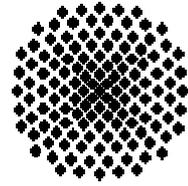




Universität Stuttgart

Geodätisches Institut



---

# Bewertungsrelevante Aspekte bei Offenen Immobilienfonds



Diplomarbeit im Studiengang  
**Geodäsie und Geoinformatik**  
an der Universität Stuttgart

Christoph Gebert

Stuttgart, Juni 2005

---

**Betreuer:**

Prof. Dr.-Ing.habil. Dr.techn.h.c. mult. Erik W. Grafarend  
Universität Stuttgart

Dipl.-Ing. Michael Mürle  
Gutachterausschuss Karlsruhe



## Selbständigkeitserklärung

Hiermit erkläre ich, dass ich die von mir eingereichte Diplomarbeit zum Thema

### **Bewertungsrelevante Aspekte bei Offenen Immobilienfonds**

vollkommen selbständig und nur unter Benutzung der in der Arbeit angegebenen Literatur angefertigt habe.

Pfedelbach, 23. Juni 2005

Christoph Gebert



## Danksagung

An dieser Stelle möchte ich meinen beiden Betreuern danken:

Herrn Mürle dafür, dass er mir die Bearbeitung dieses Themas anvertraut und zuge-  
traut hat. Seine vielfältigen Beziehungen und sein persönlicher Einsatz machten die  
Durchführung erst möglich.

Herrn Prof. Grafarend schulde ich Dank, da er sofort bereit war, die Betreuung dieses  
für Geodäten nicht alltäglichen Themas, zu übernehmen.

Ein herzliches Dankeschön geht an Herrn Sterlepper und sein Team vom gleichna-  
migen Sachverständigenbüro in Frankfurt. Ihm durfte ich zwei Wochen lang bei sei-  
ner Arbeit als Gutachter über die Schulter blicken.

Meine zweite Anlaufstelle in Frankfurt war bei der KanAm Grund Kapitalanlagege-  
sellschaft mbH. Dort möchte ich besonders Herrn Prier für seine Unterstützung dan-  
ken. Aber auch den vielen Mitarbeitern, die sich trotz ihres hektischen Arbeitsalltags  
Zeit für meine Fragen genommen haben, gilt mein aufrichtiger Dank.

Ohne die Mitarbeit meiner Schwester Marlene beim Korrekturlesen hätte die Diplom-  
arbeit mit Sicherheit ein andrerrs Erscheinungsbild. Sie war auch stets mit hilfrei-  
chen Tipps und Aufmunterungen zur Stelle. Dafür gebührt ihr ein ganz liebes Danke-  
schön.

Nicht vergessen möchte ich an dieser Stelle meine Eltern. Während meines langen  
Studiums mit den vielen Umwegen auf dem Weg zum Ziel, haben sie niemals die  
Geduld mit mir verloren und mich immer nach Kräften unterstützt. Ihnen kann ich da-  
für gar nicht genug danken.



<b>1</b>	<b>EINFÜHRUNG .....</b>	<b>3</b>
1.1	UMFELD UND PROBLEMSTELLUNG.....	3
1.2	ZIELSETZUNG DER ARBEIT .....	4
1.3	VORGEHENSWEISE.....	5
<b>2</b>	<b>OFFENE IMMOBILIENFONDS – STRUKTUR UND FUNKTIONSWEISE.....</b>	<b>6</b>
2.1	ENTWICKLUNG UND BEDEUTUNG DER OFFENEN IMMOBILIENFONDS FÜR DEN IMMOBILIENMARKT .....	6
2.2	FUNKTIONSWEISE UND WICHTIGE ELEMENTE EINES OIF .....	7
2.2.1	<i>Kapitalanlagegesellschaft</i> .....	9
2.2.2	<i>Depotbank</i> .....	9
2.2.3	<i>Sondervermögen</i> .....	10
2.2.4	<i>Anteilscheine</i> .....	11
2.2.5	<i>Investitionstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft</i> .....	11
2.2.5.1	Investmentstrategische Überlegungen der Fonds .....	12
2.2.6	<i>Finanzierung der Immobilien</i> .....	12
2.2.7	<i>Investitionsschranken</i> .....	13
2.2.7.1	Geografische Restriktionen.....	13
2.2.7.2	Finanzielle Restriktionen.....	13
2.2.7.3	Finanzielle Restriktionen beim Verkauf von Immobilien.....	14
2.2.7.4	Ausnahmeregelungen.....	14
2.2.8	<i>Vertrieb</i> .....	14
2.2.8.1	Anlegerinformation.....	15
2.2.8.2	Prospekthaftung.....	15
<b>3</b>	<b>MARKÜBERSICHT UND WICHTIGE FONDSMERKMALE .....</b>	<b>16</b>
3.1	MARKTÜBERSICHT DER ZUR ZEIT AUFGELEGTEN FONDS .....	16
<b>4</b>	<b>RECHTLICHE GRUNDLAGEN BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS .....</b>	<b>31</b>
4.1	GESETZLICHE VORGABEN FÜR OFFENE IMMOBILIENFONDS .....	31
4.2	NATIONALES UND INTERNATIONALES RECHT .....	33
4.3	AKTUELLE RECHTSSPRECHUNG .....	33
<b>5</b>	<b>STEUERLICHE ASPEKTE BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS .....</b>	<b>35</b>
5.1	BESTEuerung AUF DER ANLEGERSEITE .....	35
5.2	BESTEuerung AUF DER SEITE DER FONDSGESELLSCHAFT .....	37
5.2.1	<i>Handhabung der „latenten Steuerschuld“</i> .....	38
<b>6</b>	<b>IMMOBILIENRESEARCH .....</b>	<b>40</b>
6.1	ZWECK UND VERWENDUNG DES IMMOBILIENRESEARCH .....	40
6.1.1	<i>Präsentation der Analysen</i> .....	42
6.2	VOLKSWIRTSCHAFTLICHE ANALYSE.....	42
6.3	ANALYSE DES IMMOBILIENMARKTES .....	43
6.3.1	<i>Der lokale Immobilienmarkt im Vergleich zu konkurrierenden Standorten</i> .....	44
6.3.2	<i>Der lokale Markt mit seinen Daten</i> .....	47
6.4	DATENGRUNDLAGEN UND DEREN ZUVERLÄSSIGKEIT .....	50
6.4.1	<i>Volkswirtschaftliche Daten</i> .....	51
6.4.2	<i>Immobilienmarktspezifische Daten</i> .....	54
<b>7</b>	<b>PORTFOLIOMANAGEMENT .....</b>	<b>57</b>
7.1	AUFGABEN DES PORTFOLIOMANAGEMENT .....	57
7.2	SCHLAGWORTE DES PORTFOLIOMANAGEMENTS .....	58
7.2.1	<i>Diversifizierung</i> .....	59
7.2.2	<i>Ertragssicherung</i> .....	61
<b>8</b>	<b>AKQUISITION.....</b>	<b>64</b>
8.1	OBJEKTAKQUISITION .....	64
8.1.1	<i>Struktur der Akquisitionsabteilung</i> .....	64
8.1.2	<i>Ablauf einer Akquisition</i> .....	65
8.1.3	<i>Zeitlicher Rahmen</i> .....	70
8.1.4	<i>Kriterien für den Kauf</i> .....	70



8.1.5	<i>Auswirkungen der Akquisitionstätigkeit auf den Immobilienmarkt</i> .....	71
<b>9</b>	<b>ASSET-MANAGEMENT</b> .....	<b>72</b>
9.1	AUFGABEN DES ASSET-MANAGEMENTS .....	72
9.1.1	<i>Objektkauf</i> .....	72
9.1.2	<i>Objekt im Sondervermögen</i> .....	72
9.2	ASSET-MANAGEMENT ALS INFORMATIONSZENTRALE.....	74
<b>10</b>	<b>BEWERTUNG INNERHALB OFFENER IMMOBILIENFONDS</b> .....	<b>75</b>
10.1	SACHVERSTÄNDIGENAUSSCHUSS NACH § 77 INVG.....	75
10.1.1	<i>Bestellung und Zusammensetzung des Sachverständigenausschusses</i> .....	75
10.1.1.1	Bestellung des Sachverständigenausschusses.....	75
10.1.1.2	Qualifikation der Mitglieder .....	76
10.1.1.3	Struktur des Sachverständigenausschusses .....	77
10.1.1.4	Geschäftsordnung .....	78
10.1.1.5	Richtlinien für die Bewertungsgutachten.....	79
10.1.2	<i>Unabhängigkeit des Sachverständigenausschusses</i> .....	79
10.1.2.1	Verbindung zwischen KAG und Sachverständigenausschuss.....	80
10.1.2.2	Einflussnahme der KAG auf den SVA .....	80
10.1.2.3	Vergütung der Sachverständigen .....	81
10.1.3	<i>Aufgaben des Sachverständigenausschusses</i> .....	82
10.1.4	<i>Arbeitsweise des SVA bei einer Bewertung</i> .....	83
10.1.5	<i>Zusammenarbeit zwischen KAG und Sachverständigenausschuss</i> .....	84
10.1.5.1	Arbeitsplan.....	85
10.1.5.2	Ausschusssitzungen .....	85
10.2	ANGEWANDTE BEWERTUNGSVERFAHREN.....	86
10.2.1	<i>Vorgaben für die Bewertung</i> .....	86
10.2.2	<i>Begründung der Verfahrenswahl</i> .....	87
10.2.3	<i>Das Ertragswertverfahren</i> .....	88
10.2.3.1	Wertbeeinflussende Parameter beim Ertragswertverfahren .....	92
10.2.4	<i>Alternative Bewertungsverfahren</i> .....	92
10.3	BEWERTUNGSPRAXIS BEI OFFENEN IMMOBILIENFONDS .....	92
10.3.1	<i>Grundsätzliche Vorgehensweise</i> .....	93
10.3.1.1	Schlüsseldaten .....	93
10.3.1.2	Bewertungsgrundsatz .....	94
10.3.1.3	Plausibilitätskontrolle mit Vergleichswert und Sachwert .....	94
10.3.2	<i>Bewertung inländischer und ausländischer Liegenschaften</i> .....	96
10.4	DATENAKQUISITION IM IN- UND AUSLAND.....	97
10.5	ALLGEMEINE KRITIKPUNKTE BEI DER BEWERTUNG .....	98
10.6	KONZEPTION EINES STANDARDISIERTEN DATENMODELLS ZUR MARKTORIENTIERTEN WERTERMITTLUNG VON AUSLANDSIMMOBILIEN UNTER BEZUG AUF DIE ANFORDERUNGEN DES ERTRAGSWERTVERFAHRENS.....	99
10.6.1	<i>Ableitung des Liegenschaftszinssatzes</i> .....	101
<b>11</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG</b> .....	<b>103</b>
<b>12</b>	<b>QUELLEN</b> .....	<b>104</b>
12.1	DIGITALE MEDIEN.....	104
12.2	PRINTMEDIEN.....	105
	<b>ABBILDUNGSVERZEICHNIS</b> .....	<b>107</b>
	<b>ANHANG A: ÜBERSICHT ÜBER DIE OIF UND KAGS IM BVI</b> .....	<b>108</b>
	<b>ANHANG B: RENDITEBERECHNUNG MITTELS DER BVI-METHODE</b> .....	<b>110</b>
	<b>ANLAGE C: MINDESTANFORDERUNGEN AN GUTACHTEN</b> .....	<b>111</b>
	<b>ANLAGE D: DAS ERTRAGSWERTVERFAHREN – EINFACHE BEISPIELRECHNUNG</b> .....	<b>114</b>



# 1 Einführung

Die vorliegende Diplomarbeit beschäftigt sich mit den Offenen Immobilienfonds (OIF) im Allgemeinen und mit der Bewertung der dortigen Liegenschaften im Besonderen. Die folgenden Ausführungen sollen den Leser der verzweigten Welt der Offenen Immobilienfonds näher bringen und zu einem tieferen Verständnis der Thematik beitragen.

## 1.1 Umfeld und Problemstellung

In den Fünfziger Jahren des letzten Jahrhunderts entwickelte sich die Idee, die bewährte Anlageform der Aktienfonds auf eine ähnliche Weise für Immobilieninvestitionen anzubieten. Die Hauptüberlegung beruhte darauf, dass eine Immobilie im Nachkriegsdeutschland eine relativ stabile Form der Geldsicherung, mit einer gewissen Renditeaussicht, darstellte. Der Kauf eines Gebäudes war für den einzelnen Privatanleger aber kaum zu stemmen. Deshalb entstand die Idee, sich mit anderen Investoren zusammenzuschließen und mit gemeinsamer Finanzkraft renditestarke Liegenschaften zu erwerben. Bereits 1959 wurde der erste Offene Immobilienfonds in Deutschland aufgelegt. Bei dieser typisch deutschen Anlageform investiert eine Kapitalanlagegesellschaft (KAG) Geldmittel von Anlegern in den Kauf von Immobilien, bei denen es sich hauptsächlich um gewerblich genutzte Objekte handelt. Die Anleger werden von jeglicher Arbeit im Zusammenhang mit den Liegenschaften entbunden und halten nur ihre Anteilscheine, für die ihnen jährliche Gewinnausschüttungen gezahlt werden. In den vergangenen über 45 Jahren seit Auflegung der ersten Offenen Immobilienfonds wurde das Produkt zu einer wichtigen Form der Geldanlage in Deutschland.

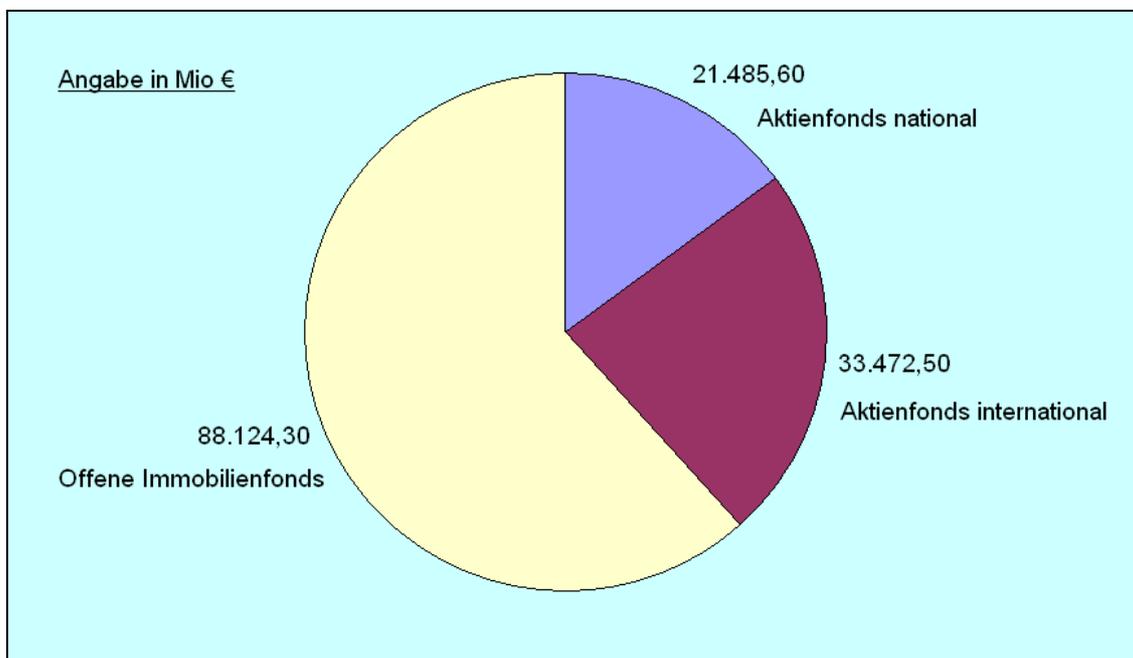


Abb. 1: Vermögen verschiedener dt. Fondsklassen (Datenquelle: BVI, Stand: 30. April 2005)



Wie Abbildung 1 zeigt, belaufen sich die in Offene Immobilienfonds investierten Geldmittel Ende April 2005 auf ca. 88 Milliarden Euro. Deren Volumen übersteigt selbst das der deutschen Aktienfonds, die im Bundesverband Investment und Asset Management e.V., kurz BVI, zusammengeschlossen sind.

Rein rechnerisch verfügt jeder Bundesbürger über Anteilsscheine Offener Immobilienfonds im Wert von rund 1000 Euro. Mit dieser Zahl wird die Bedeutung dieser Assetklasse, die als sehr wertbeständig und risikoarm bewertet wird, für den Anlagemarkt deutlich.

Im zweiten Halbjahr 2004 kam es im Umfeld eines der bekanntesten Offenen Immobilienfonds zu Unregelmäßigkeiten, die weite Kreise zogen. So aus ihrem ruhigen Schattendasein herausgerissen, fanden sich die Kapitalanlagegesellschaften in einer lauten öffentlichen und medialen Diskussion wieder. In wahren Scharen gaben die Anleger in noch nie gesehenem Maß Anteilsscheine zurück. Bei einzelnen Fonds führte diese Entwicklung bis an den Rand der Fondsschließung, da sie kaum im Stande waren, die erhebliche Mittelabflüsse innerhalb so kurzer Zeit zu verkraften. Sehr umfassend wurde die Bewertung der Immobilien dieser Offenen Immobilienfonds angegriffen und es wurde heftige Kritik an der angewendeten Methodik der Sachverständigen und deren Person selbst geäußert. Auf Veranlassung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Bafin) wurden die Fonds und insbesondere ihr Immobilien-Sondervermögen durch unabhängige Wirtschaftsprüfungsunternehmen untersucht und neu bewertet, was zu weiteren Widersprüchen führte und für noch mehr Verwirrung in dieser angespannten Situation sorgte. Manche sahen die Offenen Immobilienfonds als Anlageform bereits vor dem Aus.

Soweit kam es aber nicht. Mittlerweile hat sich diese Krise ein wenig gelegt, obwohl die Offenen Immobilienfonds immer noch Mittelabflüsse verzeichnen. Weiterhin gilt es als erwiesen, dass die Immobilienbewertung durch die Sachverständigenausschüsse marktkonforme Verkehrswerte für die Liegenschaften liefert. Dennoch wurde in dieser Diskussion das Image der Offenen Immobilienfonds geschädigt und es bleibt weiterer Aufklärungsbedarf über diese Fondsart, die Arbeit der Fondsgesellschaften und die Bewertung der Immobilien.

## 1.2 Zielsetzung der Arbeit

Gewiss gibt es bereits eine Vielzahl an Diplomarbeiten, die sich mit den Problemstellungen, welche bei Offenen Immobilienfonds auftreten, befassen haben. Betrachtet man diese Arbeiten aber genauer, so wird augenfällig, dass die Autoren in der Regel aus dem Bereich der Volks- und Betriebswirtschaftslehre kommen oder es sich um angehende Juristen handelt. Aus dem Blickwinkel eines Ingenieurs, geschweige denn dem eines Geodäten, wurden die Offenen Immobilienfonds noch nie betrachtet, obgleich wesentliche Bereiche dieses Investmentsektors, wie zum Beispiel die unerlässliche Erstellung von Wertgutachten, durchaus in deren Wirkungskreis reicht.

Die Adressaten der bisherigen Arbeiten rekrutierten sich ebenfalls nicht aus dem Bereich der Ingenieurwissenschaften. Was durchaus daran liegen mag, dass sich Fachleute anderer, dem Investmentsektor fremder Disziplinen nicht darüber bewusst sind, welches nützliche Wissen sie selbst in diesen Bereich einfließen lassen können. Oftmals wird an typischen Berufsbildern festgehalten, obwohl interdisziplinärer Austausch sehr fruchtbar sein kann.



Hierin besteht ein großes Ziel dieser Diplomarbeit: interessierten Lesern aus unterschiedlichen beruflichen und wissenschaftlichen Bereichen, die mit den Begrifflichkeiten und Gewohnheiten der Investmentbranche nicht vertraut sind, soll eine Abhandlung an die Hand gegeben werden, woraus sie verständliche Erläuterungen zu den Offenen Immobilienfonds erhalten. Innerhalb dieser Diplomarbeit sollen die Hintergründe, die dem normalen Anleger und Außenstehenden verschlossen bleiben, beleuchtet werden. Erläutert wird das Prinzip der Offenen Immobilienfonds, die vielfältige Arbeit der Kapitalanlagegesellschaften, welche die Fonds auflegen und betreuen, und es soll ein Eindruck gegeben werden, wie die Bewertung der Immobilien durchgeführt wird, damit marktkonforme Werte erzielt werden.

Die Arbeit soll dazu beitragen, die öffentlich entbrannte Diskussion um Offene Immobilienfonds für den außenstehenden Betrachter leichter verständlich zu machen.

### 1.3 Vorgehensweise

Der Leser erhält innerhalb der vorliegenden Diplomarbeit einen Überblick über die Offenen Immobilienfonds. Hierzu wird die aktuelle Marktsituation mit einem Großteil der zur Zeit aufgelegten Fonds dargestellt. Weiter werden die gesetzlichen Grundlagen diskutiert, die in Deutschland diese Art des Investments regeln. In einem umfangreichen Teilgebiet der Ausführungen wird die Arbeitsweise der verantwortlichen Kapitalanlagegesellschaften veranschaulicht. Hierbei liegt der Fokus insbesondere auf den Bereichen Immobilienresearch, Portfoliomanagement, Akquisition und Asset-Management. Es werden zusätzlich Informationen zur steuerlichen Behandlung Offener Immobilienfonds angeführt.

Ein Schwerpunkt der Diplomarbeit beschäftigt sich mit der Praxis der Verkehrswertermittlung für die in den Fonds gehaltenen Immobilien. Die gesetzlichen Vorgaben, die Arbeit der Gutachter, mit all ihren Facetten soll beleuchtet werden. Hierbei spielt die Zusammenarbeit mit der Kapitalanlagegesellschaft eine Rolle und die Beschaffung wertrelevanter Daten. Abschließend soll noch versucht werden, in einer groben Konzeption ein Datenmodell aufzustellen, welches eine marktorientierte Wertermittlung von Auslandsimmobilien ermöglicht.



## **2 Offene Immobilienfonds – Struktur und Funktionsweise**

### **2.1 Entwicklung und Bedeutung der Offenen Immobilienfonds für den Immobilienmarkt**

Mittlerweile stellen die Offenen Immobilienfonds einen sehr großen Anteil aller Publikums-Fonds mit Auflegung in Deutschland, wie Abbildung 1 bereits zeigte. Zu dieser bedeutenden Markstellung kamen die Offenen Immobilienfonds nicht innerhalb eines kurzen Zeitraumes. Seit den 1950ern existiert diese Anlageform, die international betrachtet eine deutschlandtypische Einzelercheinung auf dem Investmentmarkt darstellt. Nichtsdestotrotz entwickelten sich die Kapitalanlagegesellschaft und ihre aufgelegten Fonds zu geschätzten Kunden bei allen international tätigen Maklerunternehmen. Bis zu einem bereits erwähnten Einbruch im Jahre 2004 verzeichneten die Fonds konstante Zuwächse und stets positive Renditen. Die Fonds erwiesen sich als zuverlässige und stabile Anlageform, denen viele Privatanleger lange Zeit die Treue hielten und es weiterhin tun. Der erste Offene Immobilienfonds, der 1959 von der „Internationales Immobilien-Institut GmbH“ unter dem Namen iii-Fonds Nr.1 aufgelegt wurde, war bis zu einer Verschmelzung und Namensänderung im Januar 2005 immer als Investitionsplattform präsent. Viele andere Fonds können auf eine ähnlich lange Geschichte zurückblicken.

Die Idee sich eine Immobilie nicht alleine, sondern gemeinsam mit anderen zu kaufen, entwickelte sich zunehmend zum Verkaufsgarant. Die Vorstellung, bereits mit einem geringen Geldbetrag „Eigentümer“ und damit Nutznießer einer Immobilie zu werden, besaß in der Vergangenheit einen gewissen Reiz und hat ihn wohl noch immer. Es ist ganz allgemein anzumerken, dass die Entwicklung der Fonds sehr unspektakulär und von den Medien weitgehend unbeachtet verlief. Ausgelöst durch den Einbruch der Börsen im Zusammenhang mit der Krise am Neuen Markt erfuhren die OIF einen ungewöhnlichen Aufschwung. Zwischen 2001 und Ende 2003 verzeichneten die Fonds Mittelzuflüsse in Höhe von über 30 Milliarden Euro. Dies entspricht mehr als einem Drittel des momentan in diese Assetklasse investierten Geldes.

Mittlerweile sind die Offenen Immobilienfonds zu einem Phänomen herangewachsen, das immer weitere Kreise zieht. Durch ihr bisher tadelloses Auftreten macht sich der Einfluss der Fonds durchaus bemerkbar. Sie gelten als verlässliche und vor allem liquide Investoren, die u. a. bei Maklern und Hausverwaltern gerne gesehen sind. Allerdings sind auch negative Auswirkungen zu beobachten. So entwickelt sich an attraktiven Investitionsstandorten, wie den beiden europäischen „Immobilienhauptstädten“ London und Paris, der Preis für qualitativ hochwertige Gewerbeimmobilien überdurchschnittlich schnell. Hierbei wird ausgenutzt, dass vorzugsweise junge, aggressive Fonds bereit sind, diese Entwicklung mitzutragen. Ebenfalls ist die hohe Leerstandsrate an klassischen Bürostandorten in Deutschland auch teilweise auf die Tätigkeit der Fonds zurückzuführen. In Erwartung eines möglichen Aufkaufs durch einen Immobilienfonds wurden viele Gebäude errichtet, für die sich diese Hoffnung aber nicht erfüllte. Auch die Fondsgesellschaften haben zu ihren Hochzeiten selbst Projektentwicklungen auf eigenen Grundstücken vorangetrieben, die teilweise über mehrere Jahre auf Mieter warteten.



## 2.2 Funktionsweise und wichtige Elemente eines OIF

Das Prinzip eines Offenen Immobilienfonds ist relativ einfach durchschaubar, wie Abbildung 2 zeigt.

