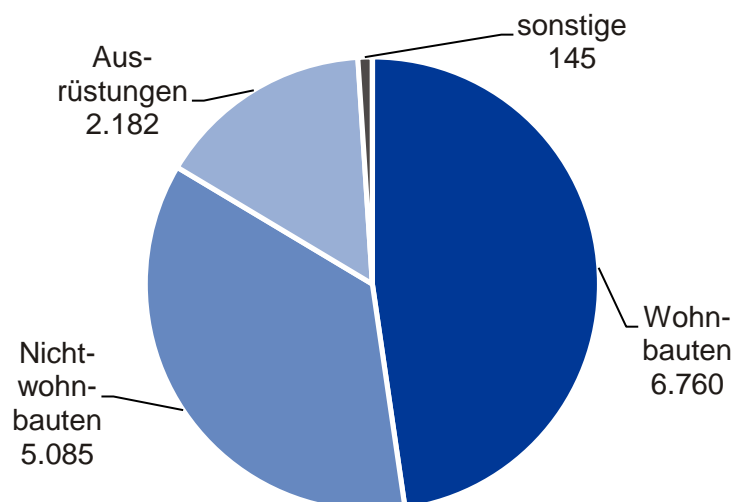
Das Gutachten soll einen Beitrag zum Verständnis der Bedeutung indirekter Immobilienanlagen für Anleger und die Gesamtwirtschaft leisten. Es wird daher zwischen makro- und mikroökonomischen Aspekten unterschieden. Aus diesen Analysen werden Richtlinien für eine Regulierung dieser Investitionsvehikel abgeleitet, wobei grundsätzlich immer dann von einer einheitlichen Regulierung abgewichen werden sollte, wenn die spezifischen Charakteristika der einzelnen Anlagevehikel zu berücksichtigen bzw. zu erhalten sind. Die Ergebnisse sollen helfen, mögliche Regulierungen zu bewerten und angemessene Schritte vorzunehmen.

2 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG DER IMMOBILIENWIRTSCHAFT

2.1 IMMOBILIENBESTAND UND IMMOBILIENVERMÖGEN IN DEUTSCHLAND

Das Bruttoanlagevermögen zu Wiederbeschaffungspreisen in Deutschland beläuft sich 2011 auf rd. 14 Billionen Euro. Über 80% davon entfallen auf Immobilien. Allein die Gruppe der Wohnungsbauten ist dreimal größer als alle Ausrüstungen, also im Wesentlichen der Maschinenpark, in Deutschland zusammen.

Abbildung 1: Bruttoanlagevermögen in Deutschland, 2011



Quelle: Destatis 2012a, in Mrd. EUR

Die gesamtwirtschaftliche Bedeutung der Immobilienwirtschaft lässt sich bereits aus der reinen Größe der Anlageklasse ableiten. Änderungen in der Regulierung für Immobilien gelten folglich für den Großteil des nationalen Anlagevermögens und sollten daher vor

einer Verabschiedung besonders sorgfältig auf mögliche schädliche Auswirkungen überprüft werden.

Neben der Größe der Anlageklasse spielt die Eigentümerstruktur eine wichtige Rolle, um die Bedeutung zu erkennen: Bei **Wohnungsbauten** befinden sich über 80% aller Assets in den Händen von privaten Haushalten oder Organisationen ohne Erwerbzweck. Weniger als 1% entfallen jeweils auf finanzielle Kapitalgesellschaften (u.a. Banken, Versicherungen und Pensionskassen) und den Staat, die restlichen 13% werden von nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften gehalten. Damit übernehmen Immobilien für die private Vermögensbildung und für die private Altersvorsorge eine wichtige Aufgabe. Die Eigentümerstruktur bei den **Nichtwohnbauten** gestaltet sich in Deutschland anders: Hier halten private Haushalte nur knapp 15% aller Vermögensbestände, jeweils rd. 40% gehören der öffentlichen Hand und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Knapp 5% aller Nichtwohnbauten sind in den Händen von finanziellen Kapitalgesellschaften. Von den Bauten des Staates sind etwa 60% Tiefbauten, Hochbauten spielen für die öffentliche Hand eine etwas kleinere Rolle.²

Für den Sektor Grundstücks- und Wohnungswesen weist das Statistische Bundesamt eine Bruttowertschöpfung für 2012 von rd. 270 Mrd. Euro aus. Inklusive der Bauwirtschaft i.H.v. 108 Mrd. Euro erreicht die Bau- und Immobilienwirtschaft einen Anteil von 16% der gesamten Wertschöpfung in Deutschland.³ Rechnet man die Wertschöpfung von Architekten und der Immobilienfinanzierung hinzu, liegt die Bruttowertschöpfung der gesamten Bau- und Immobilienwirtschaft sogar bei 440 Mrd. Euro.⁴ Da immobilienbezogene Leistungen von Nicht-Immobilienunternehmen in diesen Zahlen noch nicht enthalten sind, ist die tatsächliche Bruttowertschöpfung insgesamt noch höher.

² Destatis 2012c.

³ Destatis 2012b.

⁴ Für die Methode zur Erfassung der Bruttowertschöpfung in der Immobilienwirtschaft vgl. Voigtländer et al. 2009. Für aktuelle Zahlen vgl. Just et al. 2013.

2.2 ENGE BEZIEHUNG ZWISCHEN GESAMTWIRTSCHAFT UND BAU- UND IMMOBILIENMARKTENTWICKLUNG

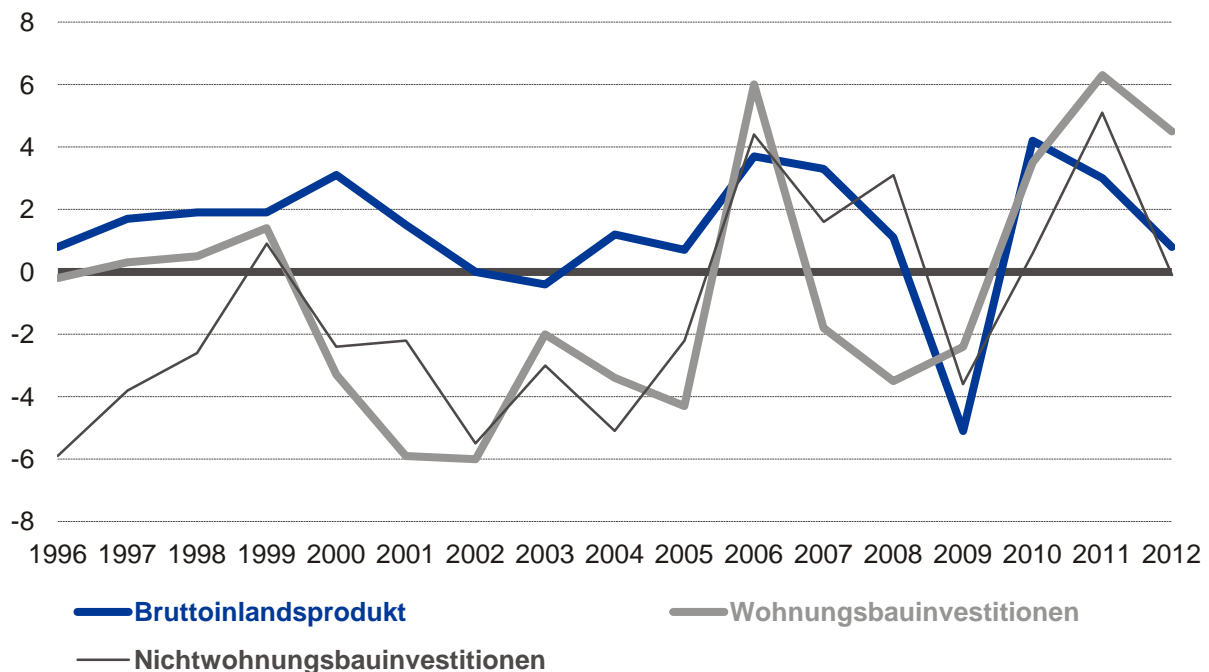
In den Jahren von 1995 bis 2012 waren die Schwankungen⁵ der Nichtwohnungsbauinvestitionen um ca. 60% höher als jene des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland. Die Schwankungen für den Wohnungsbau waren sogar um ca. 80% höher.⁶ Ohne Berücksichtigung des Krisenjahrs 2009 liegen die Schwankungen der Bautätigkeit sogar um das Dreifache über dem Wert für die Gesamtwirtschaft. Auch die Schwankungen des gewerblichen Immobilientransaktionsmarktes und in vielen Metropolregionen auch des gewerblichen Mietmarktes liegen deutlich höher als die Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.⁷ Auch hier gilt es zu differenzieren: Alle investitionsnahen Immobiliensegmente sind stärkeren Schwankungen unterworfen als die konsumnahen Immobiliensegmente. Dies galt idealtypisch während der letzten zehn Jahre insbesondere für die deutschen Immobilienmärkte. So waren die Wohnungsmärkte sowie die Einzelhandelsimmobilienmärkte sowohl während der Anpassung an die Dot-Com-Krise als auch während der Finanz- und Wirtschaftskrise ein Stabilitätsanker für die deutsche Wirtschaft - ähnlich wie dies auch der private Konsum in Deutschland gewesen ist. Anders sieht es jedoch mit vielen Büroimmobilienmärkten aus. Hier gab es gerade nach 2002 heftige Preis- und Mietanpassungen nach unten. Diese Märkte reagieren ähnlich stark wie die Investitionsgüterbranchen des Verarbeitenden Gewerbes.

⁵ Hier die Standardabweichung der jeweiligen Veränderungsdaten.

⁶ Destatis 2012a.

⁷ Berechnungen auf der Basis von Destatis 2012a und BulwienGesa 2011.

Abbildung 2: Reales Bruttoinlandsprodukt und reale Bauinvestitionen in Deutschland



Quelle: Destatis (2012a)

Tatsächlich gibt es deutliche empirische Evidenzen, dass Umschwünge auf den (Wohn-) Immobilienmärkten deutlich stärkere makroökonomische Risiken bewirken als Verwerfungen auf den Aktienmärkten.⁸ Dies liegt in erster Linie an den höheren Finanzierungsrisiken: Immobilien werden zu einem hohen Anteil durch Fremdkapitalaufnahme finanziert. Außerdem werden im Gegensatz zu den Einkommen aus Finanzaktiva die Einkommen aus Immobilien eher als permanent erachtet. In verschiedenen empirischen Studien konnte daher nachgewiesen werden, dass der Vermögenseffekt aus Immobilienvermögen größer ist als jener aus Finanzvermögen. Das heißt, der private Konsum reagiert stärker auf Veränderungen auf den Immobilienmärkten als auf Veränderungen auf den Aktienmärkten.⁹ Hinzu kommt, dass bei Verwerfungen auf

⁸ Vgl. unter anderem Cecchetti 2006 sowie Agnello/Schuknecht 2009. In Deutschland konnten in den letzten Dekaden keine größeren Schwankungen auf dem Wohnungsmarkt beobachtet werden. Die Erkenntnisse über die Wirkungszusammenhänge haben aber auch für den deutschen Markt grundsätzliche Bedeutung.

⁹ Vgl. zum Beispiel Sierminska/Takhtamonova 2007.

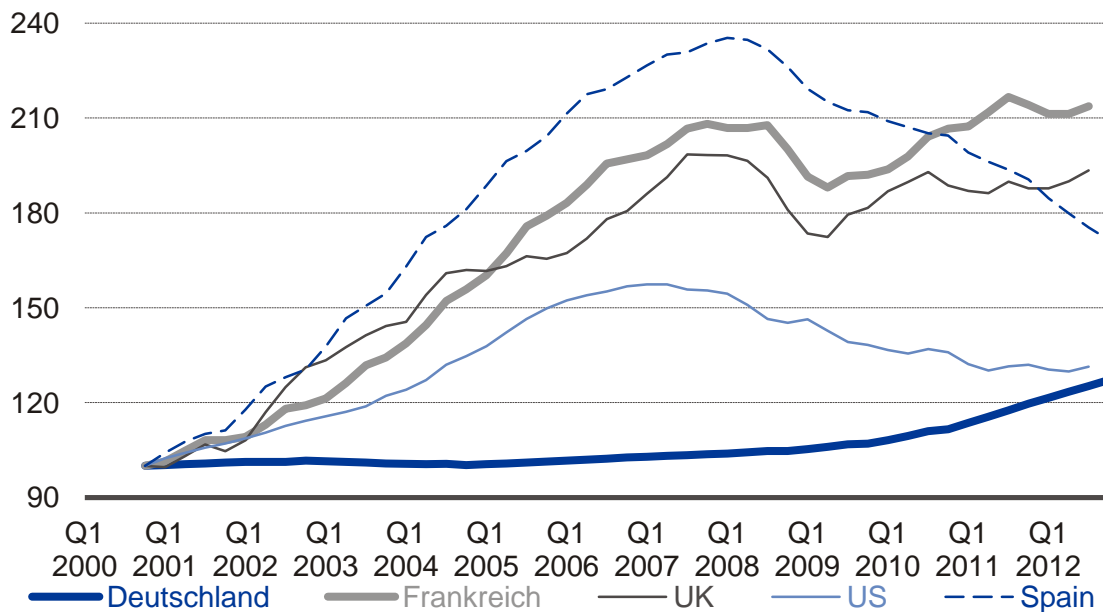
den Immobilienmärkten wegen der hohen Fremdkapitalaufnahme eher Rückwirkungen auf die Stabilität des Bankensektors zu befürchten sind als bei Abschwüngen auf den Aktienmärkten. Dieses erschwert im Falle von Verwerfungen auf den Immobilienmärkten die Kreditvergabe auch für andere Sektoren und verstärkt konjunkturelle Abschwungphasen.¹⁰

Daraus lässt sich ableiten, dass die Stabilität von Immobilienmärkten große Bedeutung für die Stabilität einer Volkswirtschaft hat. Bisher war die Regulierung der deutschen Immobilienmärkte im internationalen Vergleich sehr stabilitätsorientiert. Die deutschen Wohnungsmärkte erlebten weniger und weniger starke Zyklen als beispielsweise die US-amerikanischen, die britischen oder die spanischen Wohnungsmärkte.¹¹ Auch die gewerblichen Immobilienmärkte in Deutschland sind deutlich weniger zyklisch als andere europäische oder die US-amerikanischen Märkte. Die Mietrenditen für deutsche Büroobjekte in sehr guten Lagen sind beispielsweise im Durchschnitt niedriger und erheblich geringeren Schwankungen unterworfen als in anderen europäischen und außereuropäischen Ländern.

¹⁰ IMF 2011.

¹¹ Vgl. Just/Ebner 2006.

Abbildung 3: Abb.: Wohnungspreise in OECD-Ländern, Q4 2005=100

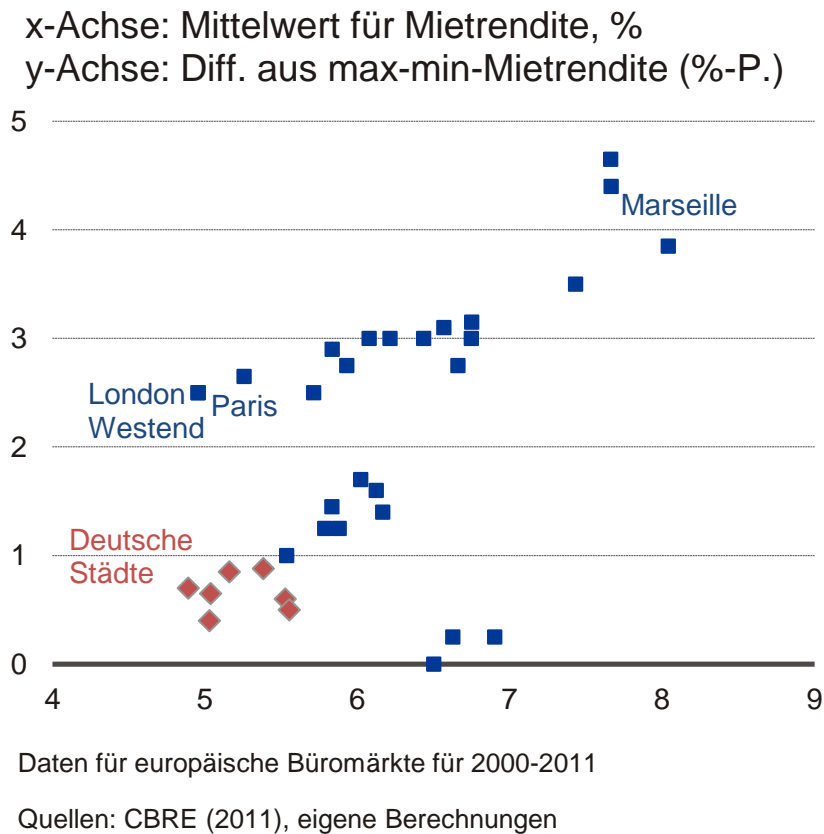


Quellen: BIS, BulwienGesa

Wenn nun sowohl die Transaktionsvolumina als auch die Bautätigkeit starken Schwankungen unterworfen sind, hat dies zwei zentrale Implikationen: Erstens könnten durch Bewegungen auf Immobilien- und Baumärkten aufgrund ihres großen volkswirtschaftlichen Anteils sowie der starken wirtschaftlichen Verflechtung¹² starke Verwerfungen auf die Gesamtwirtschaft übertragen werden. Zweitens folgt hieraus, dass Eingriffe auf den Immobilienmärkten und den Immobilien-Anlagemärkten erst nach einer Folgen-Nutzen-Abwägung und auch nur sehr behutsam vorgenommen werden sollten. Substantielle Änderungen der Regulierung bedürfen vor diesem Hintergrund einer besonderen Rechtfertigung.

¹² Für das Grundstücks- und Wohnungswesen zeigen die aktuellen Input-Output-Tabellen beispielsweise einen gesamten Input-Koeffizienten von 2,7 an. Dieser Wert liegt um das Vierfache höher als der mittlere Input-Koeffizient aller Branchen. Die Größe und Verflechtung des Sektors kommt hier deutlich zum Ausdruck, vgl. Destatis 2008.

Abbildung 4: Stabilität deutscher Büromärkte im Vergleich zu europäischen Vergleichsstädten



2.3 IMMOBILIEN- UND BAUBRANCHE ALS STAATLICHE INTERVENTIONS-FELDER

Sowohl die Immobilien- als auch die Baubranche sind aufgrund der oben skizzierten Eigenschaften wirtschaftspolitisch sensible Branchen. Lässt sich eine Rezession durch keynesianische Politik dämpfen, so sollten die Maßnahmen dort ansetzen, wo der Hebel groß ist und schnell wirken kann. Da die Importquote in der Immobilien- und Baubranche vergleichsweise klein ist, können hier große Multiplikatoreffekte greifen, das heißt beispielsweise, dass eine Erhöhung öffentlicher Ausgaben für Bauzwecke größere sogenannte „Mehrrundeneffekte“ für den privaten Konsum und die privaten Investitionen

erzielen als bei Branchen mit hoher Importquote.¹³ Um die heimische Wirtschaft zu stabilisieren, ist es sinnvoll, Ausgaben auf solche Branchen zu fokussieren, wo mit hohen Mehrrundeneffekten zu rechnen ist. Das Rheinisch-Westfälische Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) schätzt, dass kurzfristige, isolierte Multiplikatoreffekte für zusätzliche Bauausgaben in der Größenordnung von 2,4 bis 2,6 auftreten können. Das heißt, jeder zusätzlich investierte Euro führt zu zusätzlichen gesamtwirtschaftlichen Rückläufen für die gesamtwirtschaftliche Produktion von 1,4 bis 1,6 Euro. Die Beschäftigungseffekte fallen in diesen Berechnungen fast genauso stark aus.¹⁴

Natürlich lassen sich aus solchen Effekten nicht die langfristigen Opportunitätskosten einer steuer- bzw. schuldenfinanzierten Ausgabenpolitik ableiten, gleichwohl dienen die Ergebnisse oft als Argument für Ausgabenprogramme. Letztlich muss es eine langfristige Nachfragerechtfertigung geben. Hinzu kommt, dass durch erhebliche Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen die Schwankungsanfälligkeit des Sektors erhöht werden kann.

¹³ Technisch gesprochen: Der gesamtwirtschaftliche Multiplikator in einer einfachen offenen Volkswirtschaft wird durch den reziproken Wert aus Spar- und Importquote gebildet. Je höher die Importquote, desto größer der Nenner und folglich desto niedriger die Multiplikationswirkung einer Erhöhung der öffentlichen Ausgaben.

¹⁴ Vgl. Barabas et al. 2011.

3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE BEDEUTUNG VON INDIREKTEN IMMOBILIENANLAGEN

3.1 KAPITALSAMMELFUNKTION

Die entscheidende Stärke des kapitalistischen Marktsystems besteht darin, knappes Kapital in die jeweils sinnvollste Verwendung zu steuern. Für besonders große Investitionen muss dieses Kapital von vielen Kapitalgebern zunächst transaktionskosteneffizient eingesammelt werden, da sich ansonsten alle Anleger zu jedem Zeitpunkt über alle Investitionsmöglichkeiten informieren müssten. Damit würden Spezialisierungsvorteile verloren gehen. Damit diese Vorteile realisiert werden können, müssen Kapitalsammelstellen Produkte effizient anbieten und Kunden sachgerecht informieren.

Eine wesentliche Voraussetzung zum Erfüllen der volkswirtschaftlich bedeutsamen Funktion einer Kapitalsammelstelle hängt demnach von einem funktionstüchtigen Vertrieb ab. Hierzu ist es zunächst nicht relevant, ob diese Sammelfunktion von einem provisionsabhängigen Vertrieb, von Honorarberatern oder in direkter Kommunikation zwischen Anleger und Anbieter (bspw. über Internet) stattfindet. Entscheidend ist es, dass ein Produkt so ausgestaltet ist, dass der Vertrieb sowohl eine Möglichkeit als auch einen Anreiz hat, dieses zu verkaufen. Ein Produkt, das zwar auf die Bedürfnisse der Anleger zugeschnitten ist, aufgrund fehlender Vertriebsmöglichkeiten aber nicht beim Anleger ankommt, verfehlt dann seinen Zweck sowohl für den Anbieter als auch für den Anleger. Ein Produkt ist für alle Vertriebswege ungeeignet, wenn es zu komplex ist oder vom Anleger grundsätzlich abgelehnt wird. So haben REITs aufgrund der Börsenaversion der Anleger nur eine untergeordnete Bedeutung in der privaten Vermögensanlage.¹⁵ Institutionelle Anleger, insbesondere aus dem Ausland, wären hingegen sehr daran interessiert, in der Form von REITs in den deutschen Markt zu investieren. Dieser Nachfrage steht aber derzeit nur ein eingeschränktes Angebot gegenüber. Demzufolge

¹⁵ Dies kommt beispielsweise auch in geringen Platzierungszahlen von REIT-Fonds zum Ausdruck.

werden in Deutschland von Privatpersonen vor allem Offene und Geschlossene Immobilienfonds gehalten. Im Jahr 2011 hielten etwa 1,9 Millionen Anleger Beteiligungen in Geschlossenen Fonds, hiervon 800 000 in deutschen oder ausländischen Immobilienfonds. Die Anzahl der Anleger in Offene Immobilienfonds beträgt etwa 2,3 Mio.¹⁶

Institutionelle Anleger investieren vor allem über Offene Immobilien-Spezialfonds (ca. 36,5 Mrd. Euro) und in geringerem Umfang über Offene Immobilien-Publikumsfonds sowie Geschlossene Fonds und REITs bzw. Immobilien-Aktiengesellschaften. In Geschlossenen Immobilienfonds sind ca. 2,1 Mrd. Euro institutionelles Eigenkapital in Fonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland investiert sowie 650 Mio. Euro in Fonds mit Anlageschwerpunkt im Ausland.¹⁷

3.2 GRÖßENVORTEILE UND REDUKTION VON SYSTEMISCHEN RISIKEN

Größenvorteile. Die Bedeutung von indirekten Immobilienanlagen lässt sich dahingehend zusammenfassen, dass professionelle Akteure auf den Immobilienmärkten effizienter agieren können und damit sowohl eine höhere Produzenten- als auch Konsumentenrente erzielen können als nicht spezialisierte Akteure. Dies lässt sich im Wesentlichen auf Skaleneffekte zurückführen. So können professionelle Immobilieninvestoren beispielsweise mehr Informationen aufnehmen und sachgerecht für Investitionsentscheidungen auswerten. Weiterhin verteilen sich Fixkosten auf größere Anlagevolumina und bewirken so eine Kostendegression. In Summe können Anbieter indirekter Immobilienanlagen als professionelle Marktakteure die Anlage von Vermögen in Immobilien als Wirtschaftsgüter billiger bereitstellen als Privatanleger. Dies beinhaltet den gerade für Immobilien bedeutsamen Aspekt, dass mit indirekten Immobilienanlagen finanzielle Ressourcen effizienter allokiert werden als durch vergleichsweise uninformierte Anleger. Somit kann

¹⁶ Quelle: VGF sowie Schätzungen nach BVI-Angaben. Doppelzählungen sind hierbei möglich.