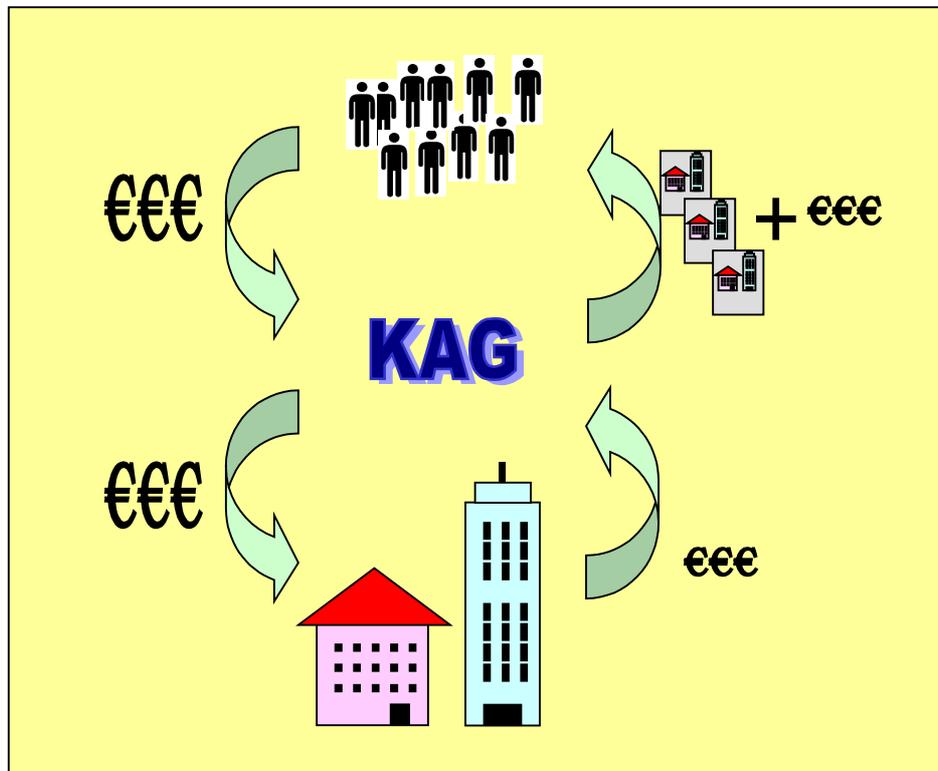


Abb. 2: Funktionsprinzip eines Offenen Immobilienfonds

Die folgenden Schritte gehören zu einer Investition in einen Offenen Immobilienfonds, wobei es sich hierbei um eine generalisierte Sichtweise handelt:

1. Anleger geben einer Fondsgesellschaft Geldmittel
2. Fondsgesellschaft gibt Anteilsscheine an Anleger aus
3. Fondsgesellschaft kauft Gewerbeimmobilien, mit dem Geld der Anleger
4. Die Erträge aus den Immobilien (Miete, etc.) fließen an die Anleger

Die Kapitalanlagegesellschaft wirkt für einen Anleger als Mittel zum anteiligen Kauf und zur Verwaltung einer Immobilie. Durch die Werthaltigkeit eines Gebäudes bleibt die anfängliche Investitionssumme erhalten. Jährlich ergibt sich zusätzlich eine Geldausschüttung pro Anteilsschein, welche sich aus Erträgen, die durch die Immobilien erzielt wurden und einer Wertsteigerung der Objekte zusammensetzt. Diesen Geldbetrag, bzw. dessen prozentualer Anteil am eingesetzten Kapital, bezeichnet man landläufig als Rendite.

Diese vereinfachte Darstellung zeigt nur das grobe Prinzip und verschweigt weitere Tätigkeiten, die im Zusammenhang mit dieser Anlageform notwendig sind.

Die Kapitalanlagegesellschaft fungiert als Treuhänder, der das Geld der Anleger investiert und verwaltet. Die Investoren besitzen ausschließlich ihre Anteilsscheine und sind im rechtlichen Sinne nicht die Eigentümer der Immobilien. Die Liegenschaft selbst wird durch die Fondsgesellschaft gehalten, wie später noch eingehender beschrieben werden wird.



## **Wer darf investieren? – Das open-end-Prinzip**

Für Anleger ist dies eine sehr entscheidende Frage. Alle Offenen Immobilienfonds, die zur Kategorie der Publikumsfonds gehören, haben mehrere charakteristische Merkmale:

- Unbegrenzte Anlegermenge  
Es gibt keine maximale Obergrenze für die Zahl der Anleger. Die Anlage steht, mit wenigen Ausnahmen (gezielter Vertrieb an bestimmte Kunden wie Stiftungen, Kirchen, Großinvestoren, etc.), jedermann zu, der über die nötigen Geldmittel verfügt.
- Unbegrenzte Menge an Anteilsscheinen  
Wenn neue Geldmittel in den Fonds eingezahlt werden, so gibt die Fondsgesellschaft im Gegenzug den Anlegern die erworbenen Anteilsscheine aus. Die Menge ist in keinster Weise limitiert.
- Unbefristete Laufzeit  
Es existiert kein Datum, zu dem der Fonds geschlossen wird.
- Kein maximales Fondsvermögen  
Das Fondsvermögen wächst solange Anleger bereit sind ihr Geld in den Fonds zu investieren. Eine Obergrenze ist nicht vorgesehen.

All diese Eigenschaften sprechen für das sogenannte open-end-Prinzip eines Offenen Immobilienfonds. Ein aufgelegter Fonds kann unter der Voraussetzung, dass er neue Kunden requiriert, ständig weiter wachsen, was einige Fonds bereits seit über 40 Jahren erfolgreich tun. Das Wachstum ist zwar erklärtes Ziel der Fonds, aber durchaus kein Muss. Ein Fonds in den keine weiteren Mittel investiert werden oder dessen Vermögen sogar schrumpft, ist nicht gezwungen zu schließen, da die platzierten Immobilien weiterhin Erträge abwerfen.

## **Der Geschlossene Immobilienfonds**

Eine von der Idee vergleichbare und doch sehr verschiedene Form der Immobilienanlage soll kurz erwähnt werden, um eventuelle Verwechslungen auszuschließen. Beim Geschlossenen Immobilienfonds deutet der Name bereits darauf hin, dass das open-end-Prinzip keine Gültigkeit hat. Bei dieser Fondsart wird gezielt ein Grundstück bzw. ein Gebäude gekauft. Häufig sind Baumassnahmen oder bei bestehenden Gebäuden Bau- und Modernisierungsmaßnahmen vorgesehen. Es wird nur eine limitierte Anzahl an Anteilsscheinen ausgegeben, welche die Finanzierung des Projektes sicherstellt. Ein Geschlossener Immobilienfonds beruht hauptsächlich auf dem allgemeinen Vertragsrecht. Im Gegensatz zum OIF fehlt eine spezielle gesetzliche Regelung fast gänzlich.

Im Folgenden werden wichtige Begriffe und Funktionsweisen der Offenen Immobilienfonds beschrieben:



### **2.2.1 Kapitalanlagegesellschaft**

Die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) ist das eigentliche Bindeglied zwischen dem Anleger und dem Sondervermögen des Fonds. Die Bestimmungen bezüglich der KAG werden im ersten Kapitel, Abschnitt 2 des InvG verbindlich definiert.

Unter einer KAG versteht man ein Kreditinstitut, dessen Geschäftsfeld darin besteht, Sondervermögen zu verwalten und weitere Dienstleistungen, die sich daraus ergeben, zu erbringen. Der Sitz einer Kapitalanlagegesellschaft muss sich im Gültigkeitsbereich des InvG befinden. Die gültige Rechtsform einer KAG ist die Aktiengesellschaft oder die Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Um den Geschäftsbetrieb aufzunehmen bedarf es einer Genehmigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), die des Weiteren den regulären Betrieb anhand umfangreicher Meldungen der KAG überwacht.

Eine Kapitalanlagegesellschaft ist u. a. berechtigt einen oder mehrere Offene Immobilienfonds aufzulegen. Sie fungiert als treuhänderische Verwalterin des Sondervermögens eines Fonds. Die Gesellschaft ist für das Sondervermögen verantwortlich, d. h. sie ist mit allen Aufgaben des Aufbaus und der Unterhaltung betraut. Rechtlich ist die Kapitalanlagegesellschaft die Eigentümerin des Sondervermögens, dass dies aus technischen Gründen die praktikabelste Lösung ist.

Für ihre Tätigkeiten steht der KAG eine Vergütung zu, die ihr von der Depotbank, gemäß den allgemeinen Vertragsbedingungen, ausgezahlt wird.

### **2.2.2 Depotbank**

Die Aufgaben der Depotbank werden in den Paragraphen 20 bis 29 des InvG gesetzlich festgelegt. Zu diesen Aufgaben zählen:

- Überwachung des Liegenschaftsbestandes
- Zustimmung bei Kauf und Veräußerung einer Immobilie
- Zustimmung bei Beteiligung an einer Grundstücksgesellschaft (GG), bei Belastung von Immobilien, etc.
- Ausgabe und Rücknahme von Anteilen
- Verwahrung der zum Sondervermögen gehörenden Bankguthaben, Wert- und Geldmarktpapiere

Die Depotbank führt eine ausgesprochen wirkungsvolle Kontrollfunktion aus. Bei Veränderungen des Sondervermögens ist in den meisten Fällen ihre Zustimmung erforderlich. Ebenso wird der Umschlag und die Verwahrung der Fondsanteile von der Depotbank selbst betreut.

Die Depotbank entnimmt aus dem verwahrten Vermögen die ihr zustehende Vergütung. Dies geschieht allerdings nur nach Zustimmung der Kapitalanlagegesellschaft. Im Gegenzug erhält die KAG ihre Vergütung ebenfalls nur mit Zustimmung der Depotbank.

Jedes Kreditinstitut mit Sitz in Deutschland und der Berechtigung für das Depot- und Einlagengeschäft kann von einer Fondsgesellschaft mit den Aufgaben einer Depotbank betraut werden.



Wichtig ist die Unabhängigkeit, die auch das InvG vorschreibt. Das Handeln der Depotbank vollzieht sich unabhängig von dem der Kapitalanlagegesellschaft und orientiert sich ausschließlich an den Interessen der Anleger.

### 2.2.3 Sondervermögen

Bei dem Sondervermögen, das den Fonds ausmacht, handelt es sich um eine Vermögensmasse, die von der Kapitalanlagegesellschaft treuhänderisch verwaltet wird. Gleichzeitig ist die KAG rechtlich Eigentümerin des Sondervermögens. Es wäre nicht möglich die Anteilseigner als Eigentümer der Vermögenswerte einzutragen. Eine solche Regelung würde dazu führen, dass in den Grundbüchern der gehaltenen Immobilien jeweils sämtliche Investoren als Eigentümer einzutragen wären. Zusätzlich zur grundbuchtechnischen Umsetzung müssten auch alle Anteilseigner z. B. den Kaufvertrag unterzeichnen. Diese Vorgehensweise wäre praktisch nicht umsetzbar, da es sich teilweise um Tausende von Anlegern handelt. Eigene Vermögenswerte der Fondsgesellschaft sind getrennt vom Sondervermögen zu halten. Das Fondsvermögen lässt sich in zwei Bereiche unterteilen:

- Grundvermögen
- Sonstiges Vermögen

Zum **Grundvermögen** (auch Immobilien-Sondervermögen genannt) dürfen folgende Wertgegenstände gehören:

- Mietgrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischtgenutzte Grundstücke
- Grundstücke im Zustand der Bebauung
- Unbebaute Grundstücke, für eine baldige Projektentwicklung
- Erbbaurechte, bezüglich der vorgenannten Arten von Liegenschaften
- Teileigentum (abhängig von den jeweiligen Vertragsbedingungen)

Des weiteren ist der Fondsgesellschaft, seit dem Inkrafttreten des InvG, folgende zusätzliche Investitionsmöglichkeit gestattet:

- Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften

Dieser Teil des Fondsvermögens ist das Herzstück eines Offenen Immobilienfonds, auf dem die Idee dieser Investitionsart basiert.

Für die Bewertung der Liegenschaften ist es notwendig, dass die KAG einen Sachverständigenausschuss mit der Verkehrswertermittlung beauftragt. Dies ist beim An- und Verkauf, sowie mindestens einmal jährlich notwendig. Auf die Arbeit des Sachverständigenausschusses wird später ausführlich eingegangen.

Das **sonstige Vermögen** darf sich zusammensetzen aus:

- Bankguthaben
- Geldmarktinstrumenten
- Investmentanteilen bzw. Anteile an Spezial-Sondervermögen
- Bestimmte Wertpapiere

Das sonstige Vermögen bildet die Liquidität des Fonds. Diese eine Vermögenskomponente darf maximal 49% am gesamten Fondsvermögen darstellen, da an-



sonsten die Anlageform des Immobilienfonds nicht mehr gegeben wäre. Durch die Liquidität wird u. a. gewährleistet, dass Akquisitionen neuer Immobilien getätigt werden können, sowie Maßnahmen zum Unterhalt und zur Weiterentwicklung der Liegenschaften möglich sind. Zusätzlich darf die sogenannte Mindestliquidität von 5% des Fondsvermögens nicht unterschritten werden. Sie ist als täglich verfügbares Vermögen zu halten, um die zurückgegebenen Anteilsscheine ausbezahlen zu können. Zur Zeit der massiven Mittelabflüsse, die einige Fonds im Herbst 2004 zu verzeichnen hatten, war es aufgrund zu geringer Liquidität nur durch Hilfestellungen der angebotenen Kreditinstitute möglich, die Rückgaben auszubehalten. Abhängig von den Vertragsvereinbarungen eines Offenen Immobilienfonds ist eine Aussetzung der Rücknahme über einen bestimmten Zeitraum durchaus zulässig, da es nicht möglich ist, in Immobilien investiertes Sondervermögen kurzfristig in Bargeld umzuwandeln. Bei den Fondsgesellschaften gilt es jedoch als ungeschriebene Verpflichtung gegenüber den Kunden, dass eine Rückgabe jederzeit möglich ist. Die vorgeschriebene Mindestliquidität sollte für einen normalen Geschäftsbetrieb ausreichend sein.

Eine Aufstellung des Vermögens muss jeder Jahresbericht des Fonds enthalten. Eine Kapitalanlagegesellschaft darf mehrere Sondervermögen bilden, was in der Praxis durchaus angewandt wird. Viele KAGs haben unterschiedliche Fonds aufgelegt. Die Kapitalanlagegesellschaft darf in ihrem Namen über das Sondervermögen verfügen. Allerdings ist es ihr nicht erlaubt, diese Vermögensgegenstände für eigene Verbindlichkeiten zu verwenden.

#### **2.2.4 Anteilsscheine**

Die Anteile, die ein Investor an einem Offenen Immobilienfonds erwirbt, werden in den sogenannten Anteilsscheinen verbrieft. Sowohl die Benennung der Anteilsscheine auf den Inhaber als auch auf Namen ist zulässig. In der Regel werden die Anteilsscheine gemeinsam bei einer Wertpapiersammelbank aufbewahrt. Auf Wunsch können sie jedoch auch dem Eigentümer selbst ausgehändigt werden.

Ein Anteilsschein besitzt keinen Nennwert. Der Wert errechnet sich aus der Division des Sondervermögens durch die Anzahl der ausgegebenen Anteilsscheine. Eine Ermittlung des Wertes muss börsentäglich stattfinden. Hierbei sind besonders die aktuellen Kurse der Wertpapiere, die sich im sonstigen Vermögen befinden, zu berücksichtigen.

Pro Anteilsschein erhält jeder Anleger einmal pro Jahr zu einem festgelegten Termin eine Gewinnausschüttung. Diese setzt sich zusammen aus:

- Erzieltem Immobiliengewinn (Mietträge, etc.)
- Wertsteigerung der Immobilien

Der Verkauf eines Anteils erfolgt bei Eigenbesitz über die Rückgabe des Zertifikates oder bei Depotverwahrung durch einen entsprechenden Rückgabeauftrag an einen der vielen Ansprechpartner (KAG, Verkaufsstelle, etc.).

#### **2.2.5 Investitionstätigkeit der Kapitalanlagegesellschaft**

Die Aufgabe der KAG besteht, wie bereits beschrieben darin, die zufließenden Geldmittel der Anteilsscheininhaber, der Anlagestrategie des Fonds folgend, in Immobilien-Sondervermögen umzuwandeln. Die KAG ist bestrebt diese Umwand-



lung schnellstmöglich durchzuführen. Hierbei sind aber verschiedene Schritte, die in späteren Kapiteln erläutert werden, zu beschreiten. Die Vertragsbedingungen des Fonds weisen u. a. mögliche Staaten und Nutzungsarten aus, in denen investiert wird. Einen Einfluss auf die Arbeitsweise der KAG kann der Anteilsinhaber nicht geltend machen. Die Fondsgesellschaft darf innerhalb der ihr gesetzten rechtlichen Rahmenbedingungen frei mit dem ihr anvertrauten Vermögen agieren.

#### 2.2.5.1 Investmentstrategische Überlegungen der Fonds

Bei seiner Investitionstätigkeit, d. h. bei der Umsetzung des angelegten Kapitals in Immobilien, verfolgt jeder Offene Immobilienfonds eine eigene Strategie. Diese besteht bereits bei Auflegung des Fonds und ist teilweise aus den Vertragsbedingungen zu entnehmen. Strategische Vorgaben sind unter anderem:

- Belegenheitsländer (evtl. mit Anlageschwerpunkt)
- Nutzungsarten der Liegenschaften
- Projektentwicklungen

Oftmals erkennt der Anleger anhand des Fondsnamens die verfolgten Investitionsschwerpunkte. So macht zum Beispiel der Name EURO ImmoProfil deutlich, dass vorwiegend im Euroraum investiert wird, wohingegen der US grundinvest Fonds ganz eindeutig auf den US-amerikanischen Markt ausgerichtet ist. Ebenso sind sich die Fondsmanager im Vorfeld darüber im Klaren, ob zum Beispiel in Logistikobjekte oder Hotels investiert wird oder ob eigene Projektentwicklungen angestrebt werden. Bei diesen Überlegungen zur Ausrichtung des Fonds fließen anlage- und finanztechnische Ansätze ein. Es handelt sich um eine gewissenhafte Abwägung von Anlagerisiko und erzielbarem Gewinn. Jüngere Fonds profitieren eindeutig von positiven und negativen Erfahrungen bereits platzierter Fonds.

Bei der Beobachtung der Anlagetätigkeit eines Fonds werden ebenfalls einige seiner grundlegenden Wesenszüge sichtbar. Vor allem neu aufgelegte Fonds verfolgen eine deutlich aggressivere Anlagepolitik und sind an attraktiven Standorten öfter unter den Käufern anzutreffen, als gutsituierte Fonds, die eher auf Bestandssicherung setzen.

Die Umsetzung der Fondsstrategie ist zum großen Teil die Aufgabe der Portfoliomanager, wie in einem späteren Kapitel erläutert wird.

#### 2.2.6 Finanzierung der Immobilien

Durch den Verkauf der Immobilienzertifikate erhält der Fonds Geldmittel von den Investoren. Ziel des Fonds ist die baldige Anlage dieser Gelder in Immobilien, da vor allem in einer Phase niedriger Zinssätze am Geldmarkt die Immobilienrendite wesentlich höher liegt als die Rendite für die liquiden Mittel.

Aus steuerlichen Gründen ist es vor allem in einigen Staaten, wie zum Beispiel Frankreich, sinnvoll, den Kauf einer Immobilie teilweise mit Hilfe von Krediten zu finanzieren. Insgesamt darf die Kapitalanlagegesellschaft allerdings nur Kreditverträge über maximal 10% des Sondervermögens abschließen, so eine Bestimmung des InvG.

Wie bereits erwähnt, ist die teilweise Kreditfinanzierung hauptsächlich für Auslandsimmobilien attraktiv. Wenn kein steuerlicher Vorteil entsteht, wird der Kaufpreis direkt aus dem Geldvermögen des Fonds beglichen.



## 2.2.7 Investitionsschranken

Durch das InvG werden der Fondsgesellschaft eine Vielzahl von Bedingungen auferlegt, an die sie sich im Umgang mit dem Sondervermögen zu halten hat. Generell darf es keine zeitliche Befristung bei der Bildung des Sondervermögens geben.

### 2.2.7.1 Geografische Restriktionen

Seit Bestehen des InvG ist es den Kapitalanlagegesellschaften gestattet, unbegrenzt in den Ländern der Europäischen Union zu investieren, d. h. eine Mindestzahl an deutschen Liegenschaften ist nicht mehr notwendig. Investitionen außerhalb der EU sind unter folgenden Vorgaben gestattet:

- Belegenheitsland in Vertragsbedingungen genannt
- Angabe der maximalen Anteile der einzelnen Staaten am Fondsvermögen in den Vertragsbedingungen
- Angemessene regionale Streuung
- Depotbank darf ihre Rechte im Land wahrnehmen
- Uneingeschränkter Vermögensverkehr

Aufgrund höherer Renditen im Ausland machen die Fonds in letzter Zeit verstärkt von der Möglichkeit Gebrauch, außerhalb der EU, auf anderen Kontinenten zu investieren. Prinzipiell ist beinahe jedes Land belegbar. In der Praxis sind Staaten mit mangelhafter wirtschaftlicher oder politischer Umgebung uninteressant und mit der Risikominimierung nicht vereinbar. Genauso wenig ist eine Investition in Staaten wie China oder Kuba aufgrund des eingeschränkten bzw. nicht vorhandenen Privateigentums möglich. Es ist zu beobachten, dass die Zahl der Belegenheitsstaaten konstant steigt. Hierbei handelt es sich aber in der Regel stets um wirtschaftlich starke Industrienationen.

### 2.2.7.2 Finanzielle Restriktionen

Zu den finanziellen Restriktionen zählt die bereits genannte Mindestliquidität von 5% und die maximale Liquidität von 49% des Fondsvermögens. Darüber hinaus gibt es noch weitere Anlageschranken.

Der Wert einer Neuerwerbung darf maximal 15% des gesamten Sondervermögens betragen. Wertveränderungen einer Immobilien mit höherem Anteil am Gesamtvolumen hätten einen zu großen Einfluss auf das Fondsverhalten und widersprechen einer gesunden Risikomischung. Maximal 50% des Fondsvermögens dürfen Immobilien umfassen, deren Wert jeweils 10% des Sondervermögens entspricht.

Jeder Offene Immobilienfonds wird in einer bestimmten Währung aufgelegt. Mit zur Zeit nur einer Ausnahme ist dies der Euro. Im Falle des US-grundinvest Fonds werden alle Fondsgeschäfte in US-Dollar getätigt, da sich sämtliche Immobilien in den USA befinden. Bezüglich dieser fondstypischen Währung gibt es eine weitere wichtige Beschränkung. Nur maximal 30% des Fondsvermögens dürfen einem Währungsrisiko, d. h. Wechselkursschwankungen unterworfen sein. Selbst dieser Anteil muss durch finanztechnische Anlagemethoden wiederum abgesichert werden. Diese Währungsgrenze erlaubt es einem Fonds nicht, nur in außereuropäi-



schen Ländern mit den jeweils landeseigenen Währungen zu investieren. Bei einer Auflegung in US-\$ gelten die Bestimmungen entsprechend auf den Dollar angewandt. Auch hier ist nur ein Anteil von maximal 30% in vom US-\$ abweichenden Währungen zu investieren.

#### 2.2.7.3 Finanzielle Restriktionen beim Verkauf von Immobilien

Beabsichtigt eine Fondsgesellschaft den Neukauf einer Immobilie oder deren Verkauf, so unterliegen die Preise einer Vorgabe des § 82 InvG. Dieser besagt, dass der Verkaufserlös dem von den Gutachtern ermittelten Verkehrswert entsprechen muss. Eine geringfügige Unterschreitung ist erlaubt. Unter der Geringfügigkeit verstehen Experten eine Abweichung vom Verkehrswert von maximal 3%. In dieser Größenordnung kann und wird ein Verkauf auch von der Depotbank genehmigt werden. Gegen eine Überschreitung des Verkehrswertes beim Verkauf spricht hingegen nichts. Dies führt zu einem zusätzlichen Verkaufsgewinn des Fonds.

Beim Kauf eines Gebäudes sieht das Gesetz keine Überschreitung des Verkehrswertes vor.

#### 2.2.7.4 Ausnahmeregelungen

Da ein im Aufbau befindlicher Fonds nicht immer die obigen Anlagebeschränkungen einhalten kann, gibt es eine zeitliche Vorgabe für die erlaubte Überschreitung der Kriterien. Beispielsweise kann ein junger Fonds nicht immer die maximale Höhe der Liquidität einhalten, da der Mittelzufluss teilweise kontinuierlich fließt, es im Gegensatz dazu aber einer gewissen Zeit bedarf, um das Geld in Immobilien zu investieren. Ebenso wenig ist bei einer ersten Akquisition eine ausreichende regionale Streuung gegeben.

Das InvG gewährt neu aufgelegten Fonds daher eine Anlaufzeit von vier Jahren, in denen die Anlageschranken überschritten werden dürfen. Es ist eine wichtige Aufgabe des Portfoliomanagements, das Immobilien-Sondervermögen vor Ablauf der Frist so zu strukturieren, dass die Grenzen eingehalten werden. Hierzu sind teilweise Neukäufe oder Verkäufe in bestimmten Regionen notwendig.

### 2.2.8 Vertrieb

Mit Ausnahme der KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft stehen alle anderen Fondsgesellschaften, die Offene Immobilienfonds auflegen, in Verbindung zu einem großen Kreditinstitut oder einer Versicherungsgesellschaft, wie beispielsweise dem Sparkassenverband oder der Allianz AG. Hieraus erschließen sich für den Vertrieb der Fondszertifikate wertvolle Effekte beim Kundenkontakt. Anteile an einem Fonds lassen sich sehr einfach in fast jeder Bank und über die Berater von Versicherungsgesellschaften kaufen. Vornehmlich bewerben diese Berater verständlicherweise die Produkte der Fondsgesellschaften, die ihrem Gesamtunternehmen angeschlossen sind. Der Kauf und natürlich auch der Verkauf von Anteilen ist jederzeit über diese Vertriebspartner durchführbar.

Es gibt im Prinzip zwei mögliche Kaufoptionen:

- Einmaliger Anteilsscheinkauf
- Sparplan

Bei einem einmaligen Kauf von Fondsanteilen entstehen keine weiteren Verpflichtungen. Abhängig vom Kaufbetrag erhält der Anleger eine gewisse Menge an Fondszertifikaten. Beim Kauf wird nicht gezielt eine bestimmte Anzahl an Anteilen



erworben, sondern es wird ein in der Regel runder Betrag, in Anteile umgerechnet. Beispielsweise erhält ein Anleger für einen Betrag von 100 € bei einem Anteilspreis von 43,75 € genau 2,286 Fondsanteile gutgeschrieben. Normalerweise können ab einer Mindesteinlage von 50 € Zertifikate erworben werden. Eine Erhöhung bzw. ein Teilverkauf des Bestandes ist jederzeit möglich.

Eine zweite Form der Investition in Offene Immobilienfonds ist ein sogenannter Sparplan. Hierbei wird monatlich ein konstanter Betrag in neue Anteile des Fonds investiert. Gewinne werden ebenfalls re-investiert.

Vorschriften, die den Vertrieb regulieren sind in Kapitel 5 des InvG zu finden. Dort sind auch nachfolgende Regelungen festgelegt.

#### 2.2.8.1 Anlegerinformation

Es ist die Pflicht des Kundenberaters einem Kaufinteressenten vor einem Anteilskauf den vereinfachten und den ausführlichen Verkaufsprospekt der Kapitalanlagegesellschaft unaufgefordert und kostenfrei auszuhändigen. Durch den ausführlichen Verkaufsprospekt ist der Kunde in der Lage, sich über die Vertragsbedingungen zu informieren.

Die Investmentgesellschaften sind verpflichtet einen Halbjahresbericht und einen Jahresbericht zum Abschluss des Geschäftsjahres zu veröffentlichen. Hieraus müssen in deutscher Sprache u. a. die Aufstellung des Vermögens und eine Ertragsrechnung zu entnehmen sein.

Die Bafin überwacht die Veröffentlichung der Jahres- und Halbjahresberichte, sowie der Verkaufsprospekte.

#### 2.2.8.2 Prospekthaftung

Die Kapitalanlagegesellschaft ist für die Richtigkeit der Angaben in den von ihr veröffentlichten Berichten und Prospekten verantwortlich. Sollte ein Kunde aufgrund falscher Angaben Anteile an einem Fonds erwerben, kann er die Rücknahme der Anteile zu dem von ihm bezahlten Betrag verlangen.