¹⁷ Quelle BVI, VGF, Stand Dezember 2012. Der Anteil von direkten und indirekten Immobilienanlagen am Gesamtportfolio von institutionellen Anlegern beträgt nach Umfragen etwa 7,1%, vgl. Kleine et al. 2012.

Fehlentwicklungen auf den Immobilienmärkten entgegengewirkt werden, da solche Entwicklungen eher von den professionellen Marktteilnehmern frühzeitig erkannt werden.

Schutz des Anlegers vor Extremrisiken. Gerade im Kontext von Alterssicherung ist bedeutsam, dass Anleger bei der Investition in das diversifizierte Immobilien-Portfolio einer indirekten Anlage wesentlich besser vor Risiken, insbesondere Extremrisiken, geschützt sind als bei einer Direktanlage in Immobilien. An einem vereinfachten Beispiel sei dies wie folgt dargestellt: Es möge in einer kleinen Volkswirtschaft 1 000 Anleger geben, von denen jeder 400 000 Euro Eigenkapital investieren möchten. Jeder Anleger erwerbe mit 60% Fremdkapital je ein Objekt für 1 Mio. Euro. Von den 1 000 gekauften Objekten mögen 5% starke Wertverluste (Rückgänge der Werte um 50%) erleiden und 95% der Objekte eine Wertsteigerung von 5% abwerfen. Die Marktteilnehmer erwarten also eine mittlere Wertänderungsrendite von $(5\% \times -50\% + 95\% \times 5\%) = 2,25\%$. Wenn sich die Risiken nicht in einer indirekten Immobilienanlage poolen lassen, werden demnach 50 Anleger einen Verlust von 500 000 Euro erzielen. Für alle Marktteilnehmer bestünde also ein Insolvenzrisiko. Bilden die 1 000 Anleger hingegen durch eine indirekte Immobilienanlage einen Anlegerpool über alle 1 000 Objekte, lässt sich das Ausfallrisiko auf Objektebene zwar nicht vermeiden, wohl aber auf Anlegerebene. In Summe läge der Wert aller Objekte entsprechend nach einem Jahr ebenfalls bei 1 0225 000 Euro, aber für keinen der Anleger besteht ein Insolvenzrisiko.

Der einzelwirtschaftliche Vorteil einer Insolvenzvermeidung beinhaltet gleichzeitig einen gesamtwirtschaftlichen Vorteil, da soziale Auffangmechanismen entlastet werden.

3.3 FINANZIERUNGSFUNKTION

2013 und 2014 stehen Immobilienfinanzierungen im Volumen von jeweils ca. 35-45 Mrd. Euro zur Refinanzierung an.¹⁸ Zudem werden durch Basel III die Eigenkapitalanforderungen an die Banken weiter ansteigen, was eine weitere Einschränkung der Kreditvergabe zur Folge haben wird. Diese Effekte könnten durch weitere Abschreibungen

¹⁸ Vgl. Pylypchuk/Hubbard 2010, S. 3.

auf Buch- und Briefkredite verstärkt werden. 2011 und 2012 war bereits zu beobachten, dass sich die Banken zunehmend aus der Immobilienfinanzierung zurückgezogen haben. Zwar werden von neuen Marktteilnehmern wie Versicherungen oder sogenannten Debt-Funds zusätzlich Immobilienfinanzierungen angeboten, der Fehlbetrag könnte für 2013 aber dennoch auf voraussichtlich 86 Mrd. USD in Europa ansteigen, davon allein 27 Mrd. in Deutschland.¹⁹ Sofern die geplanten Eigenkapitalerhöhungen der Banken nicht wie geplant durchgeführt werden können, kann die nicht gedeckte Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen noch deutlich höher werden.

Neben dem stark gesunkenen Angebot an Fremdkapital ist weiter zu berücksichtigen, dass die Banken bei Projektentwicklungen und gewerblichen Immobilieninvestitionen mittlerweile einen deutlich erhöhten Eigenkapitaleinsatz verlangen als in den Jahren vor der Krise üblich. In diesem wirtschaftlichen Umfeld ist es besonders wichtig, dass die Quellen zur Eigenkapitalfinanzierung in Form von indirekten Immobilienanlagen nicht noch zusätzlich substantiell geschwächt werden, da sonst insbesondere große Immobilienprojekte nur noch sehr eingeschränkt möglich sind. Nachfolgende Tabelle gibt das von den Geschlossenen und Offenen Immobilienfonds sowie Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs in Deutschland investierte Eigenkapital (Nettofondsvermögen) wieder, die eine Indikation für die Finanzierungsfunktion der verschiedenen indirekten Immobilienanlagen geben.

¹⁹ Vgl. Almond/Vrensen 2012.

Abbildung 5: Finanzierungsfunktion von indirekten Immobilienanlagen

	Geschlossene Immobilienfonds	Offene Immobilienfonds (Publikumsfonds)	Offene Immobilienfonds (Spezialfonds)	Immobilien-AGs und REITs
Eigenkapital (Nettofondsvermögen)	36,8	82,1	36,5	16,3 *)
davon in Deutschland	23,3	28,7	20,4	N.A.

Quelle, Datastream, BVI, VGF, Stand Dez. 2012, in Mrd. Euro. Bei Offenen Immobilienfonds von wurde von einem Deutschland-Anteil von 35% (Publikumsfonds) bzw. 56% (Spezialfonds) ausgegangen.

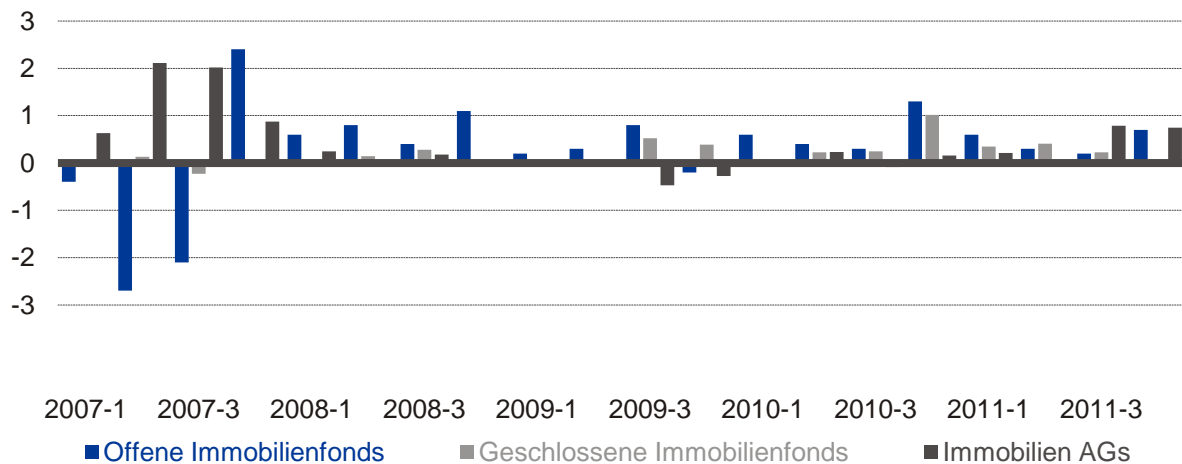
*) Marktkapitalisierung DIMAX

3.4 EMPIRISCHE ANALYSE DER TRANSAKTIONEN AUF DEM DEUTSCHEN MARKT FÜR GEWERBEIMMOBILIEN

Durch die drei Immobilienvehikel *Offene Immobilienfonds*, *Geschlossene Immobilienfonds* und *Immobilien-Aktiengesellschaften* (im Folgenden inkl. REITs) wird ein großer Teil des gewerblichen Immobilienvermögens in Deutschland handelbar. Zwischen 2007 und 2011 agierten die drei Vehikel in 35% der untersuchten Transaktionsfälle als Käufer (Spannbreite in Einzelquartalen: 20,7-61,9%) und in 19% als Verkäufer (Spannbreite in Einzelquartalen: 9,1-40,3%).²⁰ Demnach haben die drei Vehikel maßgeblichen Einfluss auf das Transaktionsgeschehen am deutschen Immobilienmarkt und somit auch Auswirkungen auf dessen Stabilität.

²⁰ Quelle: Real Capital Analytics. Insgesamt wurden 2 322 Transaktionen mit einem Gesamtvolumen von 116 Mrd. Euro ausgewertet.

Abbildung 6: Transaktionsaktivitäten der indirekten Immobilienanlagevehikel



Quellen: Real Capital Analytics, BVI, Angaben in Mrd. EUR je Quartal

In obiger Abbildung wird der Saldo aus Immobilienkäufen und -verkäufen der drei Vehikel über die vergangenen fünf Jahre dargestellt. Es wird ersichtlich, wie deutlich sich die Marktaktivität der Vehikel unterscheidet:

- In den Jahren vor der Finanzkrise expandierten die deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften/REITs sehr stark. Im Gegensatz dazu nutzten viele Geschlossene Immobilienfonds diese Phase zum Exit. Dies spiegelt sich auch in den Nettoverkäufen der Quartale 2007 Q3 bis 2008 Q1 wider.
- Zum Höhepunkt der Finanzkrise brach die Transaktionstätigkeit fast vollständig zusammen. Die Analyse der wenigen Transaktionen dieser Phase zeigt, dass Offene Immobilienfonds zu dieser Zeit noch überdurchschnittlich häufig auf der Käuferseite tätig waren.²¹

Mit dem Anziehen der Transaktionstätigkeit seit dem dritten Quartal des Jahres 2009 gingen deutliche Nettoverkäufe der Immobilien-Aktiengesellschaften einher. In dieser

²¹ Für die Analyse der aggregierten Daten für die Offenen Immobilienfonds sowie für die weiteren Korrelationsanalysen haben wir die Daten des BVI verwendet. Für Einzelbetrachtungen und einzelnen Detailanalysen verwendeten wir Daten des Datenanbieter Real Capital Analytics (RCA). Beide Datensätze sind nicht deckungsgleich, systematische Abweichungen liegen nicht vor, da die RCA-Stichprobe hinreichend groß ist. Allerdings kann es Abweichungen in Einzelquartalen geben.

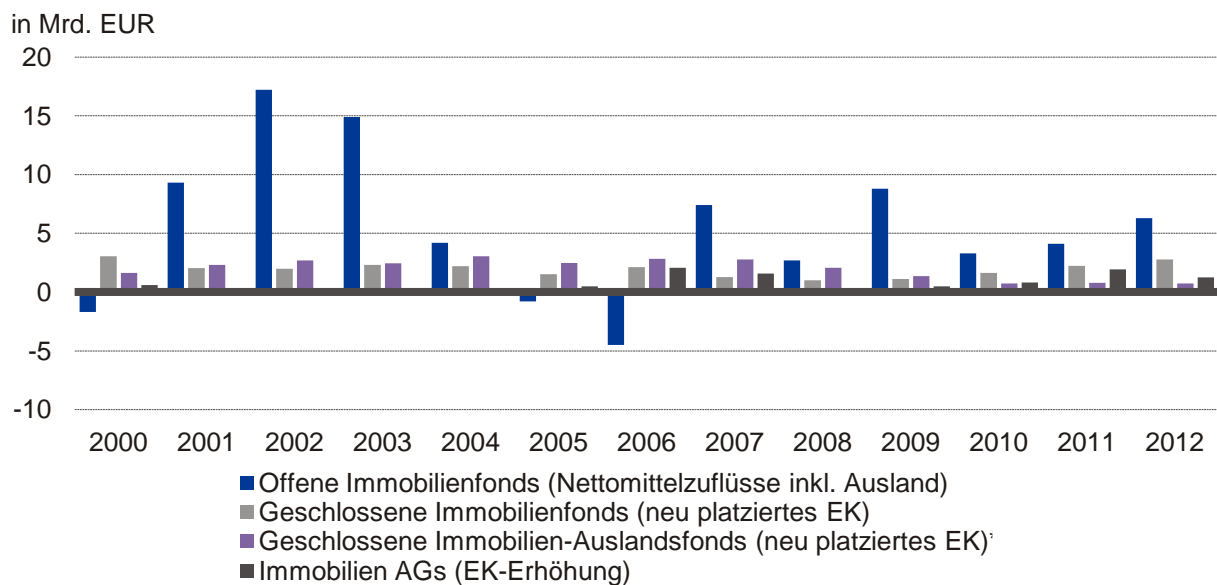
Phase expandierten Geschlossene und Offene Immobilienfonds bereits wieder. Insgesamt scheinen die Nettoströme der einzelnen Vehikel sehr unterschiedlichen Zyklen unterworfen zu sein. Eine Analyse der Korrelationskoeffizienten zwischen den Transaktionstätigkeiten bestätigt dies:

- Am deutlichsten unterscheidet sich die Transaktionstätigkeit zwischen Geschlossenen Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften. Ihre Nettotransaktionen sind mit einem Korrelationskoeffizienten (ρ) von -0,42 deutlich negativ korreliert, wobei insbesondere das Kaufverhalten negativ korreliert ist.
- Die Nettotransaktionen von Offenen und Geschlossenen Immobilienfonds sind nur mäßig ($\rho=0,25$), wobei zwischen den Verkäufen auf der Basis der RCA-Stichprobe durchaus ein Gleichlauf ($\rho=0,73$) besteht, allerdings sind die Käufe negativ korreliert.
- Der Zusammenhang zwischen den Transaktionsaktivitäten Offener Immobilienfonds und Immobilien-Aktiengesellschaften ist insgesamt gegenläufig. Der Korrelationskoeffizient für die Nettoaktivitäten beläuft sich auf -0,65.