Diese in § 127 InvG fixierte sogenannte Prospekthaftung veranlasst die Kapitalanlagegesellschaften zu größter Sorgfalt bei der Veröffentlichung der vorgeschriebenen Berichte.



### 3 Markübersicht und wichtige Fondsmerkmale

Die Anzahl an Offenen Immobilienfonds ist, aufgrund von Fusionierungen und Schließungen einzelner Fonds, immer leichten Schwankungen unterworfen. Der Trend zeigt allerdings, dass deren absolute Zahl konstant steigt. Momentan (Stand 05/05) spricht der Bundesverband Investment und Asset Management e.V., kurz BVI von insgesamt 31 aufgelegten Offenen Immobilienfonds, deren Anteile zum Kauf angeboten werden. In der folgenden tabellarischen Auflistung werden die meisten dieser Fonds mit ihren wichtigsten Kennzahlen vorgestellt.

#### 3.1 Marktübersicht der zur Zeit aufgelegten Fonds

Wie bereits erwähnt, führt der BVI, aktuell 31 aufgelegte Fonds verschiedener Kapitalanlagegesellschaften. Dennoch stehen nicht alle dieser Fonds allen Anlegern offen. Es handelt sich zwar ausnahmslos um Publikumsfonds, was schließlich eine der wesentlichen Unterschiede zu den Geschlossenen Immobilienfonds darstellt, aber bei den Anlegern wird von den Kapitalanlagegesellschaften selektiert. In diesem Kapitel sollen nur die Fonds vorgestellt werden, die jedem Anleger zum Kauf offen stehen, d. h. die über die bekannten öffentlichen Vertriebswege verkauft werden. Aufgrund dieser Einschränkung bleibt derzeit eine Anzahl von 23 Offenen Immobilienfonds, die in der tabellarischen Übersicht vorgestellt werden. Im weiteren Verlauf findet sich eine Erläuterung der in der Tabelle aufgeführten Merkmale, die zur Charakterisierung der Fonds herangezogen werden.

Diese Übersicht über einen Großteil der aufgelegten Offenen Immobilienfonds soll dazu beitragen, sich ein Bild von der Vielfalt der Fonds zu schaffen. Trotz der vielen Gemeinsamkeiten zeigen sich bei näherer Betrachtung signifikante Unterschiede, die sich teilweise durch die Strategie des gesamten Fonds zieht. Die Übersicht ist ausschließlich eine wertneutrale Übersicht und enthält keinerlei Wertungen oder Rankingansätze. Die Fonds sind alphabetisch nach den Namen der Kapitalanlagegesellschaften sortiert.

Die dargestellten Fondsdaten basieren auf dem jeweils zuletzt veröffentlichten Jahres- bzw. Halbjahresberichten. Der Stand der Daten ist ebenfalls angegeben. Es gibt keinen Datensatz der sich auf ein Datum vor September 2004 bezieht. Allerdings wurden aufgrund erhöhter Aktualität auch Halbjahresberichte verwendet, die durch ihren eingeschränkten Umfang nicht alle Informationen ausweisen. Bei einzelnen Datensätzen werden keine Angaben zu den Renditekomponenten gemacht. Ein Hinweis auf die eingeschränkten Daten ist jeweils angeführt.

Zum besseren Verständnis des nachfolgenden Fondsverzeichnis werden nun die verwendeten Parameter in der Reihenfolge erläutert, in der sie in der Tabelle verwendet werden:

- **Fondsname**

Jeder Fonds verfügt über einen eigenen Namen, der ihn eindeutig identifiziert. Dieser dient ausschließlich dem Marketing und zur Steigerung des Wiedererkennungswertes. Während zu Beginn der Auflegung der Offenen Immobilienfonds die KAGs relativ schlichte Bezeichnungen verwendeten, wie beispielsweise „iii-Fonds Nr. 1“, „iii-Fonds Nr. 2“ und „iii-Fonds Nr.3“, werden mittlerwei-



le prägnantere Namen gewählt. Die Anlagestrategie des Fonds spiegelt sich heutzutage bereits in der Namensgebung wieder. So deuten Fondsnamen wie zum Beispiel „EURO ImmoProfil“ oder „grundbesitz-global“ auf die geografische Ausrichtung der Anlagetätigkeiten hin.

#### - **ISIN**

Die International Securities Identifikation Number ist eine international gültige Wertpapierkennnummer (WKN) und dient der einwandfreien Identifikation jedes Offenen Immobilienfonds. Seit 22.04.2003 werden in Deutschland für alle Wertpapiere und Fonds die bis dahin verwendeten, und weiterhin noch gültigen nationalen WKN, durch die ISIN ersetzt. Bei der ISIN handelt es sich um eine neunstellige Nummer mit vorangestelltem ISO-Länderkennzeichen (DE für Deutschland) und gefolgt von einer einstelligen Prüfziffer, die sich aus den voranstehenden neun Zeichen rechnerisch ermitteln lässt.

Eine solche Nummer, wie zum Beispiel die des Deka-ImmobilienEuropa, lautet DE 000 980 056 6. Bei der Betrachtung fällt auf, dass die in Deutschland verwendeten ISIN praktisch nur über sechs Zahlen verfügen. Dies kommt von der Generierung der Nummern aus den alten WKN. Für die Umwandlung von WKN in ISIN wurde nur die WKN in das ISIN-Schema integriert. So stellen bei älteren Fonds und Wertpapieren die Ziffern vier bis neun die frühere WKN dar.

Allerdings ist die ISIN, international betrachtet, eher ein Pseudostandard, da er in den Vereinigten Staaten nicht verwendet wird. Dort hält man weiterhin am nationalen Standard fest, wobei die ISIN für den grenzüberschreitenden Handel eingesetzt wird. Bemängelt wird, dass der ISIN-Code keine weiterführenden Angaben beispielsweise über die verwendete Währung enthält. Diese Daten müssen weiterhin, wie bisher, zusätzlich in anderen Formaten übermittelt werden.

#### - **Kapitalanlagegesellschaft**

Hierbei handelt es sich um die Gesellschaft, welche den Fonds aufgelegt hat, die Investitionen tätigt sowie die Gelder der Anleger verwaltet und investiert. Eine KAG kann mehrere Offene Immobilienfonds auflegen. Bis auf eine Ausnahme sind die KAGs, die Offene Immobilienfonds betreiben, an Banken bzw. Versicherungen gebunden und stellen „Untergesellschaften“ dieser dar.

#### - **Auflegungsdatum**

Das Auflegungsdatum eines Fonds bestimmt den eigentlichen Starttermin eines Offenen Immobilienfonds. Zu diesem Datum wird das Sondervermögen, das im Eigentum der KAG steht, aufgelegt.

Der Vertrieb muss zu diesem Zeitpunkt noch nicht starten, sondern ist davon unabhängig, ebenso wie die Festlegung des Geschäftsjahres eines Fonds. Allerdings beziehen sich Fristen, wie zum Beispiel die Vier-Jahres-Option zur Überschreitung der Maximalen Liquidität von 49 %, auf dieses Datum.

#### - **Geografie**

Hierunter ist die geografische Streuung der im Fonds befindlichen Immobilien zu verstehen. Jeder Fonds hat eine strategische Ausrichtung was seine geografische Struktur betrifft. Waren zu Beginn der Fondsära hauptsächlich Gebäude in deutschen Ballungsräumen Zielobjekte, so verlagert sich dies, aufgrund steigender Leerstandsdaten und schwindender Renditen, mehr und mehr



ins Ausland. Durch dass InvG ist die Grundlage geschaffen worden, dass sich Offene Immobilienfonds schwerpunktmäßig im Ausland platzieren. In der Tabelle sind die Schwerpunkte der Investitionen des jeweiligen Fonds fett gedruckt.

#### - **Nutzungsarten**

Ähnlich wie bei der geografischen Diversifizierung der Objekte, ist ein Fonds ebenfalls immer versucht, die Nutzungsarten seiner Immobilien zu streuen. Aus der Tabelle ist ersichtlich, welche Nutzungsarten der jeweilige Offene Immobilienfonds in seinem Portfolio hält. Ebenfalls ist die Nutzungsart, auf welcher der Schwerpunkt der Anlagetätigkeit basiert fett dargestellt. Der Markt an für Offene Immobilienfonds interessanten Objekten gliedert sich im wesentlichen auf in folgende Bereiche:

- **Bürogebäude (auch Büro und Praxen) (B/P)**  
Objekte, die hauptsächlich über Flächen für Büroräume und Praxen verfügen.
- **Handel (H)**  
Objekte, die Geschäfte des Einzelhandels beherbergen und hauptsächlich dem Einkauf von Privatpersonen dienen.
- **Hotellerie (Hot.)**  
Objekte, die von Hotel- und Gastronomiebetrieben genutzt werden.
- **Lager und Service (L/S)**  
Die Flächen dieser Kategorie beziehen sich einerseits auf Flächen innerhalb von Immobilien, die dem Mieter als Lager dienen bzw. für technische Einrichtungen benötigt werden. Andererseits verfügen manche Fonds über reine Logistikobjekte, die ausschließlich zur Lagerung und für den Umschlag von Waren genutzt werden.

Weiterhin sind andere Nutzungsarten teilweise angegeben, wie zum Beispiel Stellplätze und Garagen (Gar), wenn diese zu einem wesentlichen Teil zum Immobilienvermögen beitragen. Geringfügig vertretene Nutzungsarten werden in der Tabelle nicht ausgewiesen.

#### - **Anzahl Liegenschaften**

Die Anzahl der Liegenschaften bezieht sich auf die Menge der Objekte die ein Offener Immobilienfonds insgesamt zu seinem Portfolio zählt. Hierbei wird nicht unterschieden, ob die Objekte direkt oder über eine Grundstücksgesellschaft gehalten werden.

#### - **Anz. Beteiligungen GG**

Diese Rubrik gibt die Anzahl an Objekten an, die nicht direkt, sondern über eine Grundstücksgesellschaft gehalten wird.

#### - **Bautätigkeiten**

Diese Tabellenkategorie weist nur aus, ob der Offene Immobilienfonds, zusätzlich zu den fertigen und genutzten Immobilien, eigene Gebäude erstellt. Diese Bautätigkeiten sind nicht bei allen Fonds gegeben, da vor allem kleinere Fonds



eher in erstellte und vermietete Objekte investieren, anstatt sich dem Risiko des Baus und der Mietersuche auszusetzen.

#### - **Währung**

Hier wird angegeben, in welcher Währung der OIF aufgelegt ist. Mit dieser werden auch die Umsätze getätigt und ausgewiesen, sowie Verkehrswerte der Immobilien bestimmt. In der Regel wählen die Kapitalanlagegesellschaften den Euro, da sich ihre Hauptaktivitäten auf den Euroraum erstrecken. Zur Zeit gibt es aber auch einen Fonds, der als Währung den US \$ verwendet. Das bietet sich in diesem speziellen Fall an, da ausschließlich in Immobilien in den Vereinigten Staaten investiert wird.

#### - **Fondsvermögen**

Unter dem Fondsvermögen versteht man den Betrag, in der ausgewiesenen Währung, der sich aus der Summe folgender Einzelvermögen:

- Immobilienvermögen
- Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften
- Liquiditätsanlagen
- Sonstiger Vermögensgegenstände

abzüglich

- Verbindlichkeiten und Rückstellungen

ergibt.

#### - **Immobilienvermögen**

Diese Kategorie stellt das Vermögen an den direkt gehaltenen Immobilien dar. Das heißt, es ist die Summe der Verkehrswerte aller Objekte im Fonds.

#### - **Beteiligungen GG**

Summe der Verkehrswerte, aller Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften; bei anteiligen Beteiligungen entsprechend angepasst.

#### - **Liquiditätsanlagen**

Summe der liquiden Mittel, die konservativ auf dem Geldmarkt investiert sind. In der Regel splitten die Fondsgesellschaften Gelder unter verschiedenen Anlagearten auf. Diese sind zumeist:

- Bankguthaben (festverzinslich, mit Fälligkeit innerhalb eines Jahres)
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Geldmarktpapiere

#### - **Verbindlichkeiten**

Hier sind die Gelder aufgeführt, die sich aus den verschiedenen finanziellen Verbindlichkeiten eines Fonds ergeben. Die häufigsten Verbindlichkeiten ergeben sich aus:

- Krediten
- Grundstückskäufen und Bauvorhaben



- Grundstücksbewirtschaftungen

Des Weiteren sind unter dieser Rubrik auch die Rückstellungen für sogenannte latente Steuern inkludiert, wie sie beim Verkauf eines Objektes im Ausland anfallen. Genauere Erläuterungen hierzu finden sich im Abschnitt 5.2.1.

- **Immobilienrendite**

Darunter versteht man die Wertentwicklung der nicht in liquiden Mitteln investierten Vermögenswerte eines Offenen Immobilienfonds. Für einen Offenen Immobilienfonds stellt dieser Posten die wichtigste Komponente bei den Renditen dar, da der größte Teil der Mittel in Immobilien angelegt ist. Die Performance des Fonds wird deshalb im Wesentlichen von dieser Rendite beeinflusst. Die Immobilienrendite selbst hängt von der Objektbewertung, den erzielten Mieteinnahmen und anderen Faktoren (Verwaltungskosten, etc.) ab. Es wird die Gesamtimmobilienrendite angegeben.

- **Liquiditätsrendite**

Hierbei handelt es sich um die Wertentwicklung der liquiden Mittel eines Fonds. Neben der Immobilienrendite trägt sie hauptsächlich zur Fondsrendite bei.

- **Fondsrendite n. A.**

Es wird die Fondsrendite nach Abzug der Fondskosten ausgewiesen. Hierunter versteht man die Wertentwicklung des gesamten Offenen Immobilienfonds. Sie setzt sich aus den zuvor beschriebenen Renditekomponenten zusammen. Entscheidend für den Renditewert ist deshalb auch das Verhältnis zwischen in Immobilien investierten und liquiden Mitteln. Eine andere, sehr geläufige Bezeichnung für diese Fondsrendite ist „Performance“. Die Berechnung erfolgt bei den Fondsgesellschaften in der Regel nach der sogenannten BVI-Methode.

In Anlage B befindet sich eine detaillierte Beschreibung der verwendeten BVI-Methode zur Ermittlung der Rendite

- **TER**

TER steht für Total Expense Ratio, was sich auf deutsch als Gesamtkostenquote beschreiben lässt. Auf internationaler Ebene ist die TER als Indikator für die Kostenbelastung eines Fonds anerkannt. Sie gibt an, in welchem Verhältnis die Kosten, wie Vergütungen der Fondsgesellschaft, der Depotbank und des Sachverständigenausschusses, zum durchschnittlichen Fondsvermögen innerhalb eines Geschäftsjahres stehen. Da die TER nur bezüglich des Geschäftsjahres veröffentlicht wird, finden sich in der Tabelle bei Fonds, deren Daten sich auf einen Halbjahresbericht beziehen, keine Angaben.



<i>Fondsname:</i>	AXA Immoselect	HAUS-INVEST global	HAUS-INVEST europa
<i>ISIN:</i>	DE 000 984 645 1	DE 000 254 473 1	DE 000 980 701 6
<i>KAG:</i>	AXA Investment Managers Deutschland	Commerz Grundbesitz-Investment- gesellschaft mbH	Commerz Grundbesitz-Investment- gesellschaft mbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	03.06.2002	23.12.2003	07.04.1972
<i>Geografie:</i>	I, NL, B, D, F, A	USA, K, CZ	F, D, GB, NL, P, S, I, A, B
<i>Nutzungsarten:</i>	B/P, H, Hot., L/S	H, B/P, Hot.	B/P, H, Hot., L/S
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	13	10	153
<i>Anz. Beteiligungen. GG:</i>	1	10	10
<i>Bautätigkeiten:</i>	nein	nein	ja
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	686.568.844,67 €	1.248.427.469,56 €	10.947.680.068,92 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	312.748.000,00 €	933.500.000,00 €	10.392.428.638,50 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	16.618.854,90 €	510.334.254,41 €	1.138.809.498,86 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	428.848.151,59 €	714.668.265,52 €	1.967.885.148,90 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	110.738.164,67 €	22.937.226,66 €	3.263.796.696,62 €
<i>Immobilienrendite:</i>	2,99 % (HJ)	k. A.	Halbjahr
<i>Liquiditätsrendite:</i>	1,03 % (HJ)	k. A.	Halbjahr
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	1,66 % (HJ)	2,00 %	2,7 % (HJ)
<i>TER:</i>	Halbjahr	0,64 %	Halbjahr
<i>Stand:</i>	10/04	09/04	09/04



<i>Fondsname:</i>	CS EUROREAL	grundbesitz-invest	grundbesitz-global
<i>ISIN:</i>	DE 000 980 500 2	DE 000 980 700 8	DE 000 980 705 7
<i>Kapitalanlagegesellschaft:</i>	CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT Immobilien Kapitalanlagegesellschaft mbH	DB Real Estate investment GmbH	DB Real Estate investment GmbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	06.04.1992	27.10.1970	25.07.2000
<i>Geografie:</i>	D, GB, F, NL, ES, B, I, P	D, GB, F, NL, ES, I	F, GB, S, USA, S-Kor, A, H, PI, CZ, J, I, B, ES
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P</b> , H, Gar, L/S	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S	<b>B/P</b> , H, L/S
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	89	133	38
<i>Anz. Beteiligungen. GG:</i>	7	3	17
<i>Bautätigkeiten:</i>	ja	ja	ja
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	5.222.254.665,34 €	7.801.664.489,31 €	2.527.920.486,51 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	3.230.978.551,48 €	6.897.535.026,52 €	1.222.606.664,79 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	301.802.737,96 €	202.636.941,11 €	668.929.278,70 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	2.122.640.446,78 €	1.494.120.452,60 €	683.516.669,35 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	784.797.410,94 €	1.098.018.465,04 €	438.853.189,96 €
<i>Immobilienrendite:</i>	6,80 %	3,70 %	Halbjahr
<i>Liquiditätsrendite:</i>	2,30 %	2,50 %	Halbjahr
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	4,10 %	2,70 %	4,5 % (HJ)
<i>TER:</i>	0,70 %	0,64 %	Halbjahr
<i>Stand:</i>	09/04	09/04	09/04



<i>Fondsname:</i>	DEGI INTERNATIONAL	GRUNDWERT-FONDS	Deka-ImmobilienEuropa
<i>ISIN:</i>	DE 000 800 799 8	DE 000 980 780 0	DE 000 980 956 6
<i>Kapitalanlagegesellschaft:</i>	DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH	DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH	Deka Immobilien Investment GmbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	17.02.2003	07.11.1972	20.01.1997
<i>Geografie:</i>	<b>F</b> , GB, I, S, B	<b>D</b> , GB, NL, I	<b>D</b> , GB, F, NL, A, USA, ES, S, Aus, B, J, L, H
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P</b> , H	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	11	76	100
<i>Anz. Beteiligungen. GG:</i>	3	1	21
<i>Bautätigkeiten:</i>	nein	nein	ja
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	859.511.969,49 €	6.104.252.922,88 €	9.875.058.347,10 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	767.795.539,56 €	5.393.372.296,15 €	5.524.893.396,75 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	158.212.146,27 €	167.648.887,88 €	955.023.020,16 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	329.745.643,44 €	1.264.588.205,98 €	3.966.780.636,71 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	424.959.331,50 €	894.708.983,82 €	1.282.460.612,15 €
<i>Immobilienrendite:</i>	6,70 %	2,90 %	4,60 %
<i>Liquiditätsrendite:</i>	2,20 %	2,10 %	2,20 %
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	4,00 %	2,30 %	2,90 %
<i>TER:</i>	1,19 %	0,75 %	0,66 %
<i>Stand:</i>	12/04	09/04	09/04



<i>Fondsname:</i>	Deka-ImmobilienFonds	Deka-ImmobilienGlobal	DIFA-GRUND
<i>ISIN:</i>	DE 000 980 950 9	DE 000 748 361 2	DE 000 980 551 5
<i>Kapitalanlagegesellschaft:</i>	Deka Immobilien Investment GmbH	Deka Immobilien Investment GmbH	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft
<i>Auflegungsdatum:</i>	03.11.1967	28.10.2002	01.04.1985
<i>Geografie:</i>	<b>D</b> , GB, ES, F, NL, DK, B	<b>GB</b> , F, Aus, D, I, S, ES, J, S-Kor, L, B, USA, NL, CZ	<b>D</b> , F, USA, GB, B, ES
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	147	25	69
<i>Anz. Beteiligungen GG:</i>	10	8	7
<i>Bautätigkeiten:</i>	Ja	Ja	Ja
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	5.540.936.428,56 €	2.072.331.162,74 €	6.471.576.518,59 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	5.141.774.728,16 €	1.140.261.511,06 €	3.876.663.918,11 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	732.501.409,21 €	313.031.491,86 €	586.764.158,44 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	337.990.448,55 €	974.923.262,07 €	2.774.739.237,60 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	1.084.294.626,76 €	553.793.902,80 €	1.033.087.851,58 €
<i>Immobilienrendite:</i>	1,70 %	6,10 %	4,30 %
<i>Liquiditätsrendite:</i>	2,20 %	2,20 %	2,90 %
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	1,10 %	2,90 %	3,00 %
<i>TER:</i>	0,63 %	0,82 %	0,66 %
<i>Stand:</i>	09/04	09/04	09/04



<i>Fondsname:</i>	DIFA-Fonds Nr. 1	DIFA-Global	HANSAimmobilia
<i>ISIN:</i>	DE 000 980 550 7	DE 000 980 555 6	DE 000 981 770 0
<i>KAG:</i>	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft	HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	01.07.1966	01.04.2004	04.01.1988
<i>Geografie:</i>	<b>D</b> , GB, F, B	<b>F</b>	<b>D</b> , GB, B, L, NL, F
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S	<b>B/P</b> , H, Gar, L/S	<b>B/P</b> , L/S, H
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	99	3	44
<i>Anz. Beteiligungen GG:</i>	4	0	1
<i>Bautätigkeiten:</i>	ja	nein	ja
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	8.532.412.602,04 €	366.043.779,19 €	499.433.526,84 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	6.653.152.779,06 €	98.065.000,00 €	536.388.654,64 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	570.135.463,89 €	0,00 €	6.276.774,21 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	2.280.732.197,14 €	307.315.186,61 €	78.871.854,18 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	1.082.281.116,02 €	43.067.114,67 €	132.951.182,03 €
<i>Immobilienrendite:</i>	Halbjahr	k. A.	1,50 %
<i>Liquiditätsrendite:</i>	Halbjahr	k. A.	5,00 %
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	2,00 %	k. A.	1,60 %
<i>TER:</i>	Halbjahr	k. A.	0,61 %
<i>Stand:</i>	09/04	09/04	10/04



<i>Fondsname:</i>	EURO ImmoProfil (vereint iii-Fonds Nr.1 u. Nr.2 ab 01/05)	iii-Fonds Nr. 3 (ab 04/05: INTER ImmoProfil)	KanAm grundinvest Fonds
<i>ISIN:</i>	DE 000 982 001 9	DE 000 982 006 8	DE 000 679 180 9
<i>Kapitalanlagegesellschaft:</i>	Internationales Immobilien-Institut GmbH	Internationales Immobilien-Institut GmbH	KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	01.05.1965 bzw.1959	18.03.1998	15.11.2001
<i>Geografie:</i>	D, GB, NL, SF	D, GB, S, B, NL, CH, F, I	F, USA, NL, B, GB, L
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P, H, L/S</b>	<b>B/P, H, L/S</b>	<b>B/P, H, L/S</b>
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	49	30	22
<i>Anz. Beteiligungen. GG:</i>	0	1	4
<i>Bautätigkeiten:</i>	nein	ja	Nein
<i>Währung:</i>	€	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	1.127.889.835,08 €	1.142.940.423,70 €	1.945.058.125,73 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	1.366.118.088,07 €	862.300.049,82 €	2.340.782.844,24 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	0,00 €	43.894.082,26 €	170.237.051,34 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	70.456.802,43 €	437.140.414,29 €	404.391.440,62 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	326.002.263,21 €	13.680.569,18 €	1.111.411.533,32 €
<i>Immobilienrendite:</i>	2,80 %	4,60 %	Halbjahr
<i>Liquiditätsrendite:</i>	2,30 %	2,80 %	Halbjahr
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	2,20 %	3,30 %	6,7 % (HJ)
<i>TER:</i>	0,59 %	0,56 %	Halbjahr
<i>Stand:</i>	12/04	09/04	12/04



<i>Fondsname:</i>	KanAm US-grundinvest Fonds	SEB ImmoInvest	UBS 3 Kontinente (bis 2004 SKAG 3 Kontinente)
<i>ISIN:</i>	DE 000 679 181 7	DE 000 980 230 6	DE 000 977 268 1
<i>Kapitalanlagegesellschaft:</i>	KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH	SEB Immobilien-Investment GmbH	UBS Real Estate Kapitalanlagegesellschaft mbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	20.05.2003	02.05.1989	13.10.2003
<i>Geografie:</i>	<b>USA</b>	<b>D, F, I, USA, NL, ES, B, H, L, A, GB, S</b>	<b>D, USA</b>
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P, H</b>	<b>B/P, H, L/S, Hot.</b>	<b>B/P, L/S</b>
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	6	106	2
<i>Anz. Beteiligungen GG:</i>	4	5	1
<i>Bautätigkeiten:</i>	nein	Ja	nein
<i>Währung:</i>	US \$	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	453.744.743,39 US\$	4.889.662.786,84 €	179.067.061,78 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	314.000.000,00 US\$	3.431.617.542,21 €	23.650.000,00 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	226.187.074,50 US\$	132.933.760,24 €	22.445.447,76 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	57.720.865,18 US\$	1.890.829.452,48 €	133.749.212,61 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	149.272.621,34 US\$	927.209.247,21 €	1.960.540,90 €
<i>Immobilienrendite:</i>	Halbjahr	6,70 %	Halbjahr
<i>Liquiditätsrendite:</i>	Halbjahr	2,70 %	Halbjahr
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	8,1 % (HJ)	4,70 %	4,40 %
<i>TER:</i>	Halbjahr	0,56 %	Halbjahr
<i>Stand:</i>	09/04	09/04	10/04



<i>Fondsname:</i>	WestInvest 1	WestInvest InterSelect
<i>ISIN:</i>	DE 000 980 140 7	DE 000 980 142 3
<i>KAG:</i>	WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH	WestInvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH
<i>Auflegungsdatum:</i>	02.08.1989	02.10.2000
<i>Geografie:</i>	<b>D</b> , GB, F, NL, B, A	<b>D</b> , F, B, NL, I, A, ES
<i>Nutzungsarten:</i>	<b>B/P</b> , L/S, Hot., H	<b>B/P</b> , H, Hot., L/S
<i>Anzahl Liegenschaften:</i>	94	36
<i>Anz. Beteiligungen GG:</i>	1	4
<i>Bautätigkeiten:</i>	ja	ja
<i>Währung:</i>	€	€
<i>Fondsvermögen:</i>	3.309.208.730,57 €	2.022.797.274,46 €
<i>Immobilienvermögen:</i>	2.434.000.390,43 €	1.679.376.265,51 €
<i>Beteiligungen GG:</i>	38.840.000,00 €	176.224.000,00 €
<i>Liquiditätsanlagen:</i>	984.440.578,42 €	391.136.702,95 €
<i>Verbindlichkeiten:</i>	253.378.122,43 €	422.587.944,32 €
<i>Immobilienrendite:</i>	4,70 %	Halbjahr
<i>Liquiditätsrendite:</i>	2,20 %	Halbjahr
<i>Fondsrendite n. A.:</i>	3,00 %	1,9 % (HJ)
<i>TER:</i>	0,78 %	Halbjahr
<i>Stand:</i>	09/04	09/04



Bei der Betrachtung der Fondsübersicht wird schnell die globale Ausdehnung der Offenen Immobilienfonds deutlich. Zum Stand der Tabelle waren die Fonds in insgesamt 20 Staaten auf vier Kontinenten investiert. Mittlerweile kamen bereits wieder neue Belegenheitsstaaten hinzu, da zum Beispiel in Mexiko eine erste Immobilien erworben wurde.