Die Analyse zeigt im Detail, wie heterogen das Transaktionsverhalten der drei bedeutenden Immobilienvehikel in Deutschland ist. Insgesamt agieren die drei Vehikel überwiegend uneinheitlich – sowohl hinsichtlich Timing als auch Volumen. Dies hilft Zyklen zu dämpfen, da der Verkaufsdruck des einen Vehikels zumindest teilweise durch die Kaufbereitschaft eines anderen aufgefangen wurde. Eine Stabilisierung kann naturgemäß nur stattfinden, wenn die Vehikel grundsätzlich in denselben Marktsektoren aktiv sind. Die Auswertungen der Transaktionen nach Sektoren deuten auf relativ ähnliche Transaktionsschwerpunkte der verschiedenen Vehikel hin. Die obigen Hinweise auf eine Glättung der Marktzyklen gelten daher wahrscheinlich sektorenübergreifend.

Auch der Blick auf den Mittelzufluss belegt, dass die Eigenmittel in unterschiedlichen Zeiträumen in verschiedener Höhe eingeworben werden und so das heterogene Marktverhalten erst ermöglichen.

Abbildung 7: Entwicklung der Eigenkapitalplatzierungen der Vehikel



Quellen: Datastream, BVI, VGF, Feri

Die obige Abbildung zeigt den Verlauf der Platzierungsergebnisse. Auch hier zeigen sich auf den ersten Blick deutliche Unterschiede. Die Nettomittelzuflüsse in Offene Immobilienfonds scheinen sich antizyklisch mit dem Immobilienmarkt zu entwickeln. Vor dem Immobilienboom der Jahre 2005 bis 2007 konnten in großem Umfang neue Mittel eingesammelt werden.²² Ebenso erfuhr die Branche zum Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2009 vergleichsweise hohe Mittelzuflüsse. Das jährlich platzierte Eigenkapital von Geschlossenen Immobilienfonds ist dagegen vergleichsweise stabil. Tendenziell waren die Mittelzuflüsse aus Fondsinitiativen in Boomjahren jedoch geringer als in Abschwungphasen. Dies dürfte sich stabilisierend auf die Immobilienmärkte ausgewirkt haben, denn sonst wäre zusätzlich zur starken Nachfrage durch Immobilien-Aktiengesellschaften und Offene Immobilienfonds weitere Nachfrage entstanden.

Deutsche Immobilienaktien haben bis zu Beginn des Jahres 2007 starke Wertsteigerungen erfahren. Der Immobilienaktienindex *DIMAX* erreichte im Laufe des Jahres 2006 seinen

²² Die Nettomittelzuflüsse der Offenen Immobilienfonds wurden hier nicht um Auslandsimmobilien bereinigt. Somit wird der Investitionsdruck in Bezug auf den deutschen Immobilienmarkt tendenziell überschätzt.

bisherigen Höchststand. In dieser Phase waren die Immobilien-Aktiengesellschaften auf Wachstumskurs und versuchten, diesen durch Eigenkapitalerhöhungen zu verstärken. Auch unter Zuhilfenahme großer Fremdfinanzierungen erklären sich so die massiven Zukäufe des Vehikels in dieser Zeit. Mit der Finanzkrise gingen jedoch Eigenkapitalerhöhungen wie auch die Kaufaktivität deutlich zurück.

Zusammenfassend bleibt festzuhalten, dass die Mittelzuflüsse in Offene Immobilienfonds eher antizyklisch zum Immobilienmarkt verlaufen; Geschlossene Immobilienfonds platzieren relativ unabhängig vom Markt konstant neues Eigenkapital. Kapitalerhöhungen wie auch das Kaufverhalten von Immobilien-Aktiengesellschaften sind dagegen eher prozyklisch. Die Koexistenz aller Vehikel reduziert somit Marktschwankungen.

4 INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN AUS SICHT DER ANLEGER

4.1 INFORMATIONSTRANSFORMATION DURCH INDIREKTE IMMOBILIENANLAGEN

Direkte Immobilienanlage. Für eine direkte Immobilienanlage muss ein Investor eine Reihe von Kenntnissen haben und sich zudem laufend aktuelle Informationen beschaffen und verarbeiten. Zunächst müssen die Immobilienmärkte analysiert werden, um festzustellen, auf welchem Markt zum gegebenen Zeitpunkt eine Anlage sinnvoll erscheint. Vor der Entscheidung für eine konkrete Immobilie muss die technische und rechtliche Beschaffenheit der Immobilie geprüft werden und eine Einschätzung des wirtschaftlichen Ertragspotentials u.a. auch des Standorts vorgenommen werden. Während der Haltedauer muss zudem eine professionelle Verwaltung gewährleistet sein und weiterhin der Markt permanent überwacht werden, um den richtigen Zeitpunkt für den Verkauf zu bestimmen. Einem privaten Anleger wird es in der Regel nicht möglich sein, diese Kenntnisse und Informationen in der gleichen Professionalität vorzuhalten wie ein Anbieter indirekter Immobilienanlagen. Ein privater Anleger trifft daher seine Entscheidungen in der Regel unter höherem (Irrtums-) Risiko als ein institutioneller Investor. Die in den Medien unter der Bezeichnung „Schrottimmobilien“ bekannt gewordenen Fehlinvestitionen sind ein deutliches Beispiel für die Risiken einer Direktanlage in Immobilien durch nicht ausreichend informierte Anleger.

Das Potenzial zur Kostendegression bei der Informationsbereitstellung ist nicht mit einem spezifischen Produkt verbunden, sondern vielmehr eine Funktion des Gesamtvolumens, das von einem Anbieter verwaltet wird. Auch haben manche Anbieter gleichzeitig Offene und Geschlossene Immobilienfonds im Angebot und können bspw. Informationen zentral generieren und verarbeiten und so Kostenvorteile für beide Produktkategorien nutzen.

Aus der Sicht des Anlegers ist zu fordern, dass der Anbieter tatsächlich ein Mindestmaß an Informationstransformation betreibt. Handelt es sich zudem um ein reguliertes Produkt,

das der Kapitalaufsicht unterliegt, sollte er zudem vertrauen können, dass eine dahingehende Überprüfung durch die Aufsichtsbehörden durchgeführt wird. Hierdurch entstehen zusätzliche Kostenvorteile, da Aufsichtsbehörden diese Prüfung und Überwachung effektiver und kostengünstiger durchführen können als einzelne Investoren, insbesondere Privatanleger.

4.2 RISIKOMINDERUNG IN GEMISCHTEN UND NICHT GEMISCHTEN PORTFOLIOS

In verschiedenen empirischen Studien konnte für die meisten Volkswirtschaften und Anlagezeiträume nachgewiesen werden, dass Immobilien in einem gemischten Portfolio (z.B. aus Aktien und Renten) das Anlagerisiko vermindern. Hierbei sind die Streuungsvorteile insbesondere bei langer Haltedauer groß.²³ Allerdings kann eine Immobilienanlage diese risikomindernde Wirkung nur dann entfalten, wenn in eine ausreichende Anzahl von Objekten investiert wird und diese nach Standort, Nutzungsart, Alter und ggf. weiteren Kriterien gestreut werden. Die Frage, ab welcher Anzahl von Immobilien eine optimale Diversifikation gegeben ist, ist wissenschaftlich nicht eindeutig geklärt. Während theoretisch mehrere hundert Immobilien zur optimalen Diversifikation erforderlich sind, halten nur wenige institutionelle Investoren (bspw. Versicherungsunternehmen) neben Aktien und Anleihen mehr als 50 Immobilien in ihrem Portfolio.²⁴ Ein möglicher Erklärungsansatz könnte darin liegen, dass mit zunehmender Anzahl der Immobilien die Diversifikationsgewinne im Verhältnis zu den zusätzlichen Kosten zu gering sind.²⁵

Diversifikation erfolgt also vor allem über eine hohe Immobilienanzahl im Portfolio. Auch aus einer Streuung über verschiedene Nutzungsarten resultiert eine Reduktion des Risikos,

²³ Vgl. Lee/Stevenson 2006, Maurer/Sebastian 1999.

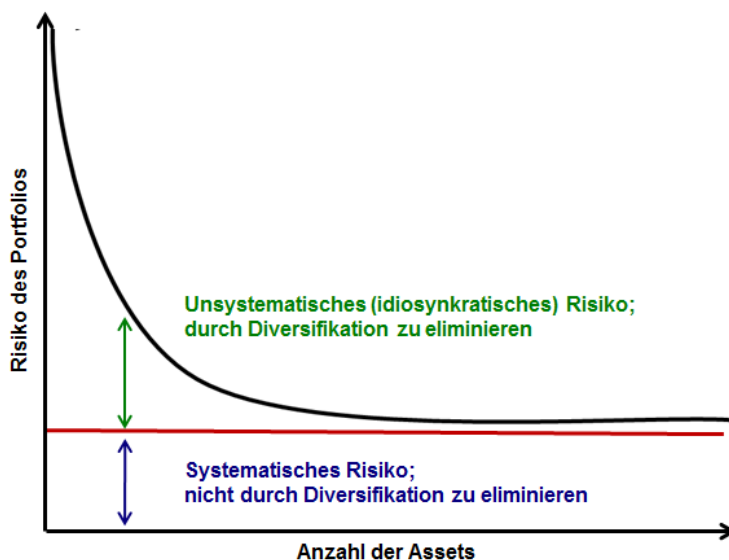
²⁴ Nach einer Studie für den britischen Immobilienmarkt von Brown/Matysiak 2000 besteht ein hoch diversifiziertes Immobilienportfolio aus mindestens 200 Immobilien und ist über verschiedene Nutzungsarten gestreut. Byrne/Lee 2000 kommen für einen aktualisierten Datensatz zu vergleichbaren Ergebnissen. Nach Byrne/Lee 2003 benötigt man hunderte oder sogar tausende von Immobilien, um ein wohldiversifiziertes Portfolio zu erhalten.

²⁵ Vgl. Lee 2005.

allerdings lassen sich vergleichbare Ergebnisse auch durch Erhöhung der Anzahl der Objekte innerhalb einer Nutzungsart erreichen.²⁶

Ist innerhalb der Assetklasse Immobilien keine ausreichende Diversifikation gegeben, so muss der Anleger ein hohes spezifisches Risiko tragen, für das er nicht mit einer entsprechend höheren Rendite entlohnt wird. Bei perfekter Streuung des Portfolios ist der Investor hingegen nur noch dem systemischen (Immobilien-) Marktrisiko ausgesetzt. Nachfolgende Abbildung verdeutlicht diesen Zusammenhang zwischen Anzahl der Immobilien und dem Risiko der Anlage.

Abbildung 8: Diversifikation und Anzahl der Assets im Portfolio²⁷



Aufgrund des hohen Investitionsvolumens wird es in der Regel privaten Anlegern ebenso wie kleinen und mittleren institutionellen Anlegern nicht möglich sein, ein nach Standort, Nutzungsart, Alter und ggf. weiteren Kriterien diversifiziertes Immobilienportfolio

²⁶ Die Auswirkungen einer Diversifikation nach Ländern sind für Immobilien deutlich stärker als für Aktien oder Bonds, vgl. Eichholtz 1996.

²⁷ Vgl. Sebastian et al. 2012.

aufzubauen. Typischerweise haben Immobilienanlagen für professionelle Anleger ein Investitionsvolumen von mindestens 10 Mio. Euro. Geht man von einer Mindestanzahl von 30 Immobilien und einer maximalen Immobilienquote von 20% aus, so ergibt sich für Direktanlagen ein notwendiges gesamtes Anlagevolumen von 1,5 Milliarden Euro. Viele institutionelle Investoren haben aber eine Immobilienanlagequote von nur 5 bis 10% und viele Anlageimmobilien ein Investitionsvolumen von deutlich mehr als 10 Millionen, so dass Direktinvestitionen oftmals erst ab dem Vielfachen des o.a. notwendigen gesamten Anlagevolumens sinnvoll sind. Immobilien als Anlageklasse und deren spezifisches Risiko-Rendite-Profil sind daher nur durch indirekte Immobilienanlagen für private Anleger zugänglich. Dies gilt gleichsam für kleinere und mittlere institutionelle Investoren.

4.3 LOSGRÖßENTRANSFORMATION ALS VORAUSSETZUNG ZUR RISIKOTRANSFORMATION

Die Aufteilung großer Anlagevolumina in kleine Anteilsscheine, die sogenannte „Losgrößentransformation“ stellt ein wesentliches Merkmal indirekter Immobilienanlagen dar, selbst wenn diese nur ein Objekt halten. Ein **privater Anleger** mit einem gesamten Finanzvermögen von beispielsweise 40 000 Euro,²⁸ der etwa 20% in Immobilien anlegen möchte und dies ggf. zusätzlich über mehrere Gesellschaften streuen möchte, benötigt eine Investitionsmöglichkeit mit einer maximalen Losgröße von etwa 1 000 Euro. **Institutionelle Anleger** hingegen bevorzugen oftmals deutlich größere Anlagemöglichkeiten von 5-50 Mio. Euro, um Informations- und Verwaltungskosten zu begrenzen.²⁹

²⁸ Das durchschnittliche Nettovermögen betrug 2007 etwa 88 000 Euro (Mittelwert) bzw. 15 000 Euro (Median), vgl. Frick/Grabka/Hauser 2010.

²⁹ Zur Rolle von Immobilien im Portfolio institutioneller Anleger vgl. Kleine et al. 2012.

4.4 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR RISIKODIVERSIFIZIERUNG

Als indirekte Anlagevehikel stehen *Offene Immobilienfonds*, *Geschlossene Immobilienfonds* sowie *Immobilien-Aktiengesellschaften* und *REITs* zur Verfügung.

Aufgrund des hohen Investitionsvolumens bieten **Offene Immobilienfonds** derzeit die größten Diversifikationspotenziale. Nach BVI-Angaben war das durchschnittliche Portfolio eines Offenen Immobilienfonds zum Jahresende 2010 in 44 verschiedene Immobilien investiert, wobei einzelne Fonds in bis zu 150 Immobilien investiert sind. Offene Immobilienfonds investieren zudem auch in verschiedene Nutzungsarten und seit den 90er Jahren auch verstärkt international. Die nachfolgende Tabelle gibt eine Übersicht über die Streuung der Offenen Immobilienfonds nach Ländern und Nutzungsarten.³⁰ Eine derart breite Diversifikation ist vor allem durch die Größe der Offenen Immobilienfonds bedingt, welche zum Jahresende 2010 ein durchschnittliches Fondsvermögen von 2,3 Mrd. Euro aufwiesen. Durch die niedrigen Preise der einzelnen Anteilsscheine von selten mehr als 100 Euro und der Möglichkeit des Erwerbs von Bruchteilen eines Anteils ist zusätzlich auf der Ebene des Anlegers auch bei kleinen Anlagevolumina eine Streuung über mehrere Fondsgesellschaften möglich.

³⁰ Vgl. Sebastian/Strohsal 2011.

Abbildung 9: Verteilung der Portfolios Offener Immobilienfonds (nach Wert in Euro)

Nach Ländern

Deutschland	30,76%
Frankreich	17,13%
UK	9,92%
Niederlande	6,62%
Italien	4,71%
USA	4,22%
Spanien	3,41%
Belgien	2,81%
Polen	2,78%
Schweden	1,35%
Österreich	1,66%
Luxemburg	1,76%
Andere	12,87%
	100%

Nach Nutzungsarten

Büro	61,9%
Handel	21,3%
Hotel	4,1%
Industrie	4,3%
Andere	8,4%
	100%

Quelle: BVI, Stand 09/2012

Hingegen erwerben **Geschlossene Immobilienfonds** in der Regel nur eines oder wenige Objekte. Nach VGF-Angaben hatte der durchschnittliche neu aufgelegte Geschlossene Immobilienfonds im Jahr 2012 ein Fondsvolumen von 33,8 Mio. Euro. Eine Diversifikation des Immobilienrisikos kann bei einer Anlage in Geschlossenen Fonds aber durch den Erwerb mehrerer Fondsanteile auf Ebene des Anteilseigners hergestellt werden.³¹ Allerdings bleibt Kleinanlegern diese Möglichkeit häufig verschlossen, da die Mindestbeteiligungssummen zumeist zwischen 5 000 und 10 000 Euro liegen. Eine Diversifikation über 30 Objekte mittels Ein-Objekt-Fonds würde demnach bei einem Immobilienanteil von 20% ein Anlagevermögen von 750 000 bis 1,5 Mio. Euro bedingen; entsprechend bei einer Diversifikation über 15 Objekte und Fonds mit durchschnittlich zwei Immobilien ein Anlagevermögen von ca. 190 000 bis 380 000 Euro.

Zumindest in theoretischer Hinsicht erreichen **Immobilien-Aktien und REITs** aufgrund der höheren Anzahl von verwalteten Immobilien eine deutlich höhere Risikodiversifikation als Geschlossene Fonds. Allerdings hatte die durchschnittliche im DIMAX gelistete Immobilienaktie nur eine Marktkapitalisierung von ca. 15 Mio. Euro (Stand 1.10.2012).

³¹ Vgl. Lee 2006 zur optimalen Anzahl von Immobilienfonds im Anlageportfolio.

Auch wenn das Immobilienvermögen aufgrund von Fremdfinanzierung in der Regel höher ist, ist der Sektor der börsennotierten Immobiliengesellschaften im internationalen Vergleich sehr klein. Schon aus diesem Grund werden Anleger eine zusätzliche Diversifikation durch den Erwerb von Anteilen an mehreren Gesellschaften erreichen wollen, was aufgrund der z.T. sehr kleinen Stückelung der Aktien auch für Kleinanleger möglich ist. Allerdings ist bei vielen deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften der Streubesitz gering, so dass bei diesen nur eine eingeschränkte Liquidität am Markt gegeben ist und die Aktien vielfach nicht über die Börse erworben werden können. Alternativ bietet sich die Investition in einen Wertpapierfonds an, der in europäische oder internationale Immobilien-Aktiengesellschaften bzw. REITs investiert ist. Hierdurch kann zum einen die Enge des deutschen Marktes überwunden werden. Zum anderen sind die Gesellschaften meist geografisch und nach Nutzungsarten spezialisiert, sodass auch diesbezüglich eine zusätzliche Streuung über mehrere Gesellschaften sinnvoll ist. Hinzu kommt, dass eine Anlage in einen REIT bzw. in eine Immobilien-Aktiengesellschaft aufgrund des Börsenrisikos zumindest kurzfristig mit erheblichen Schwankungen behaftet sein kann, sodass schon aufgrund des Börsenrisikos eine über mehrere Titel diversifizierte Anlage angezeigt sein wird.³²

4.5 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR ANLAGESPEZIALISIERUNG

Vom Anleger sind zunächst Entscheidungen bzgl. der langfristigen Zusammensetzung seines Anlagevermögens aus den wesentlichen Anlageklassen (Aktien, Anleihen, Immobilien etc.) zu treffen. Innerhalb dieser Anlageklassen kann sich der Anleger dann entweder für ein Investmentprodukt entscheiden, das ihm wesentliche Anlageentscheidungen abnimmt oder selbst aus der Menge der zur Verfügung stehenden Finanzanlagen eine Auswahl treffen. Für die Anlageklasse Aktien entspricht dies entweder dem Erwerb von aktiv oder passiv gemanagten Fondsanteilen oder der Direktanlage in einzelne Aktientitel.

³² Vgl. Schätz/Sebastian 2009.

Offene Immobilienfonds haben in der Regel eine sehr weit gefasste Anlagestrategie (Regional: Deutschland, Europa, Global oder in einigen Fällen auch nach Nutzungsarten: bspw. Wohnen, Gewerbe oder Handel). Innerhalb dieser Anlageschwerpunkte werden vom Management permanent Entscheidungen über weitere Zukäufe oder Abverkäufe getroffen. Hier steht eine möglichst breite Diversifikation über mehrere Regionen und/oder Nutzungsarten und häufig eine konservative, am Werterhalt orientierte Anlage im Vordergrund. REITs und börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften sind hingegen meist stärker spezialisiert, was dem Anleger ermöglicht, innerhalb der Anlageklasse Immobilien einen individuellen Schwerpunkt zu setzen. Bei geschlossenen Immobilienfonds sind die Möglichkeiten des Anlegers, die Immobilienanlage entsprechend seiner konkreten Präferenzen zu gestalten, am stärksten, da die Anlageobjekte in der Regel feststehen und während der Laufzeit des Fonds auch nicht geändert werden können. Mit geschlossenen Fonds können somit auch konkrete aktive Strategien wie z.B. Best-Buy, Cycle Play, Market Timing etc. umgesetzt werden. Die Option, auch ggf. ein aktives Management ihrer Anlage zu betreiben, ist insbesondere für institutionelle Anleger interessant. Private Anleger können hingegen mit aktivem Management in der Regel keine Verbesserung ihrer Risiko-Rendite-Position erreichen.³³ Der geschlossene Fonds ermöglicht damit dem Anleger eine der Direktanlage am ehesten vergleichbare Entscheidungsstruktur für ein professionell gemanagtes konkretes Anlageobjekt.

4.6 EIGNUNG INDIREKTER IMMOBILIENANLAGEN ZUR LIQUIDITÄTSTRANSFORMATION

Immobilien sind aufgrund langer Transaktionszeiten und hoher Transaktionskosten illiquide. Indirekte Immobilienanlagen sind daher entweder selbst illiquide oder betreiben Fristen- bzw. Liquiditätstransformation.³⁴

³³ Vgl. Weber 2007, S. 16-19 sowie Weber 2009, S. 5-7 und 21 mit kritischen Anmerkungen auch für die Sinnhaftigkeit von aktivem Management für institutionelle Anleger.

³⁴ Vgl. im Folgenden Sebastian 2003.

Geschlossene Fonds verzichten auf eine Liquiditätstransformation, die Anlage ist grundsätzlich erst nach Auflösung des Fonds wieder verfügbar. Einige Fonds haben konkrete Laufzeitvorgaben, andere bestehen grundsätzlich ohne zeitliches Ende.³⁵ Während der Laufzeit ist ein Verkauf der Anteile nur über den Zweitmarkt möglich, wobei z.T. erhebliche Abschläge auf den Ausgabewert anfallen. Es ist allerdings wahrscheinlich, dass vor allem diejenigen Fonds am Zweitmarkt gehandelt werden, die sich unterdurchschnittlich entwickelt haben, so dass der Abschlag auch geringer ausfallen kann. Durch den Verzicht auf Fristentransformation bestehen bei Geschlossenen Fonds keine Liquiditätsrisiken und der Fonds kann nahezu vollständig in Immobilien investiert sein.

Offene Immobilienfonds bieten nach aktueller Rechtslage dem Anleger die Möglichkeit einer grundsätzlich³⁶ täglichen Rückgabe seiner Anteile zum anteiligen Verkehrswert der Vermögensgegenstände abzüglich der Verbindlichkeiten. Der Verkehrswert der Immobilien wird dabei durch externe Gutachter geschätzt. Durch diese hohe Fristentransformation entstehen zwangsläufig Liquiditätsrisiken, die in der Vergangenheit wiederholt dazu geführt haben, dass Fonds die Rücknahmen aussetzen mussten. Der Vorteil der Liquiditätsrisiken ist zudem mit dem Nachteil verbunden, dass in substantiellem Umfang Liquidität vorgehalten werden muss.