Zu dieser geografischen Ausbreitung der Fonds passt auch die verstärkte Neuauflegung von Offenen Immobilienfonds in den letzten Jahren. Angefacht durch das schwindende Vertrauen der Anleger in Aktieninvestments nach der Aktienkrise um das Jahr 2000, erkämpften sich die OIF einen großen Anteil am Investmentvolumen. Dies war nur möglich indem neue Fonds mit moderneren, internationaleren Zielsetzungen aufgelegt wurden. Von den 23 in der Tabelle aufgeführten Fonds entstanden insgesamt neun Fonds in den Jahren 2000 bis 2004. In diesem Zeitraum etablierte sich mit der KanAm grund zusätzliche sogar eine weitere Kapitalanlagegesellschaft, die bisher auf andere Assetklassen spezialisiert war. Wie Abbildung 3 verdeutlicht, gelang es diesen jungen Fonds bereits einen erheblichen Anteil am gesamten Fonds- und Immobilienvermögens auf sich zu vereinen. Knapp die Hälfte, der in dieser Zeit zugeflossenen Geldmittel von ca. 30 Milliarden Euro, befinden sich in diesen jungen Fonds.

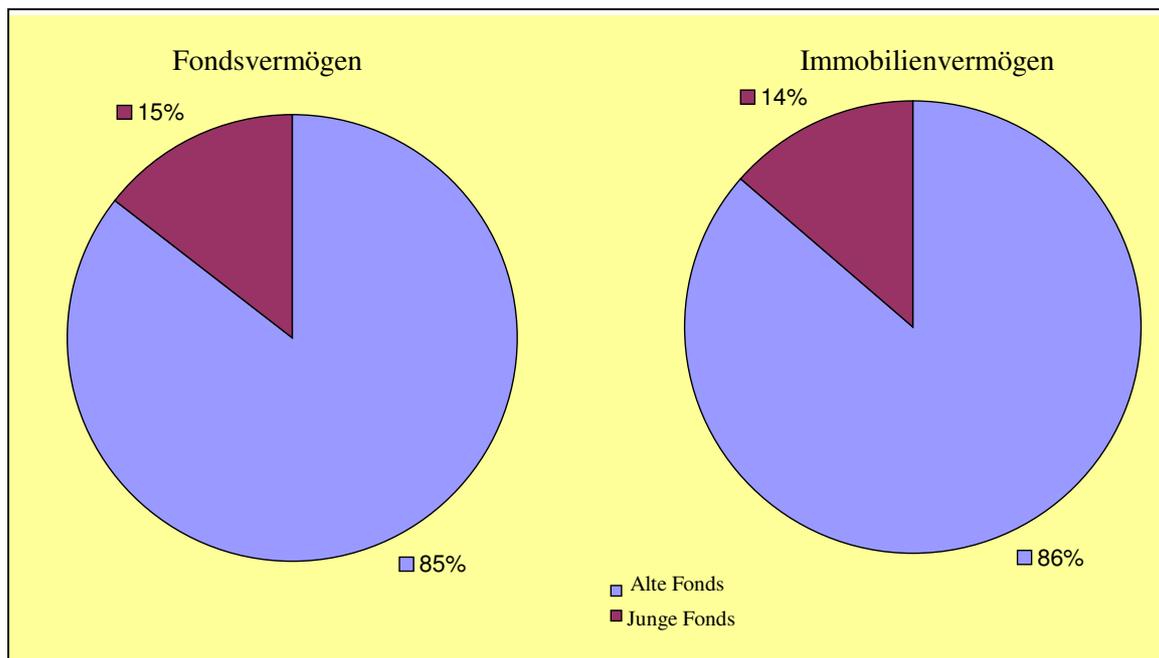


Abb. 3: *Anteile der jungen Fonds am Fonds- bzw. Immobilienvermögen(Stand: ca. 09/04)*

Zum Zeitpunkt der für die Aufstellung der obigen Tabelle verwendet wurde, d. h. ca. 09/04 befanden sich insgesamt 1345 Liegenschaften im Besitz der Offenen Immobilienfonds. Hiervon wurden 1222 Objekte direkt und 123 über Beteiligungen an Grundstücksgesellschaften gehalten. Mit einer stattlichen Anzahl von 153 Objekten, davon nur 10 GG-Beteiligungen, war der HAUS-INVEST europa der CGI



der umfangreichste Fonds. Dieser seit über 30 Jahren aufgelegte Fonds war mit einem Fondsvermögen von fast 11 Milliarden ebenfalls auf Platz eins. Der jüngste Fond innerhalb der Tabelle, der DIFA-Global, war bereits ein halbes Jahr nach Auflegung im Direktbesitz von drei französischen Objekten, im Immobilienwert von rd. 100 Mio. Euro. Auffallend bei diesem Fonds ist die hohe Liquidität von über 300 Mio. Euro bei einem Gesamtvolumen von ca. 360 Mio. Euro. Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei dem vergleichbar jungen UBS 3 Kontinente ab. Hier bestand ein Jahr nach der Auflegung das Fondsvermögen zu rd. 74% aus liquiden Mittel. Es wird deutlich, dass es für die Manager eines jungen Fonds nicht einfach ist, das investierte Geld der Anleger sehr zeitnah in vielversprechende Immobilien anzulegen. Allerdings gibt es auch Fonds, wie zum Beispiel den KanAm US-grundinvest Fonds, der nach 16 Monaten bei einem Fondsvermögen von 450 Mio. Euro bereits einen Immobilienanteil von 70% ausweisen kann.

Solche Zahlen machen deutlich, dass es keine pauschalen Rezepte bei der Analyse der aufgelegten Fonds gibt. Es zeichnen sich zwar logisch erklärbare Trends und Verhaltensmuster ab, die aber häufig von einzelnen Fonds, die abweichende Strategien verfolgen, durchbrochen werden.



## 4 Rechtliche Grundlagen bei Offenen Immobilienfonds

Dieser Abschnitt befasst sich mit den Vorgaben, die der Gesetzgeber für die Offenen Immobilienfonds vorschreibt. Im Gegensatz zu anderen Investitionsarten, wie beispielsweise den Geschlossenen Immobilienfonds stehen die Offenen Immobilienfonds auf einem sehr soliden gesetzlichen Fundament, das relativ wenig Spielraum für eigenmächtiges Handeln lässt.

### 4.1 Gesetzliche Vorgaben für Offene Immobilienfonds

Eine Vielzahl von Gesetzen, wie zum Beispiel:

- Gesetz über das Kreditwesen
- Gesetz über die Deutsche Bundesbank
- Versicherungsaufsichtsgesetz
- Außenwirtschaftsgesetz
- Allgemeines Vertragsrecht

sorgen für eine gesetzliche Regelung bezüglich aller Geschäftstätigkeiten einer deutschen Fondsgesellschaft und deren Investitionen im Inland aber auch teilweise im Ausland. Bei Anlagen im Ausland sieht sich eine Kapitalanlagegesellschaft zusätzlich dem jeweiligen nationalen Recht unterworfen, was bei Verträgen und dem damit verbundenen Vertragsrecht deutlich wird.

Bisher blieb das wichtigste Gesetz, das sich ausschließlich mit dem Bereich des Investments befasst, noch unerwähnt:

- **Das Investmentgesetz (InvG).**

Am 01. 01. 2004 trat das Investmentgesetz in Kraft und löste das bis dahin gültige, Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) ab. Das InvG stellt die verbindliche Rechtsgrundlage für Offene Immobilienfonds dar. Es untergliedert sich insgesamt in sechs Kapitel, wie sie in Abbildung 4 dargestellt sind:



Abb. 4: Das Investmentgesetz mit seinen Wirkungsfeldern



- Kap. 1: Allgemeine Bestimmungen

Ein erster Abschnitt definiert den Anwendungsbereich des InvG, und Begriffe wie beispielsweise den des „Sondervermögens“. Weiterhin wird auf die Namensgebung von Fonds eingegangen und es werden die Hierarchiestruktur und Kontrollinstanzen bestimmt.

Ein Abschnitt des ersten Kapitels befasst sich eingehend mit den Kapitalanlagegesellschaften und allen gesetzlichen Vorgaben, die für deren einwandfreien Betrieb notwendig sind. So werden zum Beispiel das Mindestkapital und etwaige Meldefristen festgelegt.

Die Bestellung und Funktion der verbindlich vorgeschriebenen Depotbank wird in einem dritten Abschnitt erläutert.

- Kap. 2: Sondervermögen

Es werden in diesem sehr umfangreichen Kapitel alle Regelungen bezüglich des Sondervermögens getroffen, darunter u. a. die Treuhänderschaft, die Stimmrechtsausübung, die Zusammensetzung des Sondervermögens und das Verkaufsprospekt mit seinen Mindestinhalten. Es ist der wichtigste Abschnitt innerhalb des InvG in Bezug auf die Interessen eines Offenen Immobilienfonds.

Von sehr großem Interesse für die Bewertung des Sondervermögens sind die Maßgaben für das Immobilien-Sondervermögen im dritten Abschnitt. Hierin werden die Bewertung der Immobilien, und der Sachverständigenausschuss definiert, sowie die Vorgehensweisen, soweit gesetzlich erwünscht, vorgeschrieben. Besonders hervorzuheben sind hierbei die Paragraphen 70 (Bewertung) und 77 (Sachverständigenausschuss).

- Kap. 3: Investmentaktiengesellschaft

In diesem Kapitel geht das Gesetz auf die Investmentaktiengesellschaft ein, einer weiteren Form der Immobilienanlage.

- Kap. 4: Sondervermögen mit zusätzlichen Risiken (Hedgefonds)

Die in Deutschland relativ junge Investmentmöglichkeit der sogenannten Hedgefonds, die ebenfalls über ein Sondervermögen verfügen, erhält in diesem Kapitel ihren gesetzlichen Rahmen.

- Kap. 5: Vertriebsvorschriften

Der Vertrieb von Anteilen an Investmentmodellen, die in den Anwendungsbereich des InvG fallen wird hierin definiert. Hierunter sind insbesondere Vorgaben zur Anlegerinformation, der verwendeten Sprache, der Art der Werbung und den möglichen Widerrufsrechten, etc. gemacht.

- Kap. 6: Bußgeld und Übergangsvorschriften

Im abschließenden Kapitel definiert das InvG Maßnahmen, die dazu führen, dass der Verantwortliche bei deren Missachtung eine Ordnungswidrigkeit im Sinne dieses Gesetzes begeht.

Das Investmentgesetz trat mit Wirkung zum 01.01.2004 in Kraft. Da sich für die bestehenden Offenen Immobilienfonds aber teilweise erhebliche Veränderungen ergeben, dürfen auf die am 01.01.2004 bereits bestehenden Sondervermögen



weiterhin die Regelungen des KAAG bis zum 13.02.2007 angewendet werden. Vertragsbedingungen, die sich noch auf das Finanzmarktförderungsgesetz beziehen, müssen bis zum Beginn des Jahres 2006 angepasst werden. Allerdings sind die Fondsgesellschaften selbst daran interessiert die neuen Regelungen baldmöglichst umzusetzen, da ihnen daraus u. a. erweiterte Investitionsmöglichkeiten erwachsen. Der Umstellungsprozess ist für den Anleger bereits deutlich anhand einiger Indizien zu erkennen. Die Investitionen verlagern sich verstärkt ins Ausland und der bisherige Rechenschaftsbericht wird nun oft bereits als Jahresbericht bezeichnet und erscheint mit erweiterten Inhalten.

Abschließend ist zu sagen, dass die Anlageform der Offenen Immobilienfonds durch dieses neue Gesetz weiter gesetzlich gefestigt wurde. Für den Anleger bedeutet dies noch mehr Sicherheit bei der Investition seines Vermögens.

## 4.2 Nationales und internationales Recht

Die zuvor beschriebene Gesetzgebung in Deutschland ist zwingend für alle zur Zeit aufgelegten Offenen Immobilienfonds. Dies ist der Fall, da es bei den OIF nur Kapitalanlagegesellschaften mit Sitz in Deutschland gibt und daher der Gerichtsstand ebenfalls in der Bundesrepublik liegt. Diese aktuelle Situation wird sehr wahrscheinlich auch in der nahen Zukunft keinen Veränderungen unterworfen sein, da es derzeit keine ausländischen Kapitalanlagegesellschaften mit Offene Immobilienfonds nach deutschem Standard gibt und vermutlich in dieser Form nicht geben wird. Es existieren zwar neuartige Fondsstrukturen ausländischer Fondsgesellschaften, die ähnlich funktionieren wie ein Offener Immobilienfonds. Diese sind aber eindeutig als anderes Produkt zu erkennen. Wer in einen Offenen Immobilienfonds einer deutschen Kapitalanlagegesellschaft investiert, kann sicher sein, dass er die momentan gültige Rechtsprechung auf seiner Seite hat, die sich bewährt hat und allgemein anerkannt ist.

Die Internationale Rechtsprechung wird nur tangiert, wenn eine Immobilie im Ausland gekauft oder veräußert wird. In einem solchen Fall sind die nationalen

- Steuergesetze
- Vertragsrechte

zu beachten. Da die steuerliche Veranlagung zumeist am Immobilienstandort durchgeführt wird, gelten die Steuergesetze des jeweiligen Landes. Ebenso verhält es sich mit Details bei den Verträgen über Kauf und Verkauf und den damit verbundenen gesetzlichen Abläufen zu deren Abwicklung (Fristen, involvierte Personen, wie Notar etc.). Ansonsten wird sich der Anleger keine Gedanken zu eventuellen Auswirkungen ausländischer Gesetze auf seine Geldanlage machen müssen.

## 4.3 Aktuelle Rechtsprechung

Sehr interessant ist die Tatsache, dass es zur Zeit noch keine Urteile bezüglich Offener Immobilienfonds gibt. Wer sich auf die Suche nach aktuellen Beispielen für Klagen gegen Offene Immobilienfonds begibt, wird vermutlich enttäuscht werden. Während es in der ähnlichen Anlageform der Geschlossenen Immobilienfonds regelmäßig zu Gerichtprozessen zwischen enttäuschten Anlegern und der Fondsgesellschaft kommt, fristen die Offenen Immobilienfonds bezüglich dieser



Thematik ein ruhiges Dasein. Vor dem Bundesgerichtshof wurden bisher noch keine Urteile zu Offenen Immobilienfonds gefällt und es sind aktuell keine in Vorbereitung. In niederen Instanzen wurden ebenfalls keine Urteile ausgesprochen, die Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit der Fonds haben.

Aus dieser Situation sollte nicht sofort der Schluss gezogen werden, dass es bei den Offenen Immobilienfonds keine enttäuschten Anleger gäbe. Dem ist wohl nicht so. Doch ist anzunehmen, dass die vorwiegende Anlegerklientel eher realitätsbezogen agiert und sich bewusst langfristige Anlageziele in einer risikoarmen Investition gesetzt hat. Die Erwartungen an die Investition wurden von den Fonds in der Vergangenheit erfüllt und die Mehrzahl der Investoren war mit dem erhaltenen Gewinn überdurchschnittlich erfolgreich, im Vergleich zu anderen, ähnlich sicheren Anlageformen.

Allerdings bleibt abzuwarten, ob es in der Zukunft bei dieser Harmonie zwischen Anlegern und Fondsgesellschaft bleibt. Die schwindende Performance, die Diskussion über die Bewertung der Immobilien und die Personaldebatten des vergangenen Jahres könnten manchen Anleger auf die Idee bringen, sich seine möglicherweise entgangenen Gewinne auf dem Gerichtsweg einzuklagen. Mit Sicherheit werden derartige Überlegungen auftauchen. Die Kapitalanlagegesellschaften sehen solch einer möglichen Entwicklung durchaus noch gelassen entgegen, da sie sich durch ihre gewissenhafte Arbeitsweise auf rechtlich sicherem Grund fühlen können.



## 5 Steuerliche Aspekte bei Offenen Immobilienfonds

Die steuerliche Behandlung Offener Immobilienfonds birgt für den Laien ein beinahe unüberwindbares Dickicht an Bestimmungen. Selbst für einen Steuerspezialisten ist dieses Arbeitsgebiet eine Herausforderung, bei der er sich mehreren, in ihrer Ausprägung unterschiedlichen, Problemstellungen gegenüber sieht:

1. Besteuerung auf der Anlegerseite
2. Besteuerung der Fondsgesellschaft
3. Steuerliche Regelungen im Ausland

Besonders die mit einer fortschreitenden Internationalisierung der Offenen Immobilienfonds verbundenen zu berücksichtigenden nationalen Steuergesetzgebungen wirken sich zusätzlich erschwerend bei der Besteuerung des Fonds aus. In diesem Zusammenhang ist es sehr verwunderlich, dass immer noch die Mehrzahl der Kapitalanlagegesellschaften keine eigenen Steuerspezialisten in ihren Reihen hat, die sich ausschließlich mit der Problematik in Fonds beschäftigen. Offensichtlich werden die zu zahlenden Steuern von den Fondsgesellschaften nur als relativ kleines notwendiges Übel im täglichen Geschäft angesehen. Bei konsequenter Ausnutzung der vorhandenen gesetzlichen Möglichkeiten, eröffnet sich jedoch, nach Aussage von Experten, ein hohes Einsparpotential.

Es ist selbstverständlich, dass die Kapitalanlagegesellschaft mit Sitz in Deutschland und ihrer zwingend vorgeschriebenen Rechtsform als AG oder GmbH körperschafts- und gewerbesteuerpflichtig ist. In diesem Kapitel soll die Besteuerung des Immobilien-Sondervermögens, das die KAG treuhänderisch verwaltet, genauer betrachtet werden.

Seit dem 01.01.2004 wird das Investmentsteuergesetz (InvStG) auf Offene Immobilienfonds angewendet.

Generell gelten bei der steuerlichen Betrachtung des Immobilien-Sondervermögens folgende Grundsätze:

1. Vermögen der KAG getrennt vom Fondsvermögen
2. Belegenheitsprinzip – Besteuerung am Immobilienstandort
3. KAG in der Regel Steuersubjekt im Ausland
4. Immobilien-Sondervermögen von Körperschafts-, Gewerbe- und Vermögenssteuer in Deutschland befreit

Das Immobilienvermögen wird immer in dem Land steuerpflichtig, in dem es „belegen“ ist. Hieraus ergeben sich für den Anleger oftmals erhebliche Vorteile, da sehr häufig die Steuersätze für Immobilienerträge im Ausland niedriger sind als in Deutschland. Für den Anleger sind nur die steuerpflichtigen Anteile der Ausschüttung von Bedeutung, wie nachfolgender Abschnitt zeigt.

### 5.1 Besteuerung auf der Anlegerseite

Grundsätzlich muss bei den steuerlichen Überlegungen an dieser Stelle noch einmal festgestellt werden, dass der Anleger durch den Kauf von Anteilsscheinen eines Offenen Immobilienfonds nicht zum Miteigentümer einer Immobilie wird. Aus diesem Grund muss ein Anleger die Erträge, die er aus dem Fondsinvestment er-



zielt nicht unter „Erträge aus Vermietung und Verpachtung“ versteuern, obwohl die Fondsrenditen aber durch solche Leistungen erzielt werden. Konsequenterweise wäre es, wenn den Anteilseignern die Mieteinkünfte angerechnet werden würden. Allerdings werden diese Einkünfte per InvStG § 11 in Kapitaleinkünfte umgewidmet.

Die Anteilseigner erhalten einmal pro Jahr eine Ausschüttung der Fondsgewinne des zurückliegenden Geschäftsjahres. Der Jahresbericht des Fonds enthält immer eine Aufstellung über die steuerliche Behandlung der Anteile. Abbildung 5 zeigt eine solche Zusammenstellung, wie sie im Jahresbericht des DEGI International zum 31.12.2004 veröffentlicht wurde:

	<b>Für Anteile im Privatvermögen</b>	<b>Für Anteile im Betriebsvermögen</b>
	Betrag in €	Betrag in €
Ausschüttung je Anteil	<b>1,3000</b>	<b>1,3000</b>
davon steuerfrei		
Negativ thesaurierte Erträge	0,0000	0,0000
Ausschüttung aus Vortrag	0,0101	0,0101
Veräußerungsgewinne	0,0000	0,0000
Steuerfreie Erträge nach DBA	1,1967	1,2199
Steuerfrei insgesamt	<b>1,2068</b>	<b>1,2300</b>
Steuerpflichtige Ausschüttung	<b>0,0932</b>	<b>0,0700</b>
Zinsabschlagsteuerpflichtiger Teil der Ausschüttung	0,0932	0,0700
Zinsabschlagsteuer bei Depotverwahrung 30 %	0,0280	0,0210

*Abb. 5: Steuerliche Behandlung der Ausschüttung*

Wie aus obiger Aufstellung ersichtlich wird, gibt es für Anleger immer die Unterscheidung, ob sie als Privatanleger firmieren oder ob das Kapital zu einem Betriebsvermögen gehört, da in solch einem Fall die Gewinne als gewerbliche Einkünfte gerechnet werden. Für einen Anleger, der sein privates Vermögen in Offene Immobilienfonds investiert, wird der Aufwand für die Steuerangelegenheiten nicht wesentlich erhöht. Lediglich bei der jährlichen Steuerveranlagung sind die Einnahmen, die in Deutschland als steuerpflichtig gelten, anzugeben.

Die Bundesrepublik Deutschland unterhält mit vielen Ländern, darunter Belgien, Frankreich, Großbritannien, Italien und Schweden, ein sogenanntes Doppelbesteuerungsabkommen (DBA). Dieses DBA hat zur Konsequenz, dass im Ausland bereits versteuertes Vermögen in Deutschland nicht mehr steuerpflichtig ist und die Immobilienerträge steuerfrei nach Deutschland übertragen werden dürfen, wo sie lediglich noch dem Progressionsvorbehalt unterliegen.

Für Privatanleger einiger Fonds ergab sich vor kurzer Zeit durch das österreichische Immobilien-Investmentfondsgesetz (ImmoInvFG) eine Besonderheit. Dieses Gesetz besagt, dass in Österreich nicht ansässige Personen ebenfalls einer beschränkten Steuerpflicht für Gewinne unterliegen, die durch österreichische Im-



mobilien erzielt wurden. Natürliche Personen, die Fondsanteile besitzen, in deren Portfolio sich österreichische Liegenschaften befinden, müssen eine Steuererklärung in Österreich abgeben, wenn die Gewinne einen Betrag von zur Zeit rund 3.600,- Euro übersteigen. Aus diesem Beispiel wird deutlich, dass es bei den steuerlichen Belangen ständig Veränderungen gibt. Die oft propagierte steuerliche Einfachheit im Umgang mit Anteilen Offener Immobilienfonds stößt teilweise schnell an ihre Grenzen.

## 5.2 Besteuerung auf der Seite der Fondsgesellschaft

Wesentlich komplizierter als die Einkommensteuerveranlagung eines Privatanlegers gestaltet sich die Besteuerung der Fondsgesellschaft. Hierbei liegen die Schwerpunkte der Problematik bei den, je nach Staat unterschiedlichen Steuerregelungen.

Das Sondervermögen, das die Fondsgesellschaft treuhänderisch verwaltet, ist nach § 11 Abs. 1 Satz 2 InvStG sowohl von der Gewerbe- als auch von der Körperschaftssteuer befreit. Somit muss die KAG für ihre eigene Steuerpflicht keine Gewinnermittlung durchführen.

Gängige Praxis ist es, dass im Ausland allein die Kapitalanlagegesellschaft als Steuersubjekt gilt und nur sie und nicht die Gesamtheit der Anteilhaber, eine Steuererklärung abgeben muss. Auch hier kommt es immer wieder zu Abweichungen und Neuerungen, wie das obige Beispiel aus Österreich zeigte.

Am Beispiel von **Frankreich** soll gezeigt werden, welche Arten von Steuern für Immobilien, die sich in einem Offenen Immobilienfonds befinden, gegebenenfalls abgeführt werden müssen:

Beim **Kauf** einer Immobilie erfolgt die Besteuerung ausschließlich im Belegungsland:

- Registersteuer

Rund 5% des Kaufpreises. Unter bestimmten Umständen (Gebäude im Bau, Erstverkauf innerhalb fünf Jahren) reduzierbar auf 0,6%, in diesem Fall wird aber Umsatzsteuer fällig.

- Umsatzsteuer

Bei reduzierter Registersteuer sind rund 20% Umsatzsteuer anzuführen. Hierbei ist aber eine Verrechnung oder Erstattung als Vorsteuer möglich, d. h. erst beim Verkauf werden, abhängig von der Haltedauer, Steuerforderungen real. Für diese latenten Steuerforderungen bildet der Fonds Rückstellungen. Wenn jedoch für die Vermietungstätigkeit Umsatzsteuer abgeführt wurde, kann wiederum eine Erstattung beantragt werden.

Während des **Immobilienbesitzes**:

- Körperschaftssteuer

Einnahmen aus der Vermietung werden mit rund 34% versteuert. Es kommt wiederum das DBA zum Tragen. Bei einer Kauffinanzierung unter Verwendung von Krediten können Zinsausgaben verrechnet werden.

- Umsatz- bzw. Registersteuer auf Mieteinnahmen



Nach französischem Recht ist die Vermietung leerstehender Büroflächen von der Umsatzsteuer befreit. Werden allerdings möblierte Büroräume vermietet, ist für diese Umsatzsteuer an den französischen Fiskus abzuführen. Besteht hingegen keine Verpflichtung zur Umsatzsteuer, wird eine Registersteuer gefordert.

- **Gewerbesteuer**

Wird nur fällig, wenn gewerblich mit Immobilien gehandelt wird. Die Definition dieses Handels ist nicht eindeutig (Menge, Haltedauer, etc.). In der Regel müssen Offene Immobilienfonds durch die mehrjährige Verweildauer der Objekte im Fonds keine Gewerbesteuer abführen.

- **Pauschalsteuer**

Pauschale Besteuerung von französischem Grundbesitz mit 3% des Verkehrswertes. Es gibt eine Befreiung für Offene Immobilienfonds, wenn sie gegenüber der Finanzverwaltung glaubhaft machen können, dass ein Mehrheit der Anteilseigner keinen ständigen Wohnsitz in Frankreich hat. Dies ist normalerweise möglich.

- **Vermögenssteuer**

Muss abgeführt werden, wenn die Kapitalanlagegesellschaft überwiegend im Besitz (>50%) französischer Liegenschaften ist.

Beim **Verkauf** einer Immobilie:

- **Quellensteuer**

Veräußerungsgewinne aus der Differenz zwischen Verkaufspreis und Anschaffungskosten werden mit rund 33% Quellensteuer belegt. Eine Umgehung dieser Forderung, wie in der Vergangenheit üblich, ist mittlerweile kaum noch möglich.

- **Umsatzsteuer**

Wie bereits beim Kauf erläutert, werden beim Verkauf eventuell über den Vorsteuerabzug behandelte Umsatzsteuerforderungen fällig.

- **Steuer, die beim Verkauf in manchem ausländischen Staaten erhoben wird, vergleichbar mit der Grunderwerbssteuer und zusammen mit der vorgenannten unter dem Begriff der latenten Steuern firmiert.**

Dieser Überblick über mögliche Steuerzahlungen und deren Reduzierung am Beispiel von Frankreich verschafft einen Eindruck davon, wie komplex die steuerliche Behandlung Offener Immobilienfonds ist. Jede Immobilie muss individuell auf ihre steuerlichen Eigenschaften hin geprüft werden. Dies wird notwendig bei einer Akquisition aber auch beim Portfoliomanagement, bei denen sich aus Umschichtungen der Fondszusammensetzung steuerrelevante Konsequenzen ergeben können.

### **5.2.1 Handhabung der „latenten Steuerschuld“**

Wie vorstehend bereits erwähnt, bringt ein Immobilienverkauf im Ausland in der Regel ein Art „Verkaufssteuer“ mit sich. Im Gegensatz zu einem Immobilienver-



kauf in Deutschland, bei dem vor Ablauf einer Haltedauer von 10 Jahren nur eine Steuerbelastung der Anleger entsteht, ist im Ausland die Fondsgesellschaft steuerpflichtig. Für die Begleichung der potentiellen Steuerschuld legen die KAGs normalerweise sogenannte Rückstellungen an. Da kein Fondsstrategie in der Lage ist, zukünftige Steuersätze zu prognostizieren, ist die Höhe dieser Rückstellungen äußerst umstritten. Eine interne Einigung der Fonds, die aber nicht von allen Fondsgesellschaften eingehalten wird, besagt, dass mindestens 25% der latenten Steuern als Rückstellung gebildet werden soll. Dies ist nach Meinung von Analysten aber in vielen Fällen zu gering. Nur eine volle Rückstellung der Steuerbelastung wäre aus deren Sicht dem Anleger gegenüber zu verantworten, da für den Fall, dass die Rückstellungen zu gering sind, liquide Mittel eingesetzt werden müssen und dies zu einem Einbruch der Performance führt. Bei einzelnen Fonds wie beispielsweise dem Westinvest Interselect könnte dies zu einem Performance-rückgang von rd. 1.2% führen, so Experten der Ratingagentur Scope.

Eine laufende Anpassung der Rückstellungen sollte ebenfalls erfolgen. Die Höhe der zu zahlenden Veräußerungssteuer richtet sich nach dem erzielten Verkaufspreis. Dieser orientiert sich zwangsläufig an dem Verkehrswert, den der Sachverständigenausschuss jährlich ermittelt. Durch die natürliche Wertsteigerung der Objekte im Laufe der Zeit erhöht sich automatisch auch die mögliche Steuerschuld. Diese Thema beschäftigt im Moment die Experten der Offene Immobilienfonds und wird mit Sicherheit auch in Zukunft für Diskussionsbedarf sorgen.



## 6 Immobilienresearch

Innerhalb der Kapitalanlagegesellschaften werden heutzutage eigene Researchabteilungen unterhalten. Diese Abteilungen aus qualifizierten Analysten beobachten die volkswirtschaftliche Entwicklung und die Situation auf dem Immobilienmarkt von Ländern, in denen ein Fonds bereits über Liegenschaften verfügt bzw. der Ankauf eines Objektes wahrscheinlich werden könnte.

Die Ergebnisse dieser Beobachtungen liefern die Grundlagen für strategische Entscheidungen, die für die weitere Entwicklung des Fonds von außerordentlicher Wichtigkeit sein können. Dieses Kapitel beleuchtet die Arbeit innerhalb einer Researchabteilung und stellt die Hauptaugenmerke der Marktanalysen dar.

### 6.1 Zweck und Verwendung des Immobilienresearch

Das Research, oder zu deutsch auch schlicht Marktforschung genannt, einer Kapitalanlagegesellschaft liefert die eigentliche Grundlage für alle zu treffenden Entscheidungen im Zusammenhang mit dem Kauf, Verkauf oder Halten einer Liegenschaft. Der Zweck des Researches ist es, verlässliche Daten zusammenzutragen, auf die sich die zukünftigen Transaktionen stützen können. Folgende zwei Gebiete stehen im Fokus der Analysten:

- Volkswirtschaftliche Rahmenbedingen eines Landes
- Situation des nationalen oder regionalen Immobilienmarktes

Auf diese beiden Bereiche wird in den folgenden Abschnitten noch detailliert eingegangen werden. Jeder Fonds verfolgt bei der Anlage eine gewisse Strategie bei der Platzierung von Liegenschaften. Somit ist das Wissen über die Schwächen und Stärken einer Region, in der investiert werden soll, bzw. in der eine Liegenschaft aus dem Sondervermögen liegt, unbedingt notwendig. Vor dem Kauf einer neuen Immobilie muss bekannt sein, in welcher Situation sich die Volkswirtschaft des Ziellandes befindet, um abschätzen zu können, wie sich z. B. das Beschäftigungs- und Wirtschaftswachstum und somit die Investitionstätigkeit der Unternehmen möglicherweise entwickelt. In diesem Zusammenhang steht beispielsweise auch die Frage nach den zu erzielenden Mieteinnahmen, Renditen, etc.. Für die Beantwortung dieser Fragestellung liefert die Researchabteilung einer Kapitalanlagegesellschaft die Grundlagen.

Die Betrachtung nur eines Bereiches, sei es nur volkswirtschaftlich oder nur immobilienmarktspezifisch, liefert ein unzulängliche Bild, das zu Fehlinterpretationen führen kann. Folgende zwei Beispiele sollen die Problematik einer einseitigen Betrachtung verdeutlichen:

1. Niedrige Leerstandraten in einem regionalen Immobilienmarkt deuten auf vielversprechende Renditen hin. Wird aber zum Beispiel eine sich anbahnende nationale Konjunkturabschwächung nicht erkannt, so kann ein Investor sehr schnell von steigenden Leerständen überrascht werden, vor allem in Staaten, in denen Sonderkündigungsrechte bei Immobilien zeitnahe Umstrukturierungen von Wirtschaftsunternehmen erlauben.
2. Ebenfalls nicht aussagekräftig ist eine alleinige makroökonomische Betrachtung eines Wirtschaftsraumes. Eine Kräftigung der Wirtschaft muss nicht immer zwangsläufig zu positiven Auswirkungen auf regionalen Immobilienmärkten



führen. Sind Unternehmen aufgrund steigender Umsätze und volkswirtschaftlich guten Aussichten in der Lage zur Verbesserung ihrer Immobilienstruktur und Repräsentationsflächen, so können unattraktive Standorte trotz nationalen Aufschwungs schnell große Einbrüche verzeichnen.

Die Nutznießer des Wissens sind aber nicht nur die in der Hierarchie nachfolgenden Akquisiteure sondern, wie Abbildung 6 zeigt, auch eine große Anzahl weiterer Nutzer innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft.

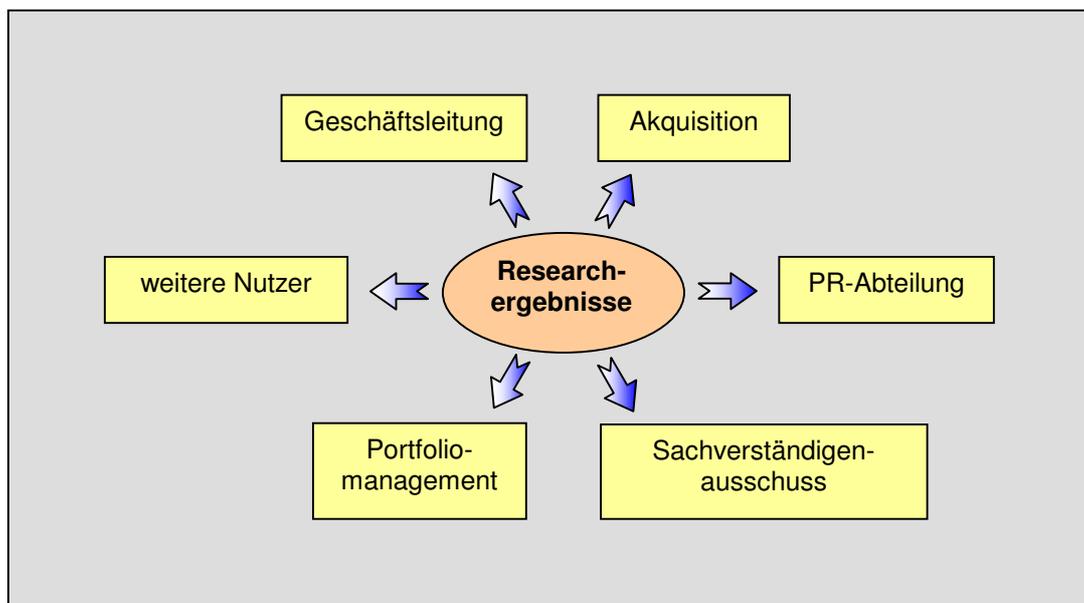


Abb. 6: Nutzer der Researchergebnisse

An erster Stelle der Anwender steht natürlich die Akquisition. Abhängig von den Erkenntnissen aus dem Research wird entschieden, ob ein Land, eine Region oder ein bestimmter Teilmarkt Aussicht auf eine erfolgreiche Immobilienplatzierung bietet.

Neben den Akquisiteuren fällt auch die Geschäftsleitung einer Kapitalanlagegesellschaft strategische Entscheidungen auf Basis der Grundlagendaten des Researches. Ob ein neues Land attraktive Renditen für eine Fondsanlage bietet und somit Aufnahme in die geographische Verteilung des Fonds findet, begründet sich auch zu einem großen Teil auf die Analyse des Marktes.

Wer die Veröffentlichungen, wie Jahresberichte, etc. der Fondsgesellschaften betrachtet, wird feststellen, dass sich daraus bereits viele Erkenntnisse über die Immobilienmärkte, in denen Liegenschaften platziert sind, ziehen lassen. Die in den Veröffentlichungen und auch ganz allgemein im Marketing getroffenen Aussagen stützen sich ebenfalls auf die Forschungen, die in den Märkten betrieben wurden.

Eine weitere sehr wichtige Gruppe, die in ihrer Arbeit ebenfalls stark vom Research der KAG abhängt, sind die Sachverständigenausschüsse der Fonds. Die Fondsgesellschaft ist durch gesetzliche Vorgaben bzw. Anordnungen von Seiten der Bafin verpflichtet, die bestellten Sachverständigen bei der Bewertung der Objekte mit allen wertrelevanten und benötigten Fakten zu versorgen. Eine Abschätzung von nachhaltig zu erzielenden Erträgen lässt sich nur bei genauer Kenntnis der Marktsituation erzielen.



### 6.1.1 Präsentation der Analysen

Die Ergebnisse des Researches werden geographisch nach Staaten und gegebenenfalls auch nach einzelnen Regionen getrennt. So liegt für jedes Gebiet, das für den Fonds von Interesse ist, ein umfassendes Exposé vor. Diese Präsentation schlüsselt alle relevanten Daten und Entwicklungen im beobachteten Gebiet, auch im Vergleich zu anderen Regionen, auf und zieht erste Schlussfolgerungen aus den Daten.

Unerlässlich für die Qualität solcher Marktberichte ist die zeitnahe Erstellung und die unbedingte Aktualität. Eine ständige Kontrolle der Aussagen und Fortschreibung anhand neuester Grundlagen ist erforderlich. Je nach Platzierung im Land und den gesetzten Prioritäten, entwickelt sich ein Zyklus in dem die neuesten Ergebnisse des Researches vorgestellt werden. Über die beste Länge des Erneuerungsintervalls der Daten lässt sich keine pauschale Aussage treffen. Abhängig vom Marktverhalten kann eine monatliche bzw. zweimonatliche Überarbeitung und Vorstellung erfolgen, wenn sich Veränderungen ergeben. Speziell für den Immobilienmarkt gilt maximal ein quartalsweiser Aktualisierungsturnus als praktisch umsetzbar und sinnvoll. Bei einem langfristig stabilen Marktgeschehen in gefestigten Strukturen kann auch ein halbjährlicher Researchturnus ausreichend sein. Wichtig bleibt hier eine Flexibilität, so dass selbst kurzfristige Bewegungen in den Marktbericht Eingang finden können.

## 6.2 Volkswirtschaftliche Analyse

Wie gesehen, ist auch die Situation einer Volkswirtschaft mitentscheidend für die Entwicklung einer Immobilienanlage, da das Geschehen auf dem Immobilienmarkt immer auch von der allgemeinen Wirtschaftslage beeinflusst wird.

Bei den Betrachtungen mit volkswirtschaftlichem Charakter stehen natürlich die wirtschaftlichen Rahmendaten eines Landes im Vordergrund. Dennoch werden zusätzlich eine Anzahl weiterer, auf den ersten Blick viel allgemeiner gefasste Faktoren ermittelt, wie zum Beispiel:

- Demographische Daten
- Bevölkerungswanderungen
- Zugehörigkeit zu internationalen politischen Organisationen
- Staatsform

Diese sehr grundlegenden Informationen über ein Land lassen sehr deutliche Rückschlüsse über die wirtschaftliche Entwicklung in der Zukunft zu und dürfen nicht vernachlässigt werden. Es gilt als erwiesen, dass die Konjunktur eines Landes einen Zyklus von Auf- und Abschwungphasen durchläuft. Nach dieser These folgt nach einer Rezession wieder eine Phase der Steigerung. Ist ein Wirtschaftsstandort aber beispielsweise aufgrund der Alterszusammensetzung nicht in der Lage junge arbeitsfähige Menschen zu rekrutieren, kann der Aufschwung sehr stark abflachen bzw. ganz ausbleiben. Aus diesem Grund müssen in die Betrachtungen bei einer Marktbeobachtung eine Vielzahl von verschiedenen Parametern integriert werden.

Die oben genannten Faktoren sind separat betrachtet nicht besonders aussagekräftig. An Bedeutung gewinnen sie erst in Kombination mit den Parametern, die



typischerweise einen Wirtschaftsstandort beschreiben. Zu diesen Faktoren gehören u. a.:

- Arbeitslosen- und Beschäftigtenquote
- Staatshaushalt und -verschuldung
- Steuerpolitische Indikatoren
- Wirtschaftswachstum
- Beschäftigungspolitische Besonderheiten (Kündigungsrecht, etc.)

Von den Analysten wird normalerweise auch eine objektive Einschätzung der Gesamtlage abgegeben. Diese abschließende Betrachtung fasst die Erkenntnisse der Datensammlung zusammen und wagt eine Prognose für eine zukünftige Entwicklung des Landes bzw. Standortes.

Wichtig bei derartigen Untersuchungen ist auch, dass die Volkswirtschaft nicht allein stehend betrachtet wird. Die nationalen Werte werden, wenn möglich, immer im Vergleich mit anderen Staaten analysiert. Da die attraktiven Wirtschaftsstandorte im internationalen Wettbewerb stehen, ist ein solcher Vergleich notwendig, um die Positionierung der untersuchten Region auch auf internationaler Ebene werten zu können. Vor allem im Bereich der Offenen Immobilienfonds, deren Objekte oftmals von großen, international agierenden Unternehmen angemietet werden, ist es unerlässlich die Attraktivität eines Standortes im Vergleich zu anderen Standorten zu betrachten. Selbst bei guten nationalen Vorgaben und einer starken Wirtschaft in einem Land kann ein anderer Standort eines zweiten Staates den ersten überflügeln bzw. kann dies in den nächsten Jahren. Vor allem im Hinblick auf die Vergrößerung der Europäischen Union und diesem wachsenden Markt mit teilweise kleinen aber innovativen Volkswirtschaften muss eine globale Betrachtung immer erfolgen.

### 6.3 Analyse des Immobilienmarktes

Natürlich wird trotz der intensiven Beschäftigung mit den Faktoren, die eine Gesamtwirtschaft beeinflussen, nie vergessen, dass es das primäre Ziel ist, Aussagen über den Zustand des Immobilienmarktes zu treffen. Zu diesem Zweck wird der Immobilienmarkt des in Frage kommenden Standortes und eventuell anderer Regionen sehr intensiv beobachtet. Es handelt sich bei dem beobachteten Markt immer nur um einen Teilbereich aller angebotenen Immobilien. In der Regel wird hauptsächlich das Marktsegment der Büroimmobilien untersucht. Darauf beziehen sich auch immer die folgenden Beispiele. Wie bereits erläutert sind Teilbereiche wie, beispielsweise der der Einfamilienhäuser oder kleiner Geschosswohnungsbau zu Wohnzwecken für Offene Immobilienfonds uninteressant. Sieht die Anlagestrategie andere Objekte, wie z. B. Hotels oder Logistikobjekte vor, werden die entsprechenden Marktsegmente ebenfalls vom Research untersucht.

Diese Art der Marktbeobachtung, egal für welchen Teilbereich, gliedert sich außerdem in zwei Bereiche und es wird unterschieden in

1. Gebiete, in denen der Fonds bereits platziert ist
2. Gebiete, die für eine zukünftige Investition in Frage kommen

Für die Gebiete, in denen der Fonds bereits Liegenschaften besitzt, findet natürlich eine kontinuierliche Überwachung statt. Im Gegensatz dazu, wird „Neuland“



erst bei Bedarf, d. h. bei vorliegenden attraktiven Kaufangeboten, genauer geprüft. Dennoch kommt nicht jedes Land für eine Investition in Frage, nur weil es zu einem Zeitpunkt vielversprechende Objekte. In der Regel wird einmal pro Jahr geprüft, welche Staaten für ein weiteres Investment in Frage kommen. Diese potentiellen Belegenheitsländer werden dann vor einem ersten Kauf eingehend analysiert.

Bei der Betrachtung eines Marktes kann man in zwei Schritten vorgehen:

1. Der lokale Immobilienmarkt im Vergleich zu konkurrierenden Standorten
2. Der lokale Markt mit seinen Daten

Der erste Punkt sieht einen Vergleich der Kennzahlen des untersuchten lokalen Marktes mit anderen möglichen Standorten vor. In der Regel werden hier z. B. bei Büroimmobilien die internationalen Standorte, die auf diesem Sektor in unmittelbarer Konkurrenz zueinander stehen, verglichen. Betrachtet man den gesamten europäischen Markt für Büroimmobilien, so spricht man von ca. 30 Standorten. Hierunter sind die wichtigsten der Großraum Paris, London, Frankfurt, Brüssel und seit einiger Zeit auch Moskau, wenn man dies noch zum europäischen Markt zählt. Bei globaler Anlagestrategie des Fonds werden noch weitere Standorte in den Vereinigten Staaten, Asien und Ozeanien in die Betrachtung integriert.

### **6.3.1 Der lokale Immobilienmarkt im Vergleich zu konkurrierenden Standorten**

Es stellt sich nun die Frage, in welchen Kategorien sich diese Märkte miteinander vergleichen lassen. Die folgende Auflistung erhebt natürlich keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Je nach Anlagestrategie der einzelnen Fondsgesellschaft können hier unterschiedliche Prioritäten gesetzt werden. Nichtsdestotrotz sind die nachstehenden Punkte immer von Bedeutung:

- Konjunkturphase des Standortes (z. B. „Immobilienuhr“)
- Büroflächenbestand
- Vermietungsleistung
- Leerstandsdaten
- erzielbare Spitzenmieten
- erzielbare Spitzenrenditen

Es sollen diese Punkte im Folgenden kurz erläutert werden.

#### **Konjunkturphase des Standortes**

Der Immobiliendienstleister Jones Lang LaSalle gibt für jedes Quartal eine Einschätzung zu den Europäischen Märkten heraus, in denen für jeden der in Frage kommenden europäischen Standorte seine momentane Position innerhalb des Marktzyklus angegeben wird. In Abbildung 7 ist diese Immobilienuhr für die letzten beiden Quartale des Jahres 2004 dargestellt. Man sieht dabei, wo sich ein Standort gerade befindet und wie die tendenzielle Entwicklung sein könnte.

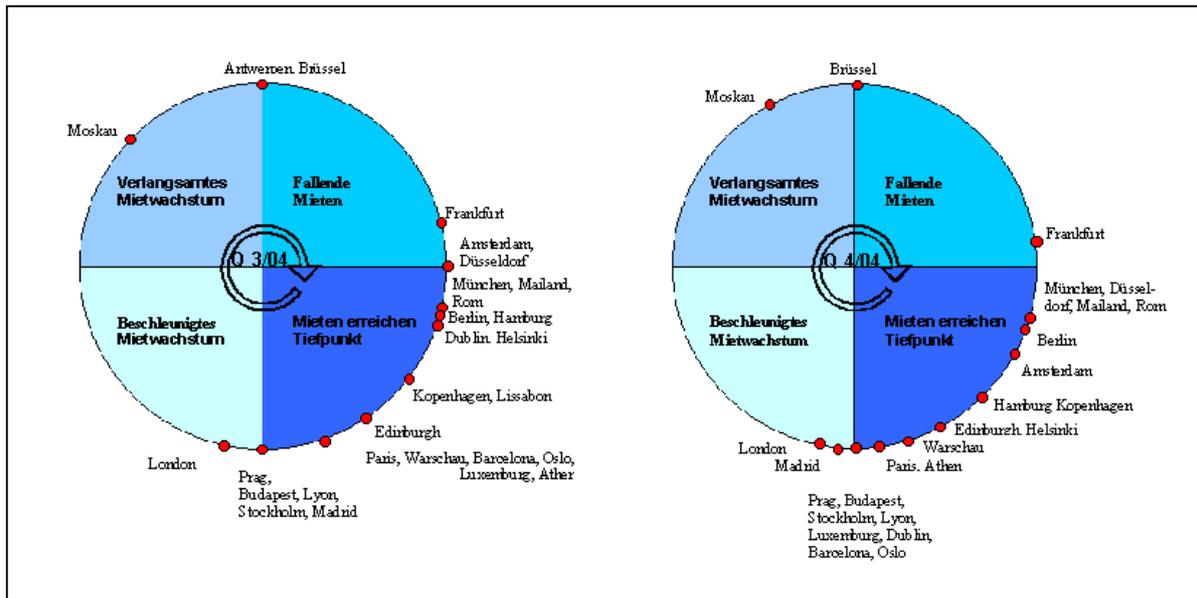


Abb. 7: Europäische Immobilienuhr nach Jones Lang LaSalle (Quartale 3 und 4 2004)

Zum Beispiel ist ein Standort, der sich gerade in der Phase der fallenden Mietpreise befindet, für die nächste Zeit nicht sonderlich interessant, da dadurch eine Renditesenkung ebenfalls zu erwarten ist. Erreicht dagegen eine Stadt den Bereich des beschleunigten Mietwachstums, so wird sie für eine Anlage durchaus attraktiver.

Als sicher darf gelten, dass die eingebundenen Städte und Regionen diese Immobilienuhr kontinuierlich im Uhrzeigersinn durchlaufen. Eine pauschale Aussage über den Zeitrahmen eines Umlaufs lässt sich aber nicht treffen, da die Geschwindigkeiten je nach Eigendynamik der Städte unterschiedlich sind. Es kommt regelmäßig zu einem Verharren auf einer Position und auch zu einer Bewegung im Gegenuhrzeigersinn. Nichtsdestotrotz veranschaulicht die Immobilienuhr die Lage auf dem Immobilienmarkt sehr eindringlich.

### Büroflächenbestand

Der Büroflächenbestand weist alle Flächen aus, die für eine Nutzung als Büro konzipiert sind und theoretisch auf dem Immobilienmarkt gehandelt werden könnten. Es spiegelt den reinen Bestand in m<sup>2</sup> Bürofläche wider, ohne dabei auf den Vermietungszustand oder andere Besitzverhältnisse einzugehen.

### Vermietungsleistung

Unter der Vermietungsleistung (auch Take-up genannt) kann man sich den gesamten Umsatz an Vermietungen von z. B.: Büroflächen in einem bestimmten Zeitraum vorstellen. Die Betrachtung des Take-ups geht vom Vergleich der vermieteten Fläche im Gegensatz zur Vorperiode aus. In der Regel werden auch hier m<sup>2</sup>-Flächen angegeben, da dieser Wert am aussagekräftigsten ist. Bei einer Angabe von z. B. Wert der Nutzfläche, kann daraus nicht auf die eigentliche Fläche, um die es im eigentlichen Sinne geht, zurückgeschlossen werden.

Unbeachtet bleibt bei der Vermietungsleistung, welcher Art die Vermietungen waren. Es ist gleichgültig, ob es sich bei der vermieteten Fläche um eine Erstvermietung, Neuvermietung oder aber eine Vertragsverlängerung handelt.



Deutlich zeigt sich beim Take-up aber, welche Dynamik im Markt steckt. So gibt es Märkte mit einem großem Angebot aber kaum Umsatz und kleinere Märkte, in denen ständig Bewegung steckt.

### Leerstandsrate

Hierbei wird untersucht wie viele m<sup>2</sup> Bürofläche im Augenblick nicht vermietet sind. Es spielt dabei keine Rolle, weshalb die Fläche unvermietet ist. Egal ob Neubau mit Suche nach Erstmietern oder Leerstand aufgrund von Mieterwechsel oder Umbau.

Angegeben wird der Leerstand in der Regel als Prozentwert in Abhängigkeit von der Gesamtfläche. Denkbar wäre auch eine Angabe in m<sup>2</sup> leerstehender Fläche. Hierbei wäre aber ein schneller Vergleich nicht möglich, wie eine kurze Überlegung zeigt: Obwohl Paris bei der Betrachtung der Leerstandsquote einen der niedrigsten Werte innerhalb Europas aufweist, steht dort mehr als die doppelte Gesamtfläche von Glasgow leer. Nur ein prozentualer Wert macht deshalb für einen Vergleich Sinn.

### erzielbare Spitzenmieten

Diese Kennzahl bei der Bewertung des Immobilienmarktes zeigt die in der Region maximal zu erreichenden Spitzenmieteinnahmen und wie Abbildung 8 zeigt, auch im Vergleich zu anderen wichtigen Immobilienstandorten. Die Werte werden in Euro pro m<sup>2</sup> pro Jahr angeben. Es wird nur der Höchstwert der augenblicklichen Mieteinnahmen angegeben.

Dieser Wert zeigt zwar an welches Potential in einer Spitzenimmobilie steckt, trifft aber keine Aussagen darüber welche m<sup>2</sup>-Preise bei der Vermietung von durchschnittlichen Objekten erzielt werden kann.

Neben den Spitzenmieten kann und sollte man auch die durchschnittlichen Mieteinnahmen betrachten, außer man kann sich wirklich im absoluten Spitzenbereich platzieren.