REITs und börsennotierte Immobilien-Aktiengesellschaften betreiben ebenfalls selbst keine Fristen- bzw. Liquiditätstransformation. Anleger können Aktien an geregelten Wertpapiermärkten zum aktuellen Börsenkurs kaufen bzw. verkaufen. Der anteilige Wert der Immobilien ist dabei eine wesentliche Bezugsgröße zur Kursbildung, jedoch richtet sich der Kurs dabei grundsätzlich nach Angebot und Nachfrage. Die Kurse auch von Immobilieniteln unterliegen daher den allgemeinen Schwankungen des Aktienmarktes. Der Vorteil einer potenziell hohen Liquidität ist daher mit dem Nachteil eines Börsenrisikos verbunden. Zudem wird eine Vielzahl der Aktien nur in geringem Maße gehandelt, sodass

³⁵ Nach Angaben des VGF beträgt die durchschnittliche Laufzeit 13,8 Jahre für Immobilienfonds mit Anlageschwerpunkt Deutschland und 8,1 Jahre bei Anlageschwerpunkt Ausland, vgl. VGF 2012b.

³⁶ Maximal 30 000 Euro pro Halbjahr, ansonsten gelten Mindesthalte- und Kündigungsfristen.

für diese trotz der Notierung an einem geregelten Wertpapiermarkt tatsächlich eine nur sehr eingeschränkte Liquidität gegeben ist.

Alle oben aufgeführten Investitionsvehikel sind hinsichtlich der Liquidität und der damit verbundenen Vor- bzw. Nachteile unterschiedlich. Keine der Anlageformen weist dabei grundsätzlich überlegene Merkmale auf. Es bleibt somit dem Anleger überlassen, Illiquidität gegenüber Liquiditäts- bzw. Börsenrisiko abzuwägen.

5 SCHLUSSBETRACHTUNG UND IMPLIKATIONEN FÜR DIE REGULIERUNG

5.1 GRUNDSÄTZLICHE ÜBERLEGUNGEN

Immobilienmärkte und Immobilien-Anlagemärkte haben aufgrund ihrer Größe und ihrer starken Verflechtung mit anderen Wirtschaftssektoren eine dominante Rolle in der Volkswirtschaft. Zugleich sind sie aber schwankungsanfällig. Substanzielle Eingriffe in die Regulierung müssen daher mit besonderer Sorgfalt und unter vorsichtiger Abwägung der Chancen und Risiken vorgenommen werden. Die Analyse der Märkte zeigt, dass die verschiedenen Anlageformen unterschiedlich am Markt agieren und diese somit stabilisieren. Bei jeder Regulierung ist somit darauf zu achten, dass die Produktcharakteristika, die zu zeitlich versetzten und im Umfang unterschiedlichen Eigenkapitalaufnahmen und so zu einem unterschiedlichem Anlageverhalten auf den Immobilienmärkten führen, erhalten bleiben, um keine prozyklischen Systemrisiken zu begründen. Grundsätzlich sollten alle Regulierungsbestandteile die individuellen Charakteristika der einzelnen Produkte berücksichtigen.

5.2 BERATUNG/VERTRIEB

Eine wesentliche Maxime bei der Produktregulierung ist neben dem Anlegerschutz immer auch, dass gewährleistet sein muss, dass die gesetzlich zulässigen Produkte auch vertriebsfähig sind. Insbesondere der provisionsabhängige Vertrieb ist darauf angewiesen, dass ein Produkt ausreichende Verdienstmöglichkeiten bietet. Im Rahmen der Vertriebsregulierung muss die ordnungsgemäße Funktionsweise des Vertriebs selbst sichergestellt sein, wobei Produkt- und Vertriebsregulierung eng zusammenhängen. So erfordert eine unzureichende Regulierung des Vertriebs, die Fehlanreize setzt, konsequenterweise eine besonders starke Regulierung der Produkte. Aus unserer Sicht ist eine anreizökonomisch sinnvolle Regulierung des Vertriebs deutlich effizienter als eine Überregulierung der Produkte.

Aufgrund des natürlichen Interesses nach Umsatzmaximierung werden bei der provisionsabhängigen Beratung regelmäßig konkrete Beratungspflichten auferlegt, bei deren Nichterfüllung der Berater vom Anleger schadensersatzpflichtig gemacht werden kann. Die Effektivität dieser Beratungspflichten ist fortlaufend zu überprüfen. In der Honorarberatung ist insbesondere darauf zu achten, dass der Honorarberater tatsächlich den Anleger unabhängig berät und dass Honorarberater im Wettbewerb nicht benachteiligt werden, beispielsweise durch unzureichenden Marktzugang zu Produkten. Weiterhin sind für beide Beratungsformen Anforderungen an die Qualifizierung sinnvoll.

Die Ausführungen in den vorangegangenen Kapiteln zeigen deutlich die Herausforderungen an den Vertrieb auf. Verantwortungsvolle Beratung – insbesondere im Kontext der privaten Altersvorsorge – ist nur möglich, wenn eine Gesamtaufnahme des Vermögens erfolgt und hieraus entsprechende Anlageempfehlungen abgeleitet werden. Dies gilt im besonderen Maße für die Aufteilung in verschiedene Anlageklassen (*Asset Allocation*). Mehr als 90% der Anlage-Performance wird durch die langfristige Asset Allocation bestimmt.³⁷ Die vielfach geäußerte Meinung, dass hiermit der Vertrieb überfordert sei, kann nicht überzeugen. Wenn bereits der Vertrieb hiermit überfordert sei, gilt dies umso mehr für den durchschnittlichen privaten Anleger. Dies würde in letzter Konsequenz bedingen, dass nur noch Produkte zum Vertrieb an Privatpersonen zugelassen werden können, bei denen keine Vermögensanalyse erforderlich ist. Dies ist aber weder im Interesse der Anleger noch der Anbieter.

Aufgrund der hohen Anlagevolumina und der fehlenden Streuung auf Gesellschaftsebene ist eine Asset Allocation insbesondere bei einer Anlage in Geschlossene Fonds wichtig. Entsprechend hat sich der VGF Verband Geschlossene Fonds bei privaten Anlegern zur Vermeidung von Klumpenrisiken für eine Begrenzung auf 15% im Anlagevermögen ausgesprochen; die Verbraucherzentrale Bundesverband (VZBV) für 0% bzw. 5%.³⁸ Sofern diese zentrale Voraussetzung einer verantwortungsvollen Beratung im Vertrieb gegeben

³⁷ Vgl. Ibbotson/Kaplan 2000.

³⁸ VGF 2012a S. 16; VZBV 2012 sowie telefonische Auskunft.

ist, besteht auch keine Notwendigkeit, undiversifizierte Produkte nur ab einer Mindestinvestitionssumme von 20 000 oder gar 50 000 Euro zuzulassen. Diese Begrenzung ist hingegen für die Diversifikation auf Ebene des Anteilseigners hinderlich; wenn überhaupt, wären Anteilsscheine von 1 000 Euro deutlich sinnvoller, um kleineren Anlegern eine Diversifikation zu erleichtern. Aber absolute Anlagegrenzen sind naturgemäß ungeeignet, um Klumpenrisiken beim Anleger zu verhindern und sollten daher zugunsten einer Regelung zur Begrenzung des relativen Anteils im Anlageportfolio entfallen.

Der aktuelle Regierungsentwurf zum AIFM-UmsG vom 12.02.2013 sieht hingegen vor, dass Geschlossene Fonds mit mindestens drei Sachwerten das Kriterium einer Risikomischung erfüllen, sofern die Anteile jedes einzelnen Sachwertes am Wert des gesamten AIF im Wesentlichen gleich verteilt sind oder bei wirtschaftlicher Betrachtungsweise eine Streuung des Ausfallrisikos gewährleistet ist (§ 262 KAGB-RE). Aus finanzwirtschaftlicher Sicht wird auch mit drei Sachwerten regelmäßig nur eine unvollständige Risikodiversifikation erreicht werden. Zudem ist es ein wesentliches Merkmal des Geschlossenen Fonds, dass dieser dem Anleger ermöglicht, eigenständig zu bestimmen, in welches Anlageobjekt investiert wird. Insofern erscheint die vorgesehene Unterscheidung zwischen Ein- und Mehrobjekt-Fonds wenig zweckmäßig. Stattdessen sollte sich aus Sicht des Anlegerschutzes eine Regulierung sinnvollerweise nur an einem diversifizierten Zielportfolio des Anlegers orientieren, wie bereits oben ausgeführt. Sofern dies durch entsprechende Vertriebsvorschriften bereits sichergestellt ist, sind auf Ebene der Produktregulierung Vorgaben zur Risikostreuung entbehrlich.

Im Vertrieb ist eine Beratung zur Vermeidung von Klumpenrisiken auch bei einer Anlage in Offene Immobilienfonds, REITs oder REIT-Fonds von großer Bedeutung. Zwar sind diese Produkte in der Regel voll diversifiziert, so dass auf der Ebene des Anlegers eine zusätzliche Streuung über mehrere Gesellschaften nicht den gleichen Stellenwert hat wie bei Geschlossenen Immobilienfonds. Aber auch hier sollte der Anteil von indirekten Immobilienanlagen im Portfolio sinnvoll begrenzt werden. Bei einer Anlage in Offenen Immobilienfonds ist beispielsweise zu beachten, dass Anlegern auch dann Mittel für alltägliche Konsumausgaben (z.B. für Miete oder Ernährung) zur Verfügung stehen, wenn

ein Offener Immobilienfonds die Rücknahme von Anteilen aussetzt. Der Anleger ist insofern über das potenzielle Liquiditätsrisiko der Anlage aufzuklären.

5.3 BEGRENZUNG DER FRISTENTTRANSFORMATION

Der aktuelle Entwurf zum KAGB sieht vor, die Fristentransformation bei Offenen Immobilienfonds gegenüber der zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Rechtslage erneut einzuschränken. Demnach soll eine Rücknahme nur zu einem Termin im Jahr mit einer Frist von mindestens zwölf Monaten möglich sein. Auch soll eine Ausgabe von Anteilen nur an vier Terminen im Jahr möglich sein. Die hohe Fristentransformation von Offenen Immobilienfonds stellt das zentrale Charakteristikum dieser Anlageform dar. Eine substantielle Änderung hinsichtlich der Fristentransformation ist daher kritisch zu sehen. Auch ist eine Einschränkung der Ausgabemöglichkeiten u.E. nicht geeignet, das Liquiditätsrisiko zu begrenzen. Zudem würde eine Anlage in Offenen Immobilienfonds auch bei den vorgeschlagenen Änderungen nach dem KAGB-RE weiterhin ein substantielles Liquiditätsrisiko beinhalten. Regulierungsmaßnahmen sollten daher sicherstellen, dass der Anleger aufgrund der Struktur seines Anlageportfolios keinen übermäßigen Liquiditätsrisiken ausgesetzt ist. Dies kann aber u.E. sinnvoller durch eine Regulierung des Vertriebs als durch eine erneute Einschränkung der Fristentransformation auf Produktebene erreicht werden.

5.4 BEWERTUNG

Zur Beurteilung der Anlage im Zeitpunkt des Erwerbs sind sowohl für den Berater als auch für den Anleger gesicherte Informationen über den Wert des Investments erforderlich. Im Verlauf der Investition dient eine regelmäßige externe Feststellung der Wertentwicklung der Kontrolle des Managements. Bei REITs, börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften und Geschlossenen Immobilienfonds sind gesicherte unabhängige Bewertungen die zentrale Information für eine effiziente Preisbildung an der Börse bzw. am Zweitmarkt, da Unsicherheiten über den tatsächlichen Wert der Immobilien bei der Preisbildung zu einem zusätzlichen Risikoabschlag führen.

In einem Portfolio können sich gegenläufige Bewertungsfehler ausgleichen, bei Einzelobjekten nicht. Daher ist die Bewertung eines Portfolios grundsätzlich immer genauer als die Bewertung eines Einzelobjekts. Entsprechend sind bei Geschlossenen Fonds aufgrund der niedrigen Anzahl der Objekte im Fondsvermögen präzise Bewertungen im besonderen Maße erforderlich, zumal diese in der Regel einen relativ hohen Verschuldungsgrad aufweisen, wodurch Bewertungsfehler verstärkt werden. Bei Offenen Immobilienfonds sind die Bewertungen zudem Grundlage der Ermittlung des Ausgabe- und Rücknahmepreises und haben somit unmittelbare Auswirkungen auf die Höhe der Zahlbeträge der ein- und aussteigenden Anleger. Zudem können Unsicherheiten über die Wertansätze zu einer Verstärkung von Run-Gefahren führen. Somit haben auch bei Offenen Immobilienfonds die Bewertungen zentrale Bedeutung.