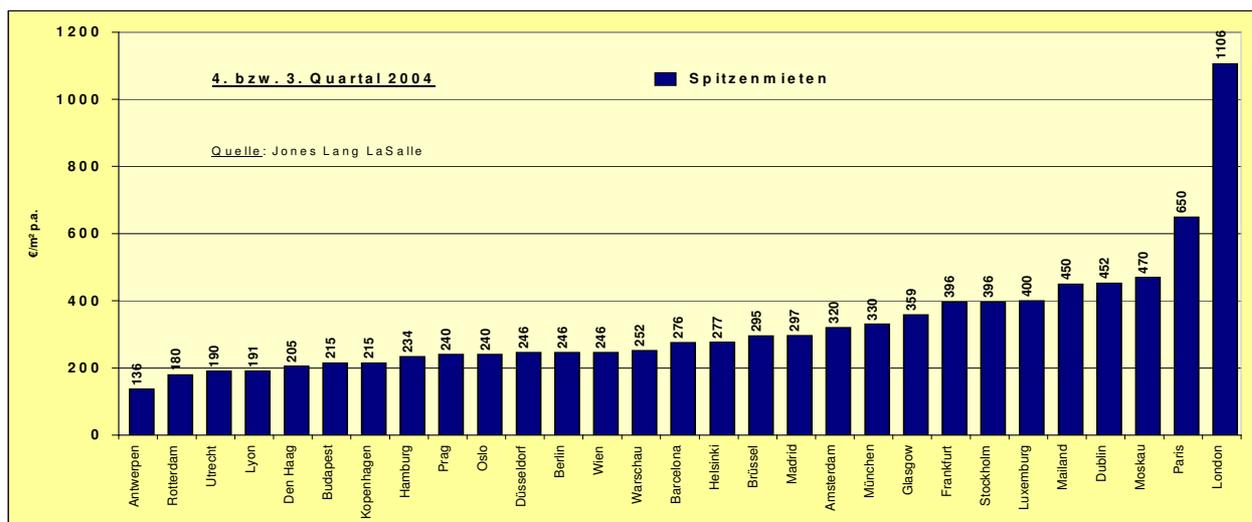


Abb. 8: Spitzenmieten für Büroimmobilien an europäischen Standorten

Vorsicht ist bei Spitzenmieten geboten, da deren Werte in wirtschaftlich schwierigen Zeiten oder bei einer hohen Leerstandsrate nur erzielbar sind, wenn dem Mieter sogenannte Incentives, also Zugeständnisse anderer Art, geboten werden.



### **erzielbare Spitzenrenditen**

Aussagekräftiger, da bereinigt um Dinge wie Incentives, ist der Wert für die erreichbaren Spitzenrenditen. Hier wird die maximal zu erzielende Rendite in Prozent angegeben. Es gilt aber auch wie für die Spitzenmieten: Wer sich nicht genau in diesem Segment platzieren kann, sollte unbedingt auch noch durchschnittlich zu erzielende Renditewerte oder gegebenenfalls Renditewerte aus anderen Marktsegmenten gezielt betrachten.

Wie bereits einleitend angeführt, werden diese bis hier erwähnten Kennzahlen immer im Vergleich zu anderen möglichen und konkurrierenden Standorten betrachtet.

### **6.3.2 Der lokale Markt mit seinen Daten**

Nach der oben beschriebenen globalen Analyse wird der eigentliche Zielmarkt noch einmal detailliert und nicht im Vergleich zu anderen Städten, sondern im Vergleich zu lokalen Teilmärkten untersucht.

Somit ist es in einem ersten Schritt notwendig, den Markt geographisch zu definieren und eventuelle Teilmärkte zu lokalisieren. Am Beispiel von Paris zeigt Abbildung 9 die Unterteilung des dortigen Immobilienmarktes in die einzelnen Teilmärkte, die sich jeweils durch spezifische, andere Daten auszeichnen. Sehr selten verfügt ein Immobilienmarkt einer modernen Großstadt über einen homogenen Aufbau. Somit ist eine derartige Aufteilung ratsam. Allerdings ist es nicht zu empfehlen, für jede Metropole eine „hausinterne“ Aufteilung zu entwickeln. Es ist vielmehr von Vorteil, sich an den anerkannten Vorgaben der Immobiliendienstleister zu orientieren, wie das Beispiel von Paris zeigt, das in dieser Form allseits akzeptiert wird.

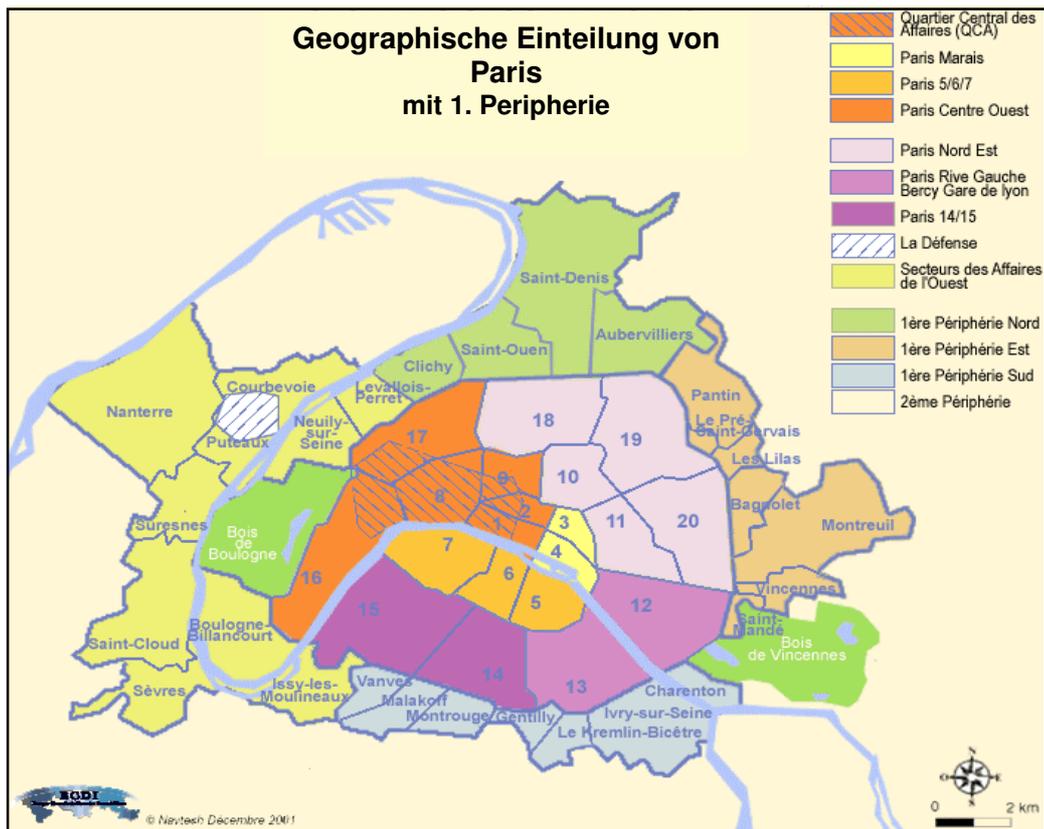


Abb. 9: *Geographische Einteilung von Paris*

### Schlüsseldaten

Für den betrachteten Raum müssen die Schlüsseldaten gesammelt werden. Hierunter versteht man die bereits schon erwähnten Werte über

- Bürobestand
- Take-up
- Leerstandsdaten
- Spitzenmieten
- Spitzenrenditen

Bei dieser Betrachtung werden die Daten bereits nach den einzelnen geographischen Teilmärkten und den Datenquellen sortiert vorgestellt.

Zu den Schlüsseldaten muss aber auch die subjektive Attraktivität eines Standortes einfließen. Eine Betrachtung der Infrastruktur mit z.B. ÖPNV, Akzeptanz in der Wirtschaft, etc. ist zwar nicht quantitativ zu fassen aber dennoch qualitativ zu bewerten.

Bei dieser lokalen Analyse werden meist noch einmal dieselben Kennzahlen angesetzt, wie bereits bei einer Globalanalyse, nun aber unter dem Gesichtspunkt den besten Teilmarkt vor Ort zu lokalisieren. Abbildung 10 führt wiederum die erzielbaren Spitzenmieten an, wie bereits zuvor Abbildung 8. Hier werden jedoch einzelne ausgewählte lokale Teilmärkte gegenübergestellt. Was zuvor auf internationaler Ebene geschah, wird jetzt innerhalb eines Stadtgebietes durchgeführt.

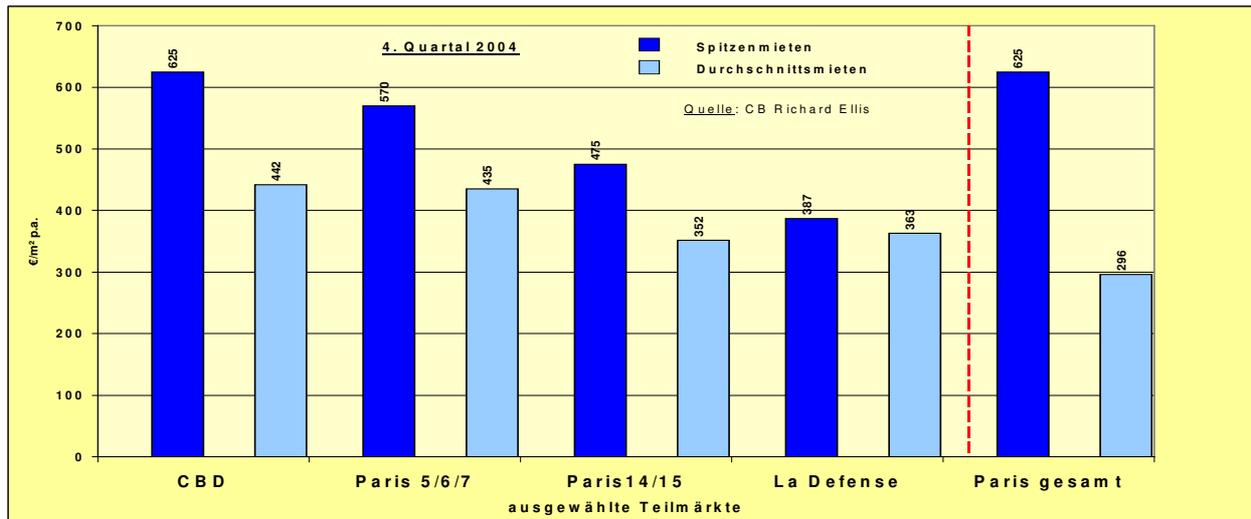


Abb. 10: Spitzenmieten für Büroimmobilien einzelner Pariser Teilmärkte

### Betrachtung des Marktes als Investmentmarkt

Es wird untersucht, welche Bedeutung der lokale Immobilienmarkt für Investmenttätigkeiten besitzt. Es werden zum Beispiel folgende Fragestellungen untersucht:

- Von welcher Art sind Käufer und Verkäufer?
- Handelt es sich um in- oder ausländische Investoren?
- Wie viele Transaktionen finden direkt zwischen Investoren statt?
- Wie hoch ist das Investitionsvolumen im zurückliegenden / im laufenden Jahr?
- Wie verteilen sich die Investitionen auf einzelne Immobiliensektoren?
- Wie verteilen sich die Investitionen geographisch?

Diese und weitere Fragestellungen gilt es für den lokalen Markt zu klären, wobei natürlich immer zu bedenken ist, dass die Investitionstätigkeiten der Fondsgesellschaften den Immobilienmarkt nicht unbeeinflusst lassen, wie in Kapitel 8 noch genauer gezeigt werden wird.

### Vermietungsleistung und Nachfrageprognose

Auch in Verbindung mit den zuvor erwähnten Punkten ist es sinnvoll z. B. die Transaktionen aus einem zurückliegenden Zeitraum detaillierter zu betrachten. Welche Objekte mit welchen Ausstattungen, Lagen und Größen wurden zu welchem Preis von wem gehandelt und/oder vermietet, etc. Hieraus lässt sich die Vermietungsleistung strukturiert nach z. B. Neubau-Vermietungen, Mieterbackground, usw. darstellen. Führt man diese Beobachtungen auch immer über einen längeren Zeitraum von mehreren Jahren fort, so erhält man eine Vorstellung von deren Entwicklung.

In ähnlicher Weise werden unter anderem auch

- Leerstandsdaten
- Flächenangebot



- Bautätigkeit

aufgeschlüsselt, untersucht und auch miteinander kombiniert.

Aus all den gewonnenen Erkenntnissen lässt sich eine Prognose für die zukünftige Entwicklung des betrachteten Teilmarktes ausarbeiten. Hierbei muss beispielsweise darauf geachtet werden, wie das Investitionsvolumen im Vergleich zu vorhergehenden Zeiträumen ist und vor allem, wie sich die momentane Bautätigkeit darstellt. Bei einer anhaltend hohen Erschließung von neuem Bauland und hoher Fertigstellungsrate muss abhängig von den derzeitigen Leerstandsdaten die Entwicklung der Mieten und Renditen für die nächsten Jahre abgeschätzt werden.

Auf dieser Grundlage kann dann später abgewogen werden, ob und auch in welcher Art von Objekt, eine Investition auf diesem Markt eine sichere Anlage darstellt.

### **Fazit des Exposés**

Abschließend wird die Gesamtanalyse zu einem qualitativen Fazit komprimiert, welches auf einen Blick darstellt, wo die Stärken und Schwächen des Standortes liegen und wie sich die aktuelle Situation darstellt. Diese Zusammenfassung kann das umfangreiche Exposé nicht ersetzen, sondern soll noch einmal die Kernaussagen herausstreichen, die zum Beispiel für eine zukünftige Investition von entscheidender Wichtigkeit sein können.

## **6.4 Datengrundlagen und deren Zuverlässigkeit**

All die beschriebenen Betrachtungen beruhen auf einer umfangreichen Datengrundlage. Die Problematik beim Research liegt deshalb verständlicherweise hauptsächlich in der Beschaffung aussagekräftiger Daten. Denn nur auf solchen können Prognosen erstellt und Empfehlungen ausgesprochen werden.

Genau an diesem Punkt zeigt sich sehr deutlich die Qualität einer Researchabteilung. Sollte sich ein Außenstehender an die Arbeit machen und versuchen ähnlich komplexe Daten, wie sie im Research verwendet werden, zu sammeln, so wird er bald an die Grenzen der Informationsbeschaffung stoßen. Es gibt zwar eine Vielzahl an Quellen, auf die in diesem Kapitel noch eingegangen wird, doch einen Anspruch auf deren Daten besteht für Niemanden. Researchexperten sprechen zu Recht davon, dass ohne gute persönliche Kontakte der Umfang der Analysen in der bekannten Form nicht möglich wäre.

Es mag zwar etwas befremdlich erscheinen, aber selbst bei Auskunftsteilen wie dem Statistischen Bundesamt lassen sich über die Kenntnis der richtigen Personen eine Vielzahl weiterer Daten erschließen bzw. diese in kürzeren Aktualisierungsintervallen erzielen. Eine Kapitalanlagegesellschaft in deren Research kompetent, aber auch freundliche und aufgeschlossene Mitarbeiter tätig sind, haben hier einen klaren Vorteil. Denn es ist keine Frage des Geldes, da eine Vielzahl der Daten sowieso nicht verkauft wird, sondern nur eine Frage der Diplomatie und guter Kontakte.

Einmal abgesehen von den eventuell vorhandenen Kontakten, stellt sich die Frage: Wer sammelt solche Daten überhaupt und bietet sie an. Im Folgenden wird zwischen zwei Bereiche unterschieden:

- Volkswirtschaftliche Daten



- Immobilienmarktspezifische Daten

#### **6.4.1 Volkswirtschaftliche Daten**

Bei den Daten, die sich mit den volkswirtschaftlichen Parametern einzelner Staaten und Regionen beschäftigen, handelt es sich zum allergrößten Teil um Erkenntnisse, die aus öffentlich zugänglichen Quellen stammen. Hierbei handelt es sich oft um Behörden, Ministerien und internationale politische Organisationen wie anschließend anhand der wichtigsten Beispiele erläutert wird.



##### **Statistisches Bundesamt der Bundesrepublik Deutschland**

Beim Statistischen Bundesamt mit seiner Zentrale in Wiesbaden handelt es sich um eine Bundesbehörde mit rund 2.800 Beschäftigten, die statistische Daten aus allen Bereichen des täglichen Lebens für das Gebiet der Bundesrepublik Deutschland erheben, sammeln, aufbereiten, darstellen und analysieren. Die Hauptaufgabe des Statistischen Bundesamtes entfällt hierbei auf die Koordination der untergeordneten Statistischen Ämter der 16 Bundesländer. Auf Länderebene werden die Daten erhoben und danach vom Statistischen Bundesamt in bundesweite Statistiken überführt.

Die grundlegende Arbeitsweise, Verpflichtung zur Neutralität und andere Vorgaben für die Statistischen Ämter sind im „Gesetz über die Statistik für Bundeszwecke“ definiert. Die gesetzliche Grundlage der jeweiligen Erhebung liefert grundsätzlich ein spezielles Gesetz oder eine Rechtsverordnung. Darin sind u. a. die wesentlichen Inhalte der jeweiligen Statistik, deren Periodizität, und der zu befragende Personenkreis festgelegt.

Die sehr gründlich recherchierten Statistiken sind von einer großen Zuverlässigkeit. Sie werden aus einer Vielzahl von erhobenen Daten generiert, ohne eine Beeinflussung durch Dritte oder eigene Interessen von Seiten der Behörde. Zusätzlich werden auch Informationen über die Art der Analyse gegeben, so dass auch eine Transparenz und Nachvollziehbarkeit für den Nutzer gegeben ist.

Die Statistiken aus den gesammelten Daten stehen Jedermann zur Verfügung und können sehr effizient zum Beispiel über die Homepage des Statistischen Bundesamtes kostenlos abgerufen werden.

Ähnliche Einrichtungen wie das Statistische Bundesamt in Deutschland gibt es in den meisten westlichen Ländern. Die Veröffentlichungsart und der Umfang der Daten sind jedoch nicht immer direkt miteinander zu vergleichen. Problematisch ist weiterhin, dass die Informationen häufig ausschließlich in der Amtssprache des jeweiligen Landes verfasst sind, wobei oftmals zumindest eine englische Version zu beziehen ist.

Um diesen Mangel aus der Welt zu schaffen, wurde bereits 1953 auf der Ebene der Europäischen Union eine dem Statistischen Bundesamt vergleichbare Behörde ins Leben gerufen.



## **Eurostat**

Diese Behörde, die sich ausschließlich mit den Statistiken auf der Ebene der Europäischen Union befasst, ist die sogenannte Eurostat. Prinzipiell hat Eurostat dieselben Ziele und arbeitet ähnlich wie das Statistische Bundesamt – allerdings an den Hierarchien der Europäischen Union orientiert. Bei Eurostat werden die Daten aus den Statistischen Ämtern der einzelnen Mitgliedsstaaten zusammengestellt und analysiert.

Das Ziel von Eurostat ist es hauptsächlich, die Europäischen Organe mit harmonisierten und vergleichbaren Statistiken zu versorgen. Mit diesen Daten ist es den Gemeinschaftspolitiken möglich, die Festlegung, Umsetzung und die Analyse der gemeinsamen Politik zu betreiben.

Bei Eurostat werden Daten gesammelt und zu Statistiken vereinigt, die sich in folgende Schwerpunkte gliedern lassen:

1. Schlüsselindikatoren zur EU-Politik
2. Allgemeine Statistiken
3. Wirtschaft und Finanzen
4. Bevölkerung und soziale Bedingungen
5. Industrie, Handel und Dienstleistungen
6. Landwirtschaft und Fischerei
7. Außenhandel
8. Verkehr
9. Umwelt und Energie
10. Wissenschaft und Technologie

Die Statistiken, die zu obigen Themen erstellt werden, beziehen sich auf die Europäische Union, die Mitgliedsstaaten, die Eurozone und einzelne ausgewählte Staaten und Regionen außerhalb Europas.

Seit 2004 stehen sämtliche Datenbanken und Statistiken von Eurostat der Öffentlichkeit kostenlos zur Verfügung. Durch diese Bündelung auf europäischer Ebene ist es fast nicht mehr notwendig, bei einer Recherche auf die Grunddaten bei den nationalen statistischen Ämtern zurück zu greifen. Auch hier stellt die Datenbeschaffung mittels der täglich aktualisierten Homepage von Eurostat komfortabelste Arbeitsweise dar.



## **Auswärtiges Amt**

Eine Quelle, um schnell präzise Daten über andere Staaten zu erheben, liefert das Auswärtige Amt. Auf dessen Homepage werden gute Basisdaten über fast alle



Staaten der Erde kostenlos veröffentlicht. Hierbei handelt es sich um Grundlagendaten aus den unterschiedlichsten Bereichen wie Wirtschaft, Staatsform, Gesundheitswesen etc.

Das Auswärtige Amt ist generell eine gute erste Anlaufstelle bei Fragen zu anderen Staaten, da viele Basiswerte angeboten werden und es zusätzlich eine Hilfestellung mit Links zu weiterführenden Informationen bietet.



### **Central Intelligence Agency (CIA) - World Factbook**

Die Central Intelligence Agency (CIA) gehört zu den größten Datenakquisiteuren in den Vereinigten Staaten. Im Zweiten Weltkrieg begannen die Vereinigten Staaten intensiv nach Grundlagendaten über andere Nationen zu suchen. Nach der Gründung des CIA im Jahre 1947 wurde dieser Behörde diese Aufgabe übertragen. Primäres Ziel ist die Versorgung der eigenen Regierung mit ungewerteten Daten über alle Staaten der Erde, um den Entscheidungsträgern in der Politik eine Hilfestellung bei der Beurteilung anderer Wirtschaftsräume, Staatsformen, Lebensqualitäten etc. an die Hand zu geben. In den Prozess der Datenerhebung wird ein großer Kreis von Ministerien aber auch privaten Unternehmen integriert. So sammelt und koordiniert die CIA u. a. Daten aus den Ministerien für Verteidigung, Innere Sicherheit, Ernährung, sowie von Organisationen wie der NASA und anderen Forschungseinrichtungen und Wirtschaftsunternehmen.

Seit 1975 ist dieses sogenannte World Factbook auch der Öffentlichkeit zugänglich. Jedermann kann sich hieraus über die aktuellen statistischen Daten aus allen Teilen der Erde informieren.

Da sich auf diese Statistiken auch die Regierung der Vereinigten Staaten verlassen muss und dies das vorrangige Ziel ist, müssen die Veröffentlichungen im Factbook absolut zuverlässig sein. Auf die Qualität der Daten wird somit ein besonderer Wert gelegt und sie können als sehr vertrauenswürdig eingestuft und genutzt werden.



### **OECD – Organisation for Economic Co-operation and Development**

Die OECD wurde im Jahre 1960 von zunächst 20 Nationen mit dem Ziel gegründet, die wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung der angeschlossenen Länder zu verbessern. Mittlerweile umfasst die OECD insgesamt 30 Mitgliedstaaten aus, mit Ausnahme von Afrika, allen Kontinenten. Diese Wirtschaftsnationen und insgesamt ca. 70 weitere Organisationen wollen das politische und wirtschaftliche Handeln der Staaten beobachten und daraus neue Erkenntnisse gewinnen.

Für diese Arbeit werden sehr ausführliche Datensammlungen aus den verschiedensten Teilgebieten von Wirtschaft, Politik, Umwelt, etc. zusammengetragen. Neben den laufenden Onlineangeboten der OECD gibt es regelmäßige Publikationen wie zum Beispiel das „OECD Factbook: Economic, Environmental and Social Statistics“ das vergleichbar mit dem CIA Factbook ist oder aber auch der „OECD-Wirtschaftsausblick“, in dem zweimal jährlich die neusten Trends und Entwicklun-



gen der Wirtschaft bewertet werden. Daraus lassen sich die prognostizierten Wirtschaftsaussichten für die kommenden zwei Jahre für die OECD-Staaten aber auch für andere starke Wirtschaftsnationen, entnehmen.

### **weitere Quellen**

Neben den oben genannten Quellen gibt es natürlich immer noch eine Vielzahl einzelner Statistiken, die sich mit Sonderfällen oder problemorientierten Aufgabenstellungen beschäftigen. Solche Daten erhält man beispielsweise über die zuständigen Ministerien auf Bundes- oder Länderebene.

Oftmals beziehen sich derartige Daten wiederum auf Erhebungen des Statistischen Bundesamtes oder auf Untersuchungen renommierter Unternehmen, wie Wirtschaftsberatungsagenturen und ähnliches. Derartige Daten durchweg sehr zuverlässig und auch gut nachvollziehbar.

Sehr praktikabel und kostengünstig ist die Datenbeschaffung per Internet, da sich die Ministerien in der Regel mit sehr umfangreichen und informativen Internetauftritten präsentieren.

### **Allgemeine Bewertung der Quellen**

Generell lässt sich über alle oben genannten Quellen sagen, dass sie allesamt sehr zuverlässige Daten liefern. Der Primärzweck dieser Datensammlungen dient in der Regel nicht der Befriedigung reiner Neugier, sondern vielmehr dazu, dass politischen Entscheidungsträgern aussagekräftige und vor allem korrekte und zuverlässige Daten für ihren täglichen Arbeitsalltag zur Verfügung stehen.

So betrachtet stellen die der Öffentlichkeit zur Verfügung gestellten Statistiken „Nebenprodukte“ aus der Arbeit von Regierungen und politischen Organisationen dar.

Trotz der ausgesprochenen Güte der Daten gilt aber auch hier der Grundsatz, dass man sich nicht alleine auf eine einzige Quelle verlassen sollte, sondern sich einen Überblick aus mehreren vergleichbaren Daten verschaffen muss!

## **6.4.2 Immobilienmarktspezifische Daten**

Wie bereits erwähnt, darf über die gesamten volkswirtschaftlichen Betrachtungen das eigentliche Kerngebiet, der Immobilienmarkt einer Stadt bzw. Region, nicht aus den Augen verloren werden. Auch hier kursiert natürlich innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft ein breites Erfahrungsspektrum. Dennoch ist man auch hierbei auf reichhaltige und zuverlässige Quellen angewiesen, um den Immobilienmarkt eines bestimmten Standortes nach seinen gegenwärtigen Daten und Zukunftschancen zu bewerten und einzuordnen.

Wie später noch festgestellt werden wird, gibt es sehr enge Verknüpfungen zwischen Maklerfirmen und den Fondsgesellschaften. Auch für den Researchbereich eines Fonds sind diese Makler eine sichere Quelle für Informationen bezüglich so spezieller Märkte, wie zum Beispiel dem der Büroimmobilien.

Bei diesen Maklerfirmen, auf die sich das Research stützen kann, handelt es sich um eine geringe Anzahl global tätiger Unternehmen, die sich selbst mittlerweile



nicht mehr nur als Mittler beim Besitzübergang von Immobilien verstanden sehen möchten, sondern vielmehr als Immobiliendienstleister.

In der folgenden Aufzählung seien drei der größten und wichtigsten Firmen in alphabetischer Reihenfolge genannt:

- Atis Real



- CB Richard Ellis



- Jones Lang LaSalle



Diese sogenannten Immobiliendienstleister sind wie niemand sonst unmittelbar im Markt involviert und erhalten Daten aus erster Hand. Sie betreiben selbst einen sehr großen Aufwand um den Immobilienmarkt an allen attraktiven Investitionsstandorten zu analysieren. Das Ergebnis ihrer Untersuchungen zeigt sich in ausführlichen regelmäßig (i. d. R. quartalsweise) erscheinenden Marktstudien. Diese Studien behandeln alle für Investoren relevanten Fakten in Bezug auf den Immobilienmarkt einer Region bzw. auf internationaler Ebene. Für sehr attraktive Märkte, wie beispielsweise London oder Paris, werden eigene Veröffentlichungen erstellt. Bei CB Richard Ellis finden sich zur Zeit Studien zu rund 200 Märkten. In anschaulicher Art und Weise werden z. B. mögliche Renditen, Spitzenmieten, Leerstandsrate etc. dargestellt. Häufig sind große Immobilienmärkte in Teilmärkte (CBD, Vororte, usw.) aufgeschlüsselt und werden zusätzlich mit anderen nationalen und internationalen Märkten verglichen.

Zur Qualität der Werte ist zu sagen, dass diese Maklerdaten den wahren Markt sehr gut widerspiegeln, da die Angaben zumeist auf den Erfahrungen aus eigens getätigten Vermittlungen stammen. So werden z. B. Informationen über den m<sup>2</sup>-Preis Bürofläche direkt aus zeitnahen Transaktionen weitergegeben.

Es könnte natürlich die Kritik angebracht sein, zu sagen, die Makleragenturen würden Werte bewusst schönen. Das hieße zum Beispiel konkret, es werden Leerstandsrate gesenkt bzw. Mieterträge erhöht. Hierbei muss man sich aber immer in Erinnerung rufen, dass die Fondsgesellschaften nicht nur diese Daten für ihr Research benötigen, sondern in erster Linie geschätzte Kunden sind, wenn es um die Veräußerung von Immobilien geht. Spätestens bei einer Transaktion würden fingierte Zahlen erkannt werden und die notwendige Vertrauensbasis wäre zerstört. Somit stellt die zuverlässige Informationsversorgung von z. B. Fondsgesellschaften einen kostenlosen Service der Immobiliendienstleister für deren potentielle Kunden dar. Auch hier gilt auch wieder der Grundsatz, dass eine Researchabteilung mit guten Kontakten weitergehende und umfangreichere Daten erhalten kann.

Natürlich wäre es dennoch unvorsichtig, sich nur auf die Daten eines einzigen Maklers zu verlassen. Erst durch das Studium von Marktberichten aus verschie-



denen Quellen wird sich ein Gesamtbild ergeben. Oftmals stellt hierbei die Abgrenzung der einzelnen Regionen Probleme dar. Es gibt Immobilienmärkte, deren Grenzen von verschiedenen Maklern unterschiedlich definiert sind. Als Beispiel dient hier etwa der Großraum Paris. Die eigentliche Stadt Paris wird eher selten betrachtet. Sehr viel häufiger wird die Gesamtregion „Ile de France“ analysiert, die zusätzlich zum reinen Stadtgebiet noch eine Großzahl der Vorortregionen einbezieht. Beim zweiten, sehr wichtigen Büroimmobilienstandort London ist die Lage noch undurchsichtiger, da es hier keine einheitlichen geographischen Abgrenzungen gibt.

Daher ist beim Vergleich der Daten Vorsicht geboten. Auf den ersten Blick unterschiedliche Parameter können bei gleichem Bezug dieselbe Aussage haben oder auch eine ganz andere Situation beschreiben.

Ebenso ist es interessant zu erfahren, auf wie viele Transaktionen sich die angegebenen Werte stützen. Werden beispielsweise erzielte Spitzenmieten mit der Angabe der Liegenschaft versehen, so lassen sich diese Daten eventuell nachprüfen und sind dadurch weitaus transparenter als reine Zahlenwerte ohne Bezug.

Vorsicht bei der Betrachtung der gelieferten Daten ist vor allem in wirtschaftlich schwierigen Zeiten oder in Zeiträumen mit hohen Leerstandsdaten geboten. Wie bereits in Kapitel 6.3 angesprochen, bieten Vermieter ihren Kunden häufig sogenannte Incentives, um das Objekt attraktiver zu machen. In der Praxis bedeutet dies oft, dass ein durchschnittlicher oder auch relativ hoher Mietpreis vereinbart und vertraglich festgelegt wird. Im Gegenzug erhält der Mieter aber Vergünstigungen anderer Art. Eine solche Vergünstigung kann beispielsweise in einer Mietfreiheit für einen bestimmten Zeitraum bestehen. Solche mietfreien Zeiträume können sich durchaus auch über mehrere Jahre erstrecken. Bei auffälligen Werten sollte man deshalb versuchen, die Hintergründe zu erfragen. Denn ein Spitzenwert bei der Miete, der nur über teure Zugeständnisse erkaufte wurde, müsste sich in der Rendite des Objektes niederschlagen. Somit ist es bei Diskrepanzen zwischen Werten (hohe Miete  $\leftrightarrow$  geringe Rendite) notwendig, die Ursachen zu erforschen. Dies sollte üblicherweise durch die unverzichtbaren, bereits erwähnten, guten persönlichen Kontakten zu den Maklerfirmen möglich sein.



## 7 Portfoliomanagement

Hinter dem Begriff des Portfoliomanagements verbirgt sich in einer Kapitalanlagegesellschaft nicht nur die gleichnamige Tätigkeit, sondern auch eine Abteilung mit Spezialisten, die diese Aufgaben erfüllen. Je nach Hierarchiestruktur der Kapitalanlagegesellschaft ist der Bereich, der für das Portfoliomanagement verantwortlich zeichnet, mit der Akquisitionsabteilung zusammengefasst oder eine eigenständige Organisationsebene, die aber Hand in Hand mit der Akquisition arbeitet. Welches diese Tätigkeiten sind, soll das folgende Kapitel beschreiben.

Das Portfolio, d.h. die Zusammensetzung des Fondsvermögen und insbesondere des Immobilien-Sondervermögens kann, wie auch die einzelne Liegenschaft, durch vielfältige Parameter beschrieben werden:

<b>Allgemeine Parameter (Portfolio):</b>	<b>Objektparameter (Einzelimmobilie)</b>
- Geografische Verteilung	- Basisdaten (Fläche, etc.)
- Unterschiedliche Nutzungsarten	- Lagequalität
- Leerstände und deren Entwicklung	- Marktmieten
- Mietermix im Gesamtbestand	- Struktur des Mietvertrags
- Verschiedene Objektgrößen	- Verkehrswert
- Gemischte Altersstruktur der Gebäude	- Mietermix bei mehreren Mietern
- Mietvertragsstruktur, Laufzeit	- Drittverwendungsfähigkeit
- Unterschiedliche Lagequalitäten	

Es kommt bei einem Immobilienportfolio darauf an, dass obige Parameter laufend analysiert und entsprechend der zu verfolgenden Anlagestrategie verändert werden.

### 7.1 Aufgaben des Portfoliomanagement

Wie bereits in Kapitel 2 erläutert, verfolgt jeder Fonds eine relativ festgelegte Strategie, was sowohl die geografische Verteilung, als auch die Nutzungsarten der gehaltenen Liegenschaften betrifft. Die Aufgabe des Portfoliomanagements ist es, die strategischen Vorgaben des Fonds in die anlagentechnische Realität umzusetzen. Hierbei spielen die beiden Begriffe Diversifizierung und Ertragssicherung, auf die im Abschnitt 7.2 näher eingegangen wird, eine wesentliche Rolle, sowie die Parameter, welche einleitend erwähnt wurden.

Für eine gesunde Fondsstruktur ist es notwendig, dass die Liegenschaften hinsichtlich der Gesamtzusammensetzung des Immobilien-Sondervermögens aufeinander abgestimmt werden. Durch die sehr enge Zusammenarbeit bzw. die teilweise vorhandene Personalunion zwischen dem Portfoliomanagement und der Akquisition, wird jede Akquisition vom Portfoliomanagement begleitet.

Wie in Kapitel 2 erläutert, gewährt das InvG einem neu aufgelegten Fonds eine Anlaufzeit von vier Jahren, in der gewisse Investitionsschranken (regionale Streuung, minimaler Immobilienanteil, etc.) überschritten werden dürfen. Es kommt dem



Portfoliomanagement eines hiervon begünstigten Fonds die Aufgabe zu, dass vor Ablauf der Frist das Immobilien-Sondervermögen eine gesetzeskonforme Zusammensetzung aufweist. Dazu wird es oftmals notwendig, sich frühzeitig von entstandenen Anlageschwerpunkten, die der Regelung widersprechen, zu trennen. Es kommt zu einer Umstrukturierung, für die Neukäufe und Verkäufe von Immobilien notwendig werden.

Bereits während des Ankaufs und der späteren Bestandsanalyse stehen den Spezialisten im Portfoliomanagement oftmals automatisierte EDV-Werkzeuge zur Verfügung. Mit diesen kann zum Beispiel die zu erwartende Rendite eines Neuerwerbs unter der Berücksichtigung verschiedener Einzelparameter schnell und nachvollziehbar prognostiziert werden. Wichtigster Indikator für die Qualität einer Immobilie ist die zu erwartende Rendite. Genauso, wie bei der Akquisition, wird im Portfoliomanagement die Rendite eines Objektes vorausberechnet. Der Zeitraum, für den die Renditeaussichten prognostiziert werden, beträgt zum Beispiel bei den *grundinvest*-Fonds von KanAm elf Jahre, während andere Gesellschaften hier mit anderen Zeitfenstern arbeiten. Der zeitliche Prognosebereich wurde bei KanAm aus praktischen Erwägungen heraus gewählt, denn viele Mietverträge werden für zehn Jahre abgeschlossen. Um aber über die Beendigung eines solchen Mietverhältnisses hinausschauen zu können, wurde bei KanAm der „Elf-Jahres-Blick“ eingeführt.

Da Kapitalanlagegesellschaften für ihre Fonds in zunehmendem Maße in Grundstücksgesellschaften investieren, hat diese Entwicklung auch Auswirkungen auf die Arbeit des Portfoliomanagements. Bei einer Grundstücksgesellschaft ist nicht nur der Zustand der Immobilie von Interesse, sondern auch die wirtschaftliche Verfassung der Gesellschaft. Somit erstreckt sich die Prüfung nicht ausschließlich auf die Liegenschaft. Vielmehr müssen die maßgeblichen Gesellschaftsdaten einer eingehenden Analyse unterzogen werden. Dies zieht einen deutlichen Mehraufwand, im Gegensatz zu einer direkt gehaltenen Immobilie, nach sich.

Die Initiative für den Verkauf einer Liegenschaft kann ebenfalls aus Beobachtungen des Portfoliomanagements resultieren. Ergibt sich beispielsweise in einer Region ein deutlicher Bestandsüberhang, so wird es sinnvoll, sich an diesem Standort von den, in Bezug auf Erwartungen, Rendite und Gewinne, unattraktivsten Liegenschaften zu trennen. Mit zunehmender Größe des Fondsvermögens ändern sich auch die Vorgaben für die Strategen in der Kapitalanlagegesellschaft. Ist für einen im Aufbau befindlichen Offenen Immobilienfonds ein kleineres Objekt sehr interessant, werden mit steigenden Mittelzuflüssen wertvollere Liegenschaften ins Blickfeld rücken. Ein Fonds befindet sich, gerade in jungen Jahren, in ständiger Bewegung und die Struktur ist äußerst flexibel. Diese Flexibilität setzt natürlich ein perfekt funktionierendes Portfoliomanagement voraus, das gut in die restliche Hierarchie der Kapitalanlagegesellschaft eingegliedert ist und schnell auf neue Entwicklungen reagieren kann.

## 7.2 Schlagworte des Portfoliomanagements

Immer wieder werden bei der Diskussion über Offene Immobilienfonds zwei Begriffe besonders hervorgehoben, die in der Tat eine hohe Bedeutung für die Stabilität und Performance eines Fonds haben und deren Ausgestaltung vom Portfolio-



management der Kapitalanlagegesellschaften ständig überarbeitet und geprüft wird. Bei diesen beiden Begriffen handelt es sich um die Diversifizierung und die Ertragssicherung.

### 7.2.1 Diversifizierung

Die Diversifizierung des Portfolios umfasst zwei Hauptbereiche, nach denen unterschieden wird, wobei eine einseitige Konzentration auf einen Schwerpunkt vermieden werden sollte. Die Diversifizierung in den beiden Strukturmerkmalen

- Geografische Verteilung
- Nutzungsarten

wird als investitionstaktisch sinnvoll angesehen. In Abbildung 11 wird diese zweigleisige Ausrichtung der Liegenschaften ebenfalls veranschaulicht.

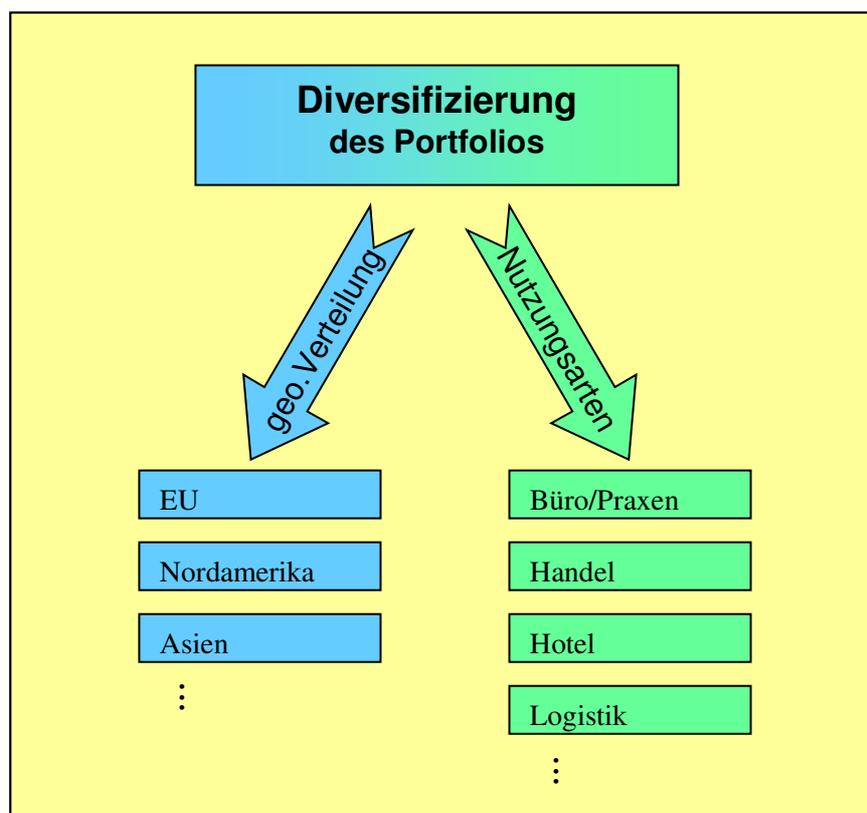


Abb. 11: Diversifizierungsmöglichkeiten

Wenn sich die Objekte eines Offenen Immobilienfonds geografisch, nutzungsspezifisch oder sogar in beiden Bereichen auf einen Schwerpunkt fixieren, kann dies zu einer hohen Instabilität und extremen Sensibilität bei unvorhergesehenen oder zyklischen Marktgeschehen führen.

Es durchlaufen in der Regel alle Immobilienstandorte einen konjunkturellen Zyklus, wie im vorhergehenden Kapitel bereits erwähnt wurde. Konzentriert nun ein Offener Immobilienfonds seine Investitionstätigkeit hauptsächlich auf eine Region, so werden die Schwankungen dieses lokalen Marktes den Wert der gehaltenen Immobilien beeinflussen und somit auch die Performance des Fonds. Sehr deutlich trat diese Problematik in der jüngeren Vergangenheit bei Fonds zu Tage, die ihren Investitionsschwerpunkt innerhalb von Deutschland gesetzt hatten. Eine all-



gemeine Konjunkturschwäche und eine damit einhergehende Steigerung der Leerstandsdaten, wirkte sich sehr stark auf die Immobilienrenditen dieser Fonds aus. Andere Offene Immobilienfonds, deren Portfolio geografisch weiter gefasst war und die einen höheren Besitzstand im Ausland besaßen, wurden von dem Geschehen in Deutschland wesentlich weniger beeinflusst. Portfoliomanager gehen aber davon aus, dass selbst an einem starken und stabilen Standort, wie zum Beispiel Paris, ein gut strukturiertes Portfolio relativ resistent gegen Marktschwankungen ist, und dort nur mittels einer lokalen Diversifizierung ein krisensicherer Bestand gewährleistet werden kann.

Eine gleichfalls problematische Abhängigkeit von äußeren Einflüssen resultiert aus einer einseitigen Investition in dieselben Nutzungsarten. In diesem Bereich wird aber eine gleichmäßige Durchmischung des Portfolios eher die Ausnahme sein, da Büroimmobilien, aufgrund ihrer relativen Wertbeständigkeit und Konstanz, immer einen natürlichen Schwerpunkt bilden werden. Dennoch wird hier ebenfalls versucht, nicht ausschließlich in Büroimmobilien zu investieren, sondern zusätzlich andere Nutzungsarten, wie zum Beispiel Handelsobjekte, in den Fonds zu integrieren.

Jede Objektart verfügt über eine spezifische Renditeerwartung. Analysten orientieren sich grob an der folgenden Faustregel:

Objektart	erzielbare Rendite
Büro/Praxen	ca. 5-6 %
Hotel	ca. 7 %
Logistik	ca. 8 %

Verbunden mit den Renditeerwartungen sind aber auch die Risiken, die mit einer Immobilie einhergehen. Hier gilt die Regel: „Je höher die Rendite, desto höher das Risiko“. Bei der Diversifizierung eines Portfolios ist es deshalb angebracht, stets eine Balance zwischen Rendite und Risiko zu finden. Aus diesem Grund verzichten viele Offene Immobilienfonds auf Liegenschaften aus dem Bereich der Logistik, die zwar mit einer verhältnismäßig hohen Rendite aufwarten, das Anlagerisiko aber durch oft fehlende Nachmieter und geringe Alterserwartung der Bausubstanz entsprechend hoch ist.

Wie bereits in Kapitel 4 erläutert, macht das Investmentgesetz den Portfoliomanagern bei der Gestaltung des Bestandes und damit auch bei der Diversifizierung konkrete Vorgaben: Insbesondere in Bezug auf die geografische Streuung darf gesetzlich vorgeschrieben nur ein bestimmter Anteil des Fondsvermögen in Liegenschaften außerhalb der EU platziert werden und dies ist wiederum erst dann zulässig, wenn „eine angemessene regionale Streuung gewährleistet ist“. Die Fondsgesellschaften sind, auch durch die gesetzlichen Vorgaben des § 66 InvG, generell bestrebt, eine Konzentration ihrer Objekte zu vermeiden und diese geografisch und nutzungstechnisch möglichst breit auf dem Markt zu streuen. Dies wird auch durch das InvG deutlich unterstützt und von Seiten der Fonds mit steigender Tendenz umgesetzt, wie die verstärkte Investitionstätigkeit der Fonds im Ausland belegt.



Die Diversifizierung des Fonds erstreckt sich nicht nur auf die Geografie und die Nutzungsart. Ebenso achtet das Portfoliomanagement darauf, dass eine Durchmischung auch in anderen Bereichen wie zum Beispiel, Mietermix in Handelsobjekten, Mietlaufzeiten, Lagequalitäten, etc. gegeben ist. Eine derartige Vorgehensweise bei der Strukturierung ist unerlässlich für die Sicherung der Erträge.

## 7.2.2 Ertragssicherung

Da auch beim Portfoliomanagement die zu erzielende Rendite einer Liegenschaft den größten Einfluss auf dessen Verbleib im Fonds hat, wird alles unternommen, um die für die Immobilienrendite verantwortlichen Erträge langfristig sicher und kalkulierbar zu gestalten. Die Sicherheit der Erträge sollte durch alle Liegenschaften eines Fonds gegeben sein. Es gibt selbstverständlich immer Objekte, bei denen beispielsweise gerade ein Mieterwechsel vollzogen wird, oder ein Gebäude steht aufgrund von Umbaumaßnahmen leer. Trägt aber das Gros nicht zu einem konstanten Ertrag bei, kann es zu einem bedrohlichen Einbruch der Performance kommen. Wie es in jüngster Vergangenheit unter anderem bei Fonds mit dem Anlageschwerpunkt Deutschland und den damit verbundenen hohen Leerstandsquoten, zu beobachten war.

Maßnahmen, die unter anderem zur Sicherung des Ertrages beitragen werden, in Abbildung 12 dargestellt und im Folgenden beschrieben.



Abb. 12: Maßnahmen zur Ertragssicherung



- Lange Mietlaufzeiten

Wegen der Wichtigkeit der Nachhaltigkeit der Mieteinnahmen ist das Portfoliomanagement bestrebt, langfristige Mietverträge, über zehn Jahre und länger, abzuschließen, bzw. bei Kauf oder Verkauf eines Objekts auf diesen Parameter zu achten.

Die auf lange Sicht fixierten Mieteinnahmen spielen auch bei der Ermittlung des Verkehrswertes eine entscheidende Rolle, wie in einem späteren Kapitel ausgeführt wird.

- Mietausfallversicherung

In der Regel wird der Mietausfall an einer Immobilie durch eine entsprechende Mietausfallversicherung abgefangen, welche ein Teil der umfassenden Gebäudeversicherung ist. Wird für ein Objekt kein Nachmieter gefunden, dann haftet die Versicherung nicht. Kommt es aber zu einem unvorhergesehenen Ereignis wie z. B., Brand, Wasserschaden, etc., das die Nutzung des Gebäudes einschränkt, kann die Versicherung in Anspruch genommen werden und die Mieteinnahmen bleiben, selbst im ungenutzten Gebäude, über einen bestimmten Zeitraum erhalten. Dieser Zeitraum richtet sich nach der Art des Versicherungsabschlusses. Normalerweise decken die Kapitalanlagegesellschaften einen Mietausfall von 24 Monaten ab. Bei KanAm Grund können sogar 30 Monate kompensiert werden.

- Versicherungen auf Wiedererstellungswert

Einen ähnlichen Effekt wie die vorgenannte Mietausfallversicherung bieten Versicherungsklauseln, die bei einem Schadensfall haften, der das Gebäude unbrauchbar macht. Eine solche Versicherung, die zum Beispiel im Brandfall eintritt, leistet eine Zahlung, die es ermöglicht, das Gebäude wieder neu zu erstellen. Das bedeutet, es ist der aktuelle Wiedererstellungswert der Liegenschaft versichert und es kommt, im Fall der Fälle, dadurch zu keinem Einbruch in der Performance.

- Streuung der Kündigungstermine

Wie bereits erläutert, wird bei den Mietverträgen eine möglichst lange Laufzeit vereinbart. Der zweite wichtige Punkt ist der Kündigungstermin. Hierbei ist es wichtig, dass es bei der Betrachtung des gesamten Immobilienbestandes zu keiner zeitlichen Häufung von Kündigungsterminen kommen kann. Es hätte fatale Folgen, wenn ein Großteil aller Mietverträge innerhalb desselben Jahres auslaufen und neu verhandelt würde. Es wird daher sorgfältig darauf geachtet, dass sich die Kündigungstermine gleichmäßig über lange Zeiträume erstrecken und es so zu einem kontinuierlichen Wandel in der Mieterstruktur kommt.

Diese Betrachtung über den gesamten Bestand setzt sich auch im Kleinen fort. Gibt es in einem Gebäude eine Vielzahl von Mietern, so wird auch hierbei darauf geachtet, dass eine Mischung der Kündigungstermine vorliegt. Es soll hier ebenfalls vermieden werden, dass eine Liegenschaft innerhalb kurzer Zeit seine Mieter verliert bzw. aufgrund der Marktsituation ungünstigere Mietverträge entstehen. Selbst bei einer negativen Entwicklung der allgemeinen Marktdaten kann ein Fonds diesen Trend puffern und die Folgen wirken sich langsamer und über einen längeren Zeitraum aus.



- **Gewissenhafte Bonitätsprüfung**

Vor der Vermietung und ebenso bei einem Ankauf vermieteter Objekte wird die Bonität der potentiellen und aktuellen Mieter sehr genau geprüft. Da der Fonds zwingend auf die regelmäßigen Mietzahlungen der Mieter angewiesen ist, darf ein Mietausfall aufgrund der Zahlungsunfähigkeit des Mieters nicht eintreten. Bei der Suche nach Mietern stellt dieser Punkt einen nicht unerheblichen Arbeitsaufwand des Portfoliomanagements dar. Die Unternehmensdaten und Bücher der Interessenten werden geprüft um das Risiko eines Mietausfalls abschätzen zu können. Ist die Bonität absolut nicht gewährleistet, muss von einer Vermietung an diesen Kunden abgesehen werden. Das Ziel einer solchen Prüfung und eventuell weiterer Maßnahmen ist es, die **Zahlungsströme** über einen Zeitraum von mindestens **zwei Jahren abzusichern**. Das heißt, bei einer Insolvenz des Mieters und in Ermangelung eines Nachmieters, ist eine weitere Mietzahlung gewährleistet. Sollte eine gewisse Unsicherheit bei der Prüfung offensichtlich werden, können Sicherungsmaßnahmen veranlasst werden, wie sie im Folgenden erläutert werden.

- **Bürgschaften**

Sollten bei der Bonitätsprüfung eines Mietinteressenten Unsicherheiten auftreten, so können, bei Einverständnis des Mieters, diese durch entsprechende Bürgschaften zugunsten der Fondsgesellschaft ausgeräumt werden. Wie gesehen, soll eine solche Bürgschaft den Umfang der Miete für insgesamt zwei Jahre abdecken. In diesem Bereich sind Barkautionen, die bei der KAG hinterlegt werden, durchaus üblich.

- **Mietvorschüsse**

Als Alternative oder in Kombination mit einer Bürgschaft, kann die Absicherung der Erträge auch über einen Mietvorschuss geregelt werden. Die Anzahl der Monatsmieten, die als Sicherheitsleistung vom Mieter hinterlegt werden müssen, richtet sich nach dem Ergebnis der Bonitätsprüfung und eventuellen anderen Leistungen, wie zum Beispiel einer Bürgschaft.

Aufgrund der Nähe des Portfoliomanagements zur Akquisition, soll nun im weiteren Verlauf die Arbeit des Akquisitionsbereiches innerhalb einer Kapitalanlagegesellschaft beschrieben werden.



## 8 Akquisition

Ein Offener Immobilienfonds lebt von seiner Dynamik und dem ständigen Wachstum, zu dem er auch gesetzlich verpflichtet ist. Wenn Anleger ihr Geld in einen Fonds investieren, so muss dieses Geld spätestens bei Erreichen der Maximalgrenze für nicht in Immobilien gebundene Geldmittel in ein neues Objekt investiert werden. In diesem Kapitel soll der Weg erläutert werden, auf dem ein neues Objekt in den Bestand eines Offenen Immobilienfonds gelangt.

### 8.1 Objektakquisition

Bei der Akquisition handelt es sich wie beim Research um einen weiteren Arbeitsbereich innerhalb einer Kapitalanlagegesellschaft. Die Hauptaufgabe der Akquisition besteht darin, neue Immobilien für den Fonds zu kaufen, wenn dies aufgrund zufließender Geldmittel erforderlich wird. Normalerweise ist durch die Investitionstätigkeiten der Anleger ein relativ konstanter Zustrom an Geldmitteln gewährleistet. Da die Offenen Immobilienfonds durch das InvG sogar verpflichtet sind, nur bis zu einer Maximalgrenze liquide Mittel zu halten, müssen ständig neue Gebäude gekauft werden, damit die Gelder in Immobilien angelegt sind. Der Akquisitionsabteilung kommt somit eine ausgesprochen wichtige Rolle innerhalb einer Fondsgesellschaft zu und sie sollte deshalb effizient organisiert sein.