Da für alle indirekten Immobilienanlagen aus z.T. abweichenden Gründen die Bewertung sehr hohe Bedeutung hat, sind aufgrund des Anlegerschutzes höchste Anforderungen an die Qualität und Unabhängigkeit der Bewertung zu stellen. Aus den spezifischen Eigenschaften der einzelnen indirekten Immobilienanlagen ergibt sich kein Anhaltspunkt, warum für einzelne Anlageformen geringere Anforderungen gestellt werden könnten.

Die Ermittlung von Immobilienwerten ist der Natur der Sache nach stets mit Bewertungsunsicherheiten verbunden. Aufgrund des hohen Ermessensspielraums bei der Bewertung von illiquiden Anlagegütern, für die kein direkter Marktpreis feststellbar ist, führt aus wissenschaftlicher Sicht ein unabhängiger **externer Sachverständigenausschuss** bzw. „externer Bewertungsausschuss“ zu den bestmöglichen Ergebnissen.³⁹ Der Gesetzgeber hat in den Jahren 2002-2011 die Anforderungen insbesondere an die Unabhängigkeit der Gutachter Offener Immobilienfonds permanent weiter entwickelt. Die für Offene Immobilienfonds entwickelten Standards stellen damit eine regulatorische Best Practice im Bereich der indirekten Immobilien-Publikumsanlagen dar. Insbesondere ist darauf hinzuweisen, dass der spätestens seit dem Investmentänderungsgesetz (2008) gewährleistete Zugang zu einem Sachverständigenausschuss bzw. „externem

³⁹ Vgl. Roider/Sebastian 2013.

Bewertungsausschuss“ für fachlich geeignete Bewerter aus allen relevanten Berufsgruppen und Rechtsformen bedeutsam ist, wenn und soweit Interessenkonflikte wirksam ausgeschlossen sind.

Von dieser Best-Practice könnte allenfalls dahingehend abgewichen werden, dass statt eines Sachverständigenausschusses ein **externer Einzelgutachter** bestellt wird. Der einzige Vorteil liegt in geringfügig niedrigen Kosten von etwa 0,0055% des Anlagevermögens.⁴⁰ Aus Sicht des Anlegers stellt dies eine vernachlässigbare Ersparnis dar, welche die mit Einzelbewertungsentscheiden grundsätzlich einhergehende größere Bewertungsunsicherheit und die erhöhte Gefahr der Beeinflussung eines Einzelgutachters nicht rechtfertigt.

Eine weitere Möglichkeit, von der Best-Practice des unabhängigen Sachverständigenausschusses abzuweichen, bestünde darin, auch **interne Bewertungen** zuzulassen. Ein wesentlicher Nachteil einer internen Bewertung ist der potenzielle Interessenkonflikt mit der Kontrollfunktion des Managements, sodass aus Anlegersicht ausschließlich Kostenüberlegungen für eine interne Bewertung sprechen könnten. Stellt man an einen internen Gutachter hinsichtlich Ausbildung und Kenntnis die gleichen Anforderungen wie an einen externen Gutachter, so dürfte aus Kostengründen ein eigener Gutachter zumindest für kleinere und mittlere Fondsanbieter nicht in Frage kommen, da dieser nicht ausreichend ausgelastet wäre und mangels Drittgeschäft auch kaum über eine ausreichend breite Marktexpertise verfügen dürfte. Die BaFin dürfte bei geschlossenen Publikums-AIF mit interner Bewertung bereits aus Haftungsgründen künftig nach §216 Abs.6 KAGB-RE regelmäßig von ihrem Recht einer Wertüberprüfung durch den Abschlussprüfer Gebrauch machen, sodass die Kosten und der Aufwand bei internen Bewertungen gegebenenfalls sogar weit höher als bei einer externen Bewertung ohne Wertüberprüfung durch den Abschlussprüfer wären. Für regulierte Produkte ist daher aus unserer Sicht eine interne Bewertung grundsätzlich ungeeignet.

⁴⁰ Vgl. Roeder/Sebastian 2013, S. 12.

Neben der Qualität der Bewertung ist auch die öffentliche Verfügbarkeit der Information von wesentlicher Bedeutung. Anleger, Berater, Anlegervertreter, Analysten, Journalisten und nicht zuletzt die Wissenschaft müssen die Möglichkeit haben, die wesentlichen gutachterlichen Ergebnisse und ihre Begründungen auf Nachvollziehbarkeit überprüfen zu können. Zudem bewirkt eine Veröffentlichung der wesentlichen gutachterlichen Ergebnisse eine wirksame öffentliche Kontrolle und wirkt somit zusätzlich qualitätssteigernd.

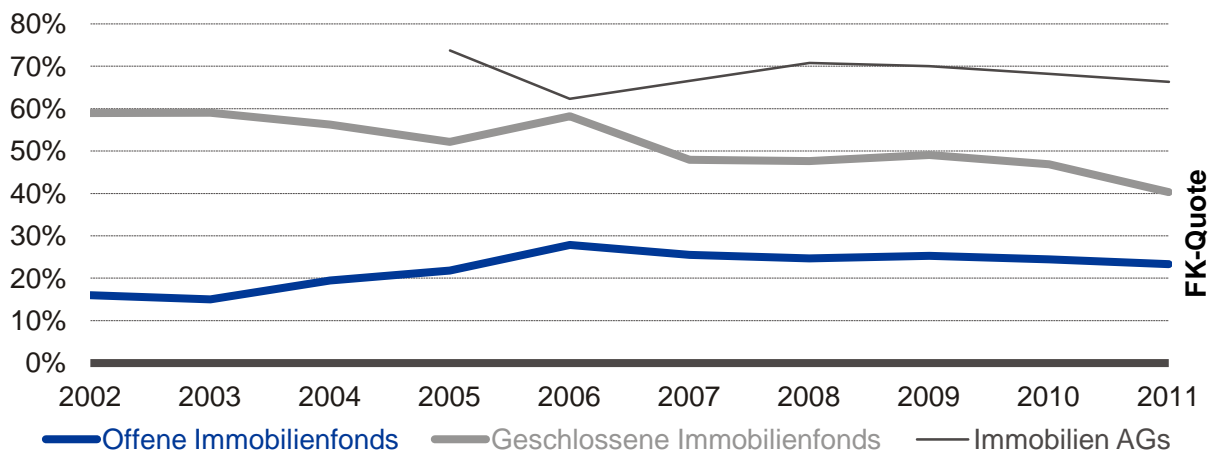
5.5 VERSCHULDUNG

Das Einsammeln von neuem Eigenkapital stellt nur eine Seite der notwendigen Finanzierung neuer Immobilieninvestitionen dar. Die Analyse des Fremdkapitaleinsatzes offenbart große Unterschiede zwischen den verschiedenen Formen von indirekten Immobilienanlagen in Deutschland. Die nachfolgende Abbildung zeigt die Entwicklung der Fremdfinanzierungsquoten der Vehikel im Zeitablauf.⁴¹ Immobilien-Aktiengesellschaften setzten mit einem Verschuldungsgrad von ca. 70% mit Abstand am stärksten auf den Einsatz von Fremdkapital. Relativ hoch ist auch der Verschuldungsgrad bei Geschlossenen Immobilienfonds, wenngleich dieser in den letzten Jahren von durchschnittlich 60 auf 40% zurückgegangen ist.⁴² Im Gegensatz dazu ist der Verschuldungsgrad Offener Immobilienfonds gering und liegt mit durchschnittlich 20% deutlich unterhalb der regulatorischen Höchstgrenze von 30%.

⁴¹ Die Fremdkapitalquoten der Offenen Immobilienfonds enthalten ab 2009 auch eine Sammelgröße „Sonstiges“, was zu einem geringfügig zu hohen Ausweis des Verschuldungsgrads führt. Bei Geschlossenen Immobilienfonds bezieht sich die Quote auf den FK-Anteil von neu aufgelegten Fonds des jeweiligen Jahres. Bei Immobilien-AGs handelt es sich um den durchschnittlichen FK-Anteil nach Jahresabschlussdaten. Erst seit dem Jahr 2005 war hier eine hinreichend große Beobachtungsanzahl gegeben.

⁴² In den vergangenen 40 Jahren lag die durchschnittliche Fremdfinanzierungsquote geschlossener Deutschland-Immobilienfonds bei 54%, vgl. VGF 2012b, S. 12.

Abbildung 10: Fremdkapitaleinsatz indirekter Immobilienanlagen



Quelle: BVI, Morningstar, VGF

Ein hoher Verschuldungsgrad führt grundsätzlich dazu, dass Auswirkungen von Wertveränderungen auf die Eigenkapitalrendite verstärkt werden. So führt bei einem Verschuldungsgrad von 50% ein Wertverlust von 10% zu einer Senkung der Eigenkapitalrendite um 20%. Für Wertsteigerungen gilt dies analog: Die Eigenkapitalrendite steigt analog mit zunehmender Fremdkapitalquote, solange der Fremdkapitalzins niedriger ist als die Gesamtkapitalrendite. Ein niedriger Verschuldungsgrad geht somit mit einem niedrigeren Risiko-Rendite-Profil einher, was sich unter anderem in einem geringeren Überschuldungsrisiko der Investmentgesellschaft aus Ausgleich für niedrigere Eigenkapitalrenditen ausdrückt.

AIF-KVG sind grundsätzlich als Eigenkapital- und nicht als Fremdkapitalsammelstellen konzipiert. Der Anleger möchte Geld anlegen und ist sich in der Regel nicht bewusst, dass er sich bei einem Produkt mit Fremdkapitaleinsatz wirtschaftlich zusätzlich in die Situation eines Darlehensnehmers begibt. Da insbesondere private Anleger diesen Zusammenhang in der Regel nicht adäquat bewerten können, ist bei regulierten Produkten aus Gründen des Anlegerschutzes grundsätzlich eine kritische Grenze zu definieren. Zudem ermöglichen die niedrigeren Eigenkapitalrenditen dem Anleger eine realistischere Beurteilung des Risiko-Renditeprofils der Anlage als eine durch Leverage ggf. stark veränderte Planrendite.

Derartig geringere Eigenkapital-Ausschüttungsrenditen üben zudem positiven Druck auf die Höhe der sogenannten „weichen“ Vertriebskosten aus.

Weiterhin ist es bedeutsam, festzulegen, an welcher Bezugsgröße sich der Leverage orientiert. Bei einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise kann dies nur der aktuelle, im letzten Begutachtungsverfahren festgestellte Verkehrswert sein. Anschaffungsnebenkosten oder sonstige Positionen dürfen hierbei nicht hinzugerechnet werden.

Grundsätzlich muss sich der maximal zulässige Verschuldungsgrad an den spezifischen Charakteristika der Produkte orientieren. Offene Immobilienfonds sind gesetzlich zu Risikomischung und -streuung verpflichtet. Da somit Wertverluste bei einem Objekt durch Wertsteigerungen bei anderen Objekten ausgeglichen werden können, rechtfertigt dies zunächst grundsätzlich einen höheren Verschuldungsgrad als bei Produkten ohne Risikodiversifikation. Die Rückgabepflicht bei Offenen Immobilienfonds bedingt aber die Notwendigkeit, eine hohe Liquiditätsquote vorzuhalten. Grundsätzlich sollte ein Offener Immobilienfonds daher im normalen Betrieb einen positiven Saldo von Liquidität und Schulden ausweisen. Die Möglichkeit einer Verschuldung dient dann nur als Liquiditätspuffer. Der aktuell geltende maximale Verschuldungsgrad von 30% trägt diesem Aspekt Rechnung. Zudem ist der Offene Immobilienfonds als risikoarmes Investment für breite Bevölkerungsschichten konzipiert. Ein hoher Verschuldungsgrad ist diesem Produkt daher wesensfremd.

REITs haben regelmäßig aufgrund der höheren Anzahl von Objekten ein diversifiziertes Portfolio, wengleich diese oftmals in eine Nutzungsart und/oder Region spezialisiert sind.⁴³ Zudem stellt sich bei REITs nicht die Problematik von Mittelabflüssen. Demzufolge ist ein höherer Verschuldungsgrad als bei Offenen Immobilienfonds möglich, der sich dann risiko- aber ggf. auch renditesteigernd auswirkt. Der aktuell geltende maximale Verschuldungsgrad⁴⁴ von weniger als 55% nach § 15 REITG, aber auch die Verträge mit

⁴³ Das REITG macht keine Vorgaben zur Risikomischung oder -streuung, vgl. Kühnberger et al. 2008, S. 161.

⁴⁴ Konkret muss nach §15 REITG das Verhältnis von Eigenkapital zu unbeweglichem Anlagevermögen mindestens 45% betragen.

den Banken (Credit Covenants) führten beispielsweise in 2008/2009 dazu, dass einige REITS und Immobilien-Aktiengesellschaften gezwungen waren, Objekte zur Reduktion des Verschuldungsgrads in einem ungünstigen Marktumfeld zu verkaufen, da eine Eigenkapitalaufnahme auf dem Kapitalmarkt zu diesem Zeitpunkt für diese Vehikel nicht oder nur sehr eingeschränkt möglich war. Im Ergebnis hat dies zum Verlust von Anlegergeldern geführt. Es kann hieraus zwar keine gesicherte Erkenntnis abgeleitet werden, dass der Verschuldungsgrad gesenkt werden muss. Es ist jedoch ein Indiz, dass die aktuelle steuerrechtliche Regulierung in Krisenzeiten zu Zwangsverkäufen führen kann, wenn der maximale Verschuldungsgrad bereits im normalen Betrieb weitgehend ausgeschöpft wird. Die planmäßige Verschuldung sollte daher deutlich unter 55% liegen.⁴⁵ Immobilien-Aktiengesellschaften sind hingegen weder investmentrechtlich noch steuerrechtlich reguliert. Entsprechend besteht hier auch keine Veranlassung, eine maximale Verschuldung festzusetzen. Hier kann die Regulierung dem Markt selbst überlassen werden.

Geschlossene Immobilienfonds weisen in der Regel kein diversifiziertes Portfolio auf, sondern sind in ein oder einige wenige Objekte investiert. Wertverluste können daher nicht oder nur in deutlich geringerem Maße durch Wertsteigerungen bei anderen Objekten ausgeglichen werden. Der im Kabinettsentwurf zum AIFM-UmsG vorgesehene maximale Verschuldungsgrad von 60% ist daher kritisch zu sehen, wenn Geschlossene Fond an einen breiten Anlegerkreis als investmentrechtlich reguliertes und beaufsichtigtes Produkt vertrieben werden sollen.⁴⁶ Zudem ist es sinnvoll, zum Zeitpunkt der Emission einen niedrigeren Verschuldungsgrad sicherzustellen, da ansonsten bereits bei kleinen Wertverlusten sofort die Verschuldungsgrenze überschritten würde.⁴⁷

⁴⁵ Gem. § 18 Abs. 4 REITG endet die Steuerbefreiung mit dem Ablauf des dritten Wirtschaftsjahres, in dem die Eigenkapitalanforderungen nicht erfüllt sind.

⁴⁶ Die relativ hohe Verschuldungsmöglichkeit von Geschlossenen Fonds wurde mit Vertriebsanforderungen begründet, vgl. VGF 2012a, S. 12 ff.

⁴⁷ § 263 i.V.m. § 215 KAGB-RE verpflichtet die AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaft, die maximalen Verschuldungsgrenze auch im Regelbetrieb einzuhalten. Die Konsequenzen einer Überschreitung ergeben sich nicht direkt aus dem Gesetz. Bei Offenen Immobilienfonds muss hier eine Anzeige an die BaFin erfolgen und ein Plan erstellt werden, wie die Grenze wieder eingehalten werden soll. Bei Geschlossenen Fonds

Sofern der Gesetzgeber deswegen für geschlossene Fonds trotz der damit verbundenen Risiken an einem maximalen Verschuldungsgrad von 60% nach § 263 Abs. 1 KAGB-RE festhalten will, ist zum Schutze des Anlegers eine spezifische Risikobelehrung erforderlich. Ein abstrakter Verweis auf den Totalverlust der Anlage ist nicht ausreichend, da dieses Risiko grundsätzlich für jede Form der Anlage gilt. Bei einem hohen Verschuldungsgrad, insbesondere bei gleichzeitig undiversifizierter Anlage, wäre es erforderlich, dass in geeigneter Form die Wahrscheinlichkeit eines Totalverlustes in Abhängigkeit vom Verschuldungsgrad illustriert wird. Nachfolgende Tabelle stellt den Zusammenhang entsprechend dar.

Abbildung 11: Auswirkungen des Fremdkapitaleinsatz auf die jährliche Eigenkapitalrendite bei fünfjähriger Haltedauer

		Erzieltes Ergebnis						
		-5%	0%	5%	7%	10%	15%	20%
LTV	0%	-5,0%	0,0%	5,0%	7,0%	10,0%	15,0%	20,0%
	25%	-10,8%	-2,8%	4,3%	7,0%	10,9%	17,2%	23,3%
	50%	-32,0%	-9,8%	2,8%	7,0%	12,7%	21,3%	29,0%
	75%	-202,2%	-173,0%	-2,1%	7,0%	17,4%	30,9%	41,9%

Unter Annahme eines Fremdkapitalzinses von 7%.

Quelle: Cushman & Wakefield

Obige Ausführungen gelten unter der Annahme, dass Geschlossene Fonds keine Fristentransformation betreiben. Sofern nach den Geschäftsbedingungen eine Rücknahme der Anteile möglich ist, wäre analog zu den Offenen Immobilienfonds eine deutlich niedrigere maximale Verschuldungsgrenze erforderlich.⁴⁸

könnte dies analog durch Kapitalerhöhung, Verzicht auf Gewinnausschüttung oder Verkauf von Immobilien erfolgen. Bei Ein-Objekt-Fonds käme letztere Option der Auflösung des Fonds gleich.

⁴⁸ Nach der AIFM-Richtlinie ist ein Fonds dann als geschlossen zu qualifizieren, wenn eine Rücknahme der Anteile nicht häufiger als einmal im Jahr plus einen Tag vorgesehen ist.

6 LITERATURVERZEICHNIS

- Agnello, L., Schuknecht, L. (2009) Boom and Busts in Housing Markets, Determinants and Implications, ECB Working Paper No 1071, July 2009.
- Almond, N., Vrensen, H. (2012) Insight Net Debt Funding Gap, DTZ Research Report, 14 November 2012.
- Barabas et al. (2011). Multiplikator- und Beschäftigungseffekte von Bauinvestitionen. Gutachten für das Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Stadtentwicklung, BMVBS-Online-Publikation Nr. 20/2011. URL: http://www.bbsr.bund.de/cln_032/nn_629248/BBSR/DE/Veroeffentlichungen/BMVBS/Online/2011/DL_ON202011,templateId=raw,property=publicationFile.pdf/DL_ON202011.pdf
- Brown, G. R., Matysiak, G. A. (2000) Real Estate Investment, Harlow, Financial Times Prentice Hall.
- BulwienGesa (2011) Marktdaten, URL: http://www.bulwiengesa.de/uploads/media/RIWIS_GPI_dt_4s_110807.pdf.
- Byrne, P.; Lee, S. (2000) Risk reduction in the United Kingdom property market, Journal of Property Research, 17:1, 23-46.
- Byrne, P., Lee, S. (2003) An Exploration of the Relationship between Size, Diversification and Risk in UK Real Estate portfolio: 1989-1999, Journal of Property Research, 20(2), 191-206.
- Cecchetti, C. (2006) Measuring the Macroeconomic Risks Posed by Asset Price Booms, NBER Working Paper No 12542, September 2006.
- Destatis (2008). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Input-Output-Rechnung, Fachserie 18, Reihe 2, Wiesbaden.
- Destatis (2012a) Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Vermögensrechnung/Tabellen/Bruttoanlagevermögen.html>.
- Destatis (2012b). Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen, <https://www.destatis.de/DE/ZahlenFakten/GesamtwirtschaftUmwelt/VGR/Inlandsprodukt/Tabellen/BWSBereichen.html>.
- Destatis (2012c): Sektorale und gesamtwirtschaftliche Vermögensbilanzen 1991 – 2011, https://www.destatis.de/DE/Publikationen/Thematisch/VolkswirtschaftlicheGesamtrechnungen/Vermögensrechnung/VermögensbilanzenPDF_5816103.pdf?__blob=publicationFile
- Eichholtz, P. (1996). Is international diversification more effective for real estate than it is for stocks and bonds? Financial Analysts Journal 52 , 56-62.
- Frick, J., Grabka, M., Hauser, R. (2010) Die Verteilung der Vermögen in Deutschland - Empirische Analysen für Personen und Haushalte. Reihe: Forschung aus der Hans-Böckler-Stiftung, Bd. 118, Berlin: edition sigma 2010.
- Ibbotson, R., Kaplan, P. (2009) Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance, Financial Analysts Journal 56, 26-33.
- IMF International Monetary Fund (2011) Housing Finance and Financial Stability – back to basics? Chapter 3 in Global Financial Stability Report, April 2011, Washington DC.

- Just, T. und Ebner, S. (2006). US house price declining: Is Europe next? In: Deutsche Bank Research Current Issues October 11, 2006, Frankfurt a.M.
- Just, T. et al. (2013): Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Im Auftrag von Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. [Hrsg.], Berlin (erscheint 06/2013).
- Kleine, J., Krautbauer, M., Seebach, M., Weller, T. (2012): Immobilieninvestments bei institutionellen Investoren - Analysebericht – (2012), http://www.steinbeis-research.de/pdf/Studie_Immobilieninvestments%20bei%20institutionellen%20Investoren%202012.pdf
- Kühnberger, M., Brenig, M., Maaßen, H. (2008) REITs-Rechnungslegung - Bilanzierung, Bewertung, Prüfung, Berlin: E. Schmidt.
- Lee, S. (2005) The Marginal Benefit of Diversification in Commercial Real Estate Portfolios, University of Reading, unveröffentlichtes Working Paper
- Lee, S. (2006): Property Funds: How Much Diversification is Enough?, Working Paper in Real Estate & Planning 06/06.
- Lee, S., Stevenson, S. (2006) Real Estate in the Mixed-Asset Portfolio: The Question of Consistency, Journal of Property Investment & Finance, 2006, 24:2, S. 123-135.
- Maurer, R., Sebastian, S. (1999): Immobilienfonds und Immobilienaktiengesellschaften als finanzwirtschaftliche Substitute für Immobiliendirektanlagen, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Ergänzungsheft 3/99 (Finanzmanagement), Jg. 69, S. 169-194.
- Pylypchuk, I. u. Hubbard, R. (2010): European Commercial Real Estate Debt, Real Estate Finance View Point, CBRE
- Roider, A., Sebastian, S. (2013): Immobilienbewertung bei indirekten Immobilienanlagen: Kollektiventscheid versus Einzelentscheid, Gutachten im Auftrag des Bundesverbands der Immobilien-Investment-Sachverständigen (BIIS).
- Schätz, A.; Sebastian, S. (2009) Immobilienaktien - Immobilien oder Aktien?, Immobilien & Finanzierung, 2009(60), S. 842-843.
- Sebastian, S. (2003) Liquiditätstransformation bei Immobilien: offene versus geschlossene Fonds, Working Paper, Frankfurt, <http://epub.uni-regensburg.de/9761/>
- Sebastian, S., Steiniger, B., Wagner-Hauber, M. (2012) Vor- und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen, IRE|BS Beiträge zur Immobilienwirtschaft, Heft 2, Regensburg.
- Sebastian, S., Strohsal, T. (2011) German Open-Ended Real Estate Funds, in: Just, T./Maennig, W. (Hrsg.): Understanding German Real Estate Markets, Springer, Heidelberg 2011.
- Sierminska, E. und Takhtamonova, Y. (2007) Wealth effects out of financial and housing wealth: Cross country and age group comparison. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper series 2007-01, San Francisco.
- VGF Verband Geschlossene Fonds (2012a) Stellungnahme zum Diskussionsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM-UmsG), Berlin, 17. August 2012.

- VGF Verband Geschlossene Fonds (2012b) VGF-Vorstudie „Leistungsbilanzanalyse“, http://www.vgf-online.de/fileadmin/Studien/VGF_Vorstudie_Leistungsbilanzen/VGF_Vorstudie_Leistungsbilanzen.pdf
- Voigtländer, M. et al. (2009) Wirtschaftsfaktor Immobilien. Die Immobilienmärkte aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive. Im Auftrag von Deutscher Verband für Wohnungswesen, Städtebau und Raumordnung e.V. und Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V. [Hrsg.], Berlin.
- VZBV Verbraucherzentrale Bundesverbandes (2012): Stellungnahme des Verbraucherzentrale Bundesverbandes zum Diskussionsentwurf des Bundesministeriums der Finanzen zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2011/61/EU über die Verwalter alternativer Investmentfonds, Berlin, 17. August 2012.
- Weber, M. (2007) Genial einfach investieren, Frankfurt/M.: Campus Verlag.
- Weber, M. (2009) Kodex zur Anlageberatung - Gute Sitten und optimale Entscheidungen, Working Paper Universität Mannheim, Reihe „Forschung für die Praxis“, Band 19, http://www.behavioral-finance.de/files/bf-band_19.pdf.