#### 8.1.1 Struktur der Akquisitionsabteilung

Von Seiten der Arbeitskonsistenz ist es am sinnvollsten, wenn ein Akquisiteur ein Objekt von Beginn bis Ende der Akquisition ununterbrochen begleitet. So ergibt sich für alle Beteiligten ein einziger Ansprechpartner, der sich für die Koordination der notwendigen Schritte verantwortlich zeigt und immer den Überblick über die momentane Situation hat. Es spricht selbstverständlich nichts dagegen, dass eine Person gleichzeitig mehrere Objekte begleitet, sondern dies ist eher die Regel, da sich eine Akquisition über einen längeren Zeitraum erstreckt. Die Aufteilung eines Objektes unter vielen Mitarbeitern kann zu einem Hindernis im Informationsfluss führen. Dieser sollte aber so stringent wie nur möglich sein.

Da sich Akquisiteure auch mit den regionalen Gepflogenheiten des Immobilienmarktes auskennen sollten, ist es ratsam, die Arbeitsgebiete der Mitarbeiter regional zu strukturieren. Je nach Investitionsvolumen kann ein Akquisiteur mehrere Staaten, ein Land oder auch nur eine einzige Region betreuen.

Wenn eine Kapitalanlagegesellschaft mehrere Offene Immobilienfonds aufgelegt hat, ist es nicht erforderlich verschiedene Akquisitionsabteilungen zu betreiben. Interessante Objekte werden von den Sachbearbeitern dem am besten geeigneten Fonds zugeordnet.



### 8.1.2 Ablauf einer Akquisition

Abb. 13: zeigt den generalisierten Ablauf einer Akquisition vom Angebot bis zur Übernahme des Objekts in den Fonds. Natürlich differiert das Vorgehen je nach Kapitalanlagegesellschaft, ist aber anhand des Schaubildes gut nachvollziehbar.

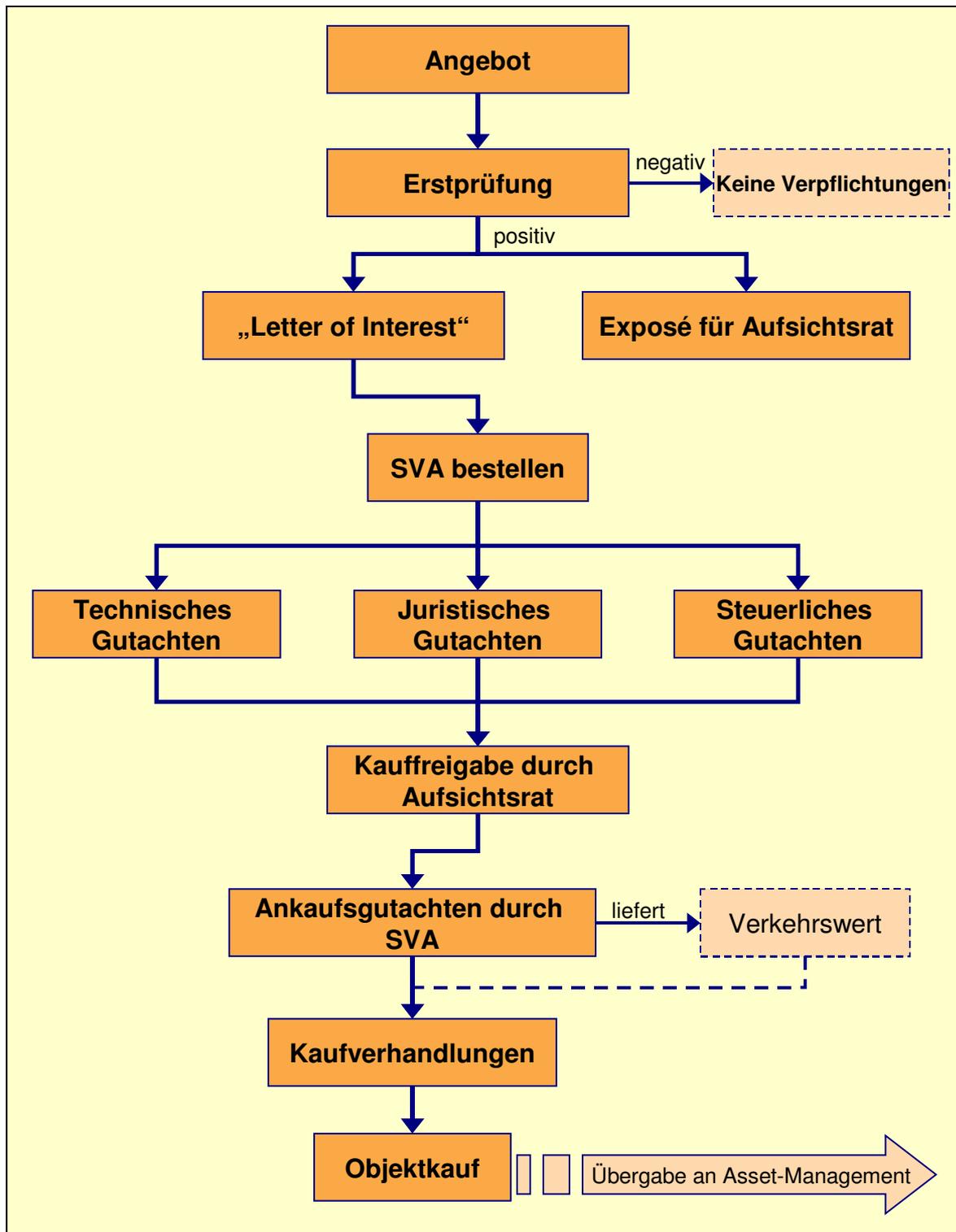


Abb. 13: Generalisierter Ablauf einer Akquisition



Im Folgenden werden die einzelnen Schritte der Akquisition, wie sie in obiger Grafik dargestellt sind, erläutert:

### **Angebot**

Auch wenn es sich bei der Akquisitionsabteilung um den „Einkauf“ einer Fondsgesellschaft handelt, so gibt es doch erhebliche Unterschiede gegenüber dem Gebaren eines normalen Käufers. Der offensichtlichste Unterschied liegt darin, dass eine Fondsgesellschaft in der Regel keine aktive Suche nach neuen Objekten betreibt. Vielmehr kommen jetzt wieder die Immobiliendienstleister, über die bereits in Kapitel 6 gesprochen wurde, zum Zuge. Deren eigentliches Geschäftsfeld liegt nicht in der Erstellung kostenloser Marktanalysen, sondern im Handeln mit Immobilien. Spätestens seit dem Boom der Offenen Immobilienfonds sind die KAGs gerngesehene Kunden. Da jeder Offene Immobilienfonds ein spezifisches Profil hat, das die Zusammensetzung des Portfolios definiert, können diese großen internationalen Maklerunternehmen, quasi maßgeschneiderte Angebote offerieren. Die Makler, wie beispielsweise die bereits erwähnten CB Richard Ellis oder Jones Lang LaSalle, verfügen über das Wissen, welches ihrer momentanen Objekte zu welchem Fonds passen könnte und bieten dann gezielt nur solche Objekte einzelnen Fonds an, bei denen die Aussicht auf einen Vertragsabschluß möglich ist. Soll heißen, dass ein Makler einem Fonds, der sich nur aus Büroimmobilien zusammensetzt keine Hotelobjekte zum Kauf anbietet. Ebenso wenig wird einem neu aufgelegten Fond keine Immobilie im Wert von mehreren hundert Millionen Euro offeriert werden.

Ein solches Verkaufsangebot geht der Akquisitionsabteilung der Kapitalanlagegesellschaft zu, und es werden dann die ersten Schritte eingeleitet, die möglicherweise zu einem späteren Kauf durch die Fondsgesellschaft führen.

### **Erstprüfung**

Der zuständige Akquisiteur unterzieht das eingereichte Angebot einer ersten Prüfung, ob es sich in den Fonds integrieren lassen kann. Unter anderem werden dabei folgende Fragestellungen geklärt:

- Passt die Objektart zur Fondsstrategie (Bürogebäude, Hotel, etc.)?
- Fügt sich das Objekt in die geographische Verteilung des Fonds?
- Verfügt das Objekt über eine(n), für den Fonds sinnvolle(n), Größe/Wert?
- Überzeugt der Ersteindruck (Alter, Zustand, Lage, etc.)?

Erst wenn diese und weitere Fragen positiv beantwortet werden konnten, wird das entscheidende Merkmal des Objekts beleuchtet. Hierbei handelt es sich um die prognostizierte Rendite, die sich mit der angebotenen Immobilie erzielen lässt. Da die Rendite eines Objektes für den Fonds natürlich oberste Priorität hat, muss das Angebot in dieser Kategorie überzeugen können. Der Zeitraum, für den die Renditeaussichten prognostiziert werden, beträgt zum Beispiel bei den *grundinvest*-Fonds von KanAm elf Jahre, wie bereits in Abschnitt 7.1 erläutert wurde. Andere Kapitalanlagegesellschaften arbeiten mit abweichenden Zeiträumen. Es ist aber allen Fondsgesellschaften gemeinsam, dass sie versuchen, möglichst weit in die Zukunft zu sehen, da nur die abgeworfene Rendite eines neuen Objektes und nicht dessen Wert über die Rendite des gesamten Fonds entscheidet.



Kann ein Angebot auch hier überzeugen, so hat es bereits die ersten großen Hürden überwunden und es kommt zu ersten konkreten Gesprächen.

### **„Letter of Interest“**

Zu diesem Zeitpunkt der Akquisition ist es häufig üblich, dass der verantwortliche Akquisiteur das angebotene Objekt im Zuge einer Ortsbesichtigung persönlich inspiziert.

Bleibt der positive Eindruck auch nach dem Ortstermin erhalten, so wird ein sogenannter „Letter of Interest“ verfasst. Hierbei handelt es sich um eine Art Vorvertrag oder Option auf den Kauf des Gebäudes. Zwischen der Kapitalanlagegesellschaft und dem Verkäufer wird vereinbart, dass die Fondsgesellschaft für einen bestimmten Zeitraum von mehreren Wochen, bei langwieriger Prüfung auch Monaten, ein exklusives Vorkaufsrecht erhält.

Eine Verpflichtung ergibt sich aus dieser „Interessenfixierung“ für keine der beiden Seiten. Weder muss die Kapitalanlagegesellschaft das Objekt zu einem späteren Zeitraum kaufen, noch muss es der Verkäufer herausgeben. Diese Vorgehensweise sichert der Käuferseite zu, dass sie weitergehende, mit Kosten verbundene, Untersuchungen einleiten kann, die eventuell zu Verkaufsverhandlungen führen, ohne dass das Objekt in der Zwischenzeit anderweitig veräußert wird.

Für den Verkäufer wird aus der Erklärung ersichtlich, dass das Angebot auf Interesse stößt. Ohne das Gebäude in der vereinbarten Zeit zu verkaufen kann er die weitere Entwicklung abwarten.

### **Vorlage für den Aufsichtsrat**

Der Aufsichtsrat einer Kapitalanlagegesellschaft ist abschließend dafür verantwortlich, ob ein neues Objekt in den Fonds aufgenommen wird oder nicht. Deshalb muss dieses Gremium baldmöglichst nach Aufnahme tiefgreifender Gespräche über die begonnenen Prozesse informiert werden. Nach dem ausgestellten „Letter of Interest“, bzw. parallel dazu, ist dies ein sinnvoller Zeitpunkt. Das Objekt wird aufgrund der momentan vorhandenen Informationen vorgestellt, damit sich das Gremium einen Eindruck verschaffen kann.

Der Aufsichtsrat hat bei den weiteren Akquisitionsstationen höchstens eine überwachende Funktion. Natürlich steht es dem Aufsichtsrat jederzeit zu, den laufenden Vorgang abzurechnen und so einen Neukauf zu verhindern. Die fachliche Kompetenz liegt aber bei der Akquisition und daher ist die Vorlage über den eventuellen Kauf vor allem informativ zu sehen.

### **Sachverständigenausschuss bestellen**

Ebenfalls einen informativen Charakter hat die Bestellung des Sachverständigenausschusses an dieser Stelle des Prozesses. Die eigentliche Arbeit des Sachverständigenausschusses liegt später in der Bewertung des Objektes. Wenn es gewährleistet sein soll, dass die Abläufe, die zu einem Kauf führen, in einem engen Zeitfenster stattfinden, ist es anzuraten, die Sachverständigen früh auf ein zu erstellendes Gutachten aufmerksam zu machen. Das Gutachten wird noch nicht er-



stellt, sondern es soll bewirkt werden, dass der Ausschuss, nach Klärung weiterer Fragen, kurzfristig einsatzbereit ist.

### **Notwendige Gutachten**

Im Vorfeld der ersten Verhandlungen muss die Fondsgesellschaft mehrere Gutachten zur Prüfung der Qualitäten des Objektes durchführen. Hierbei können, je nach Strukturierung der Kapitalanlagegesellschaft, unterschiedliche Gutachten erstellt werden. Als unerlässlich für spätere Kaufentscheidungen werden folgende drei Gutachten betrachtet:

- Technisches Gutachten

Es soll hierbei eine klare Aussage über den Zustand der Immobilie getroffen werden. Der allgemeine Begriff Gebäudezustand bedeutet hier auch die Differenzierung in wesentliche Bestandteile des Gebäudes. Es werden sowohl die Bausubstanz (Mauerwerk, Bedachung, etc.) als solche untersucht, wie auch die Qualität der technischen Einrichtungen (Elektroinstallationen, Aufzüge, etc.). Sollte es angebracht sein, können zusätzliche Detailanalysen, wie z. B. eine Analyse der Lage mit verkehrstechnischer Untersuchung (Anbindung, ÖPNV, etc.) durchgeführt werden.

- Juristisches Gutachten

Das juristische Gutachten befasst sich ebenfalls mit den vertraglichen Vereinbarungen die zum Kauf führen. In erster Linie werden aber bestehende Verträge, wie zum Beispiel Miet- und Pachtverträge auf Herz und Nieren geprüft. In diesem Zusammenhang ist besonders auf ländertypische Gesetzeslagen zu achten. Anschaulich wird die Problematik, wenn Mieter beispielsweise gesetzlich oder vertraglich garantierte Sonderkündigungsrechte geltend machen können. Hierbei gilt es, alle Eventualitäten sorgfältig abzuwägen.

- Steuerliches Gutachten

Wie bereits in Kapitel 5 ausgeführt, gibt es bezüglich der Besteuerung der Immobilien mehrere Dinge zu beachten. Gezielt für das zu kaufende Gebäude sollen in diesem Gutachten alle steuerlichen Konsequenzen betrachtet werden. Dies ist notwendig, da jedes Gebäude andere steuerliche Aspekte aufwerfen kann. Hierzu zählen natürlich die steuerpolitischen Gegebenheiten jedes Landes aber auch private Vereinbarungen, wie beispielsweise die Übernahme der Grundsteuer durch den Vorbesitzer über einen bestimmten Zeitraum.

Wie sich bei der Betrachtung der einzelnen Gutachten zeigt, so ist hier oft das Wissen von Experten gefragt, die mit den örtlichen Gegebenheiten bestens vertraut sind. Deshalb werden die Gutachten von ortsansässigen Gutachtern erstellt, oder werden diese zur Beratung mit den jeweiligen Fachleuten der Kapitalanlagegesellschaft hinzugezogen.



### **Kauffreigabe durch Aufsichtsrat**

Nach der Bewertung der erstellten Gutachten und Vorlagen muss der Aufsichtsrat abschließend darüber entscheiden, ob das Objekt für den Fonds gekauft werden soll oder nicht.

Sollte sich der Aufsichtsrat gegen den Kauf entschließen, so sind der Kapitalanlagegesellschaft, außer den Kosten für die erbrachte Arbeitsleistung ihrer Mitarbeiter und die Gutachten, keine weiteren Verpflichtungen erwachsen. Auch in diesem Stadium kann der Kauf jederzeit abgebrochen werden.

Fällt die Entscheidung des Aufsichtsrats dagegen positiv aus und er erteilt die Kauffreigabe, so können die letzten Schritte bis zum Objektkauf eingeleitet werden.

### **Ankaufsgutachten durch Sachverständigenausschuss**

Wie in Kapitel 10 ausführlich beschrieben werden wird, ist der Sachverständigenausschuss das Gremium, welches ein Objekt vom Ankauf bis zum eventuellen Verkauf ständig begleitet. Die erste Handlung, die der SVA an einem neuen Objekt ausführt, ist die Erstellung des Ankaufsgutachtens. Die Sachverständigen ermitteln nach der Besichtigung der Immobilie vor Ort und der Einsicht in die wertrelevanten Unterlagen den Verkehrswert des Objekts.

Dadurch, dass die Sachverständigen bereits vorab von einem möglichen Kauf informiert wurden, stehen sie wenn nötig, innerhalb kürzester Zeit für die Erstellung des Ankaufsgutachtens bereit. Die Ortstermine werden kurzfristig vereinbart und es ist möglich, ein solches Gutachten innerhalb weniger Tage fertig zu stellen.

Mit dem vorhandenen Verkehrswert, der das oberste Maximum der Preisspanne für Verhandlungen darstellt, beginnen die Ankaufsgespräche.

### **Kaufverhandlungen**

Mit den Ergebnissen aus allen Gutachten und dem Wissen über den Zustand und Wert des Gebäudes treten Käufer und Verkäufer in die Verhandlungen ein. Wie üblich, wenn große Objekte Gegenstand von Verhandlungen sind, ist der Kaufvertrag schließlich eine Ansammlung von einvernehmlich getroffenen Kompromissen. Diese Kompromisse schlagen sich in diesem Fall in der Gestaltung des Kaufpreises nieder oder in gewährten Incentives von Seiten des Verkäufers.

Wie erwähnt, stellt der ermittelte Verkehrswert die Obergrenze dar. Da kein gebrauchtes Gebäude mängelfrei ist, wird der endgültige Kaufpreis in der Regel unter dem veranschlagten Verkehrswert liegen.

### **Objektkauf**

Findet während der Verhandlungen eine Einigung statt, steht dem Eigentumsübergang nichts mehr im Wege. Bei der vertraglichen Ausgestaltung orientieren sich die Vertragspartner normalerweise an den angelsächsischen Standards für Immobilienverkauf. Auf dieser relativ einheitlichen, internationalen Rechtsplattform werden die Verträge geschlossen, und das Gebäude geht in den Besitz der Kapitalanlagegesellschaft über.

An dieser Stelle endet die Verantwortung des Bereiches der Akquisition, und das neue Objekt wird an das Asset Management übergeben, wo es während seiner Zugehörigkeit zum Portfolio eines Fonds betreut wird.



### 8.1.3 Zeitlicher Rahmen

Über die Dauer einer Objektakquisition lässt sich keine pauschale Aussage treffen, da sie von verschiedenen Faktoren abhängt. Entscheidend für die Geschwindigkeit ist zum einen natürlich die Größe des Objektes, andererseits ist die Dynamik und die Hierarchiestruktur der kaufenden Kapitalanlagegesellschaft von fast noch größerer Bedeutung.

Ein Kauf vollzieht sich, trotz der beeindruckenden Größe und der umgesetzten Geldmittel, in sehr kurzer Zeit und geht oftmals schneller als Immobilienverkäufe von Privathaushalten. Der Benötigte Zeitraum teilt sich in zwei Bereiche:

- vor dem „Letter of Interest“
- nach dem „Letter of Interest“

Für die Erstprüfung und die Entscheidung, ob man in die genauere Begutachtung des Objektes einsteigt, vergehen in der Regel ca. drei bis sechs Wochen. Danach richtet sich die Geschwindigkeit des weiteren Ablaufes nach der Dynamik der Kapitalanlagegesellschaft.

Bei kleineren und dynamischeren Fondsgesellschaften, wie beispielsweise der KanAm gehen die Akquisiteure von einer durchschnittlichen Dauer ab Ausstellung des „Letter of Interest“ bis zur Objektübernahme zwischen vier und sechs Wochen aus.

In größeren Fondsgesellschaften, wie zum Beispiel der Deka, die auch über eine statischere Hierarchie und Verwaltung verfügen, wird etwa die doppelte Zeit eingeplant werden müssen.

### 8.1.4 Kriterien für den Kauf

Es wurde bereits darauf hingewiesen, nach welchen Kriterien bei einer Erstprüfung das angebotene Objekt ausgewählt wird. Noch nicht angesprochen wurde dagegen die Tatsache, dass es für jeden Fonds ganz individuell ideale oder uninteressante Angebote gibt. Ein Objekt mit einem Wert von ca. 200 Mio. € kann für einen kleinen Fonds, der sich eventuell gerade im Aufbau befindet, eine nicht zu leistende Investition darstellen. Für einen großen Fonds kann dies dagegen die optimale Größe zur Ergänzung des Portfolios sein. Jeder Fonds hat seine eigene Idealgröße für Neuinvestitionen, bei der sich die Kosten für die Akquisition und spätere Verwaltung in einem optimalen Verhältnis zum Wert befinden. Bei Gebäude, welche unter der „Idealschwelle“ liegen und einen geringeren Wert haben, sind die Unkosten für die zu leistende Arbeit nur unwesentlich geringer und das Unkosten-Wert-Verhältnis wird schlechter. Bei gut situierten Fonds mit reichhaltigem Portfolio mag dieser Idealwert deutlich höher liegen. Bei neue Fonds, mit geringeren Mittelzuflüssen, wird diese Schwelle dagegen niedriger angesetzt.

Erstaunlicherweise stellt die Finanzierung neuer Immobilien die Kapitalanlagegesellschaften nicht vor allzu große Probleme. Im organisatorischen Ablauf der Akquisition wird nicht erst gehandelt wenn die notwendigen Mittel in den Fonds geflossen sind. In der Regel verfügen die Fonds über mehr liquide Mittel, als sie am Markt investieren können. Es ist aber das Anliegen jedes Fonds, die investierten Summen der Anleger schnellstmöglich in neue Immobilien umzuwandeln.

Die Fülle der Angebote, die bei den Fondsgesellschaften eingehen, ist sehr umfangreich. Vor allem kleinere Offene Immobilienfonds können sich keine „Fehlgrif-



fe“ beim Kauf neuer Objekte leisten, da sich bei einem kleinen Portfolio solche negativen Ausreißer sofort spürbar in der Gesamtperformance des Fonds niederschlagen. Es ist daher sehr wichtig, die Angebote genau zu prüfen. Besteht eine größere Auswahl an Gebäuden, so wird es teilweise leichter, die aussichtsreicheren Objekte zu finden. Bei kritischer Betrachtung lässt sich feststellen, dass ungefähr jede 20. Offerte von den Akquisiteuren intensiver verfolgt wird. Ist das Interesse geweckt, so kommt es in den meisten Fällen auch zu einem Kauf.

### **8.1.5 Auswirkungen der Akquisitionstätigkeit auf den Immobilienmarkt**

Die sehr starke Kaufstätigkeit für die Offenen Immobilienfonds in den vergangenen Jahren, beeinflusst auch die Märkte für Büroimmobilien in nicht unwesentlichem Ausmaß. Es ist leicht einzusehen, dass sich auch die begrenzten Märkte für größere Büroimmobilien nach den Gesetzmäßigkeiten der freien Marktwirtschaft ausrichten. Das führt bei einer verstärkten Nachfrage selbstverständlich zu wachsenden Preisen. In den Zentren der Aktivitäten, wie zum Beispiel Paris oder London, wurden die Kapitalanlagegesellschaften ungewollt selbst zu „Preistreibern“.

Erfahrene Akquisiteure sprechen davon, dass nach dem subjektiven Eindruck geschätzt, die Preise für hochklassige Büroimmobilien in Paris innerhalb der letzten zwei bis drei Jahre um ca. 50 % gestiegen sind. Auch auf dem US-Markt sind ähnliche Tendenzen auszumachen. Hier gehen Experten von ca. 25% Preissteigerung in den vergangenen Jahren aus. Solange der Kaufboom der Offenen Immobilienfonds andauert, dürfte dieser Trend anhalten, wenngleich vermutlich nicht mehr mit solch enormen Steigerungsraten.

Da sich die Renditeunterschiede an den interessanten Immobilienstandorten in der westlichen Welt kaum unterscheiden, dürften auffällige Preissprünge nicht mehr so häufig vorkommen, da der gesamte Markt immer weiter wächst. So erschließen Offene Immobilienfonds ständig neue Staaten und Regionen. Dies führt wiederum zu einem Konkurrenzkampf zwischen den einzelnen Standorten, die um eine relativ konstante Anzahl an Mietern konkurrieren müssen, bzw. versuchen, neue Interessentenschichten zu erschließen. Die Bautätigkeiten an renommierten Standorten zeigt ebenfalls eine Scherung. So wird versucht, abgesehen von den Mittelklasseimmobilien, exklusive Gebäude an attraktiven Standorten zu errichten, die speziell für Investoren wie Offene Immobilienfonds interessant sind.

Es wird deutlich, dass die Offenen Immobilienfonds mit ihren Milliardenumsätzen die Märkte beeinflussen. Nicht zuletzt ist das auf die Arbeit der Akquisition zurückzuführen.



## 9 Asset-Management

Wie bereits während des Ablaufs einer Akquisition gesehen, wird nach dem Kauf eines Objektes dieses an die nächste Abteilung innerhalb der KAG übergeben. Hier findet die weitergehende Betreuung der Immobilie statt, wie in diesem Kapitel erläutern werden soll.

### 9.1 Aufgaben des Asset-Managements

Abhängig davon, welchen Status eine Immobilie aufweist, ist das Asset-Management auf unterschiedliche Weise in die Arbeit eingebunden. Im Wesentlichen kann man drei Arbeitsfelder unterscheiden, bei denen sich zwei direkt an einer Immobilie orientieren:

- während des Objektkaufs
- Objekt in Sondervermögen eingestellt

Das dritte Aufgabengebiet ist eher weiter gefasst ist, aber mit Bedeutung für andere Fondsgebiete und Abteilungen:

Ganz allgemein gilt, dass das Asset-Management als Knotenpunkt für die Kommunikation zwischen Hausverwalter, den Mietern und der Fondsgesellschaft fungiert.

#### 9.1.1 Objektkauf

Wie in Abbildung 13 bereits gezeigt, wird ein neu gekauftes Objekt mit all seinen spezifischen Daten dem Asset-Management zur weitergehenden Verwaltung übertragen. Diese Betrachtung ist etwas generalisiert dargestellt, da das Asset-Management bereits zu einem früheren Zeitpunkt unabdingbar in die Akquisition involviert ist. Jedes Gebäude verfügt über eine Versicherung, die für etwaige Eventualitäten wie Schadensfälle, Mietausfall, etc. in die Pflicht genommen werden kann. Hierbei handelt es sich um eine sogenannte „Allgefahren-Versicherung“, die ein denkbar breites Spektrum an Haftungsgründen abdeckt. Diese an das Gebäude gebundenen Versicherung ist bei einem Eigentümerwechsel jedoch auf den neuen Eigentümer umzuschreiben. Damit während des Prozesses des Eigentumsübergangs keine Versicherungslücken auftreten, wird die Police bereits im Vorfeld so strukturiert, dass es aus Sicht der Absicherung, zu einem nahtlosen Übergang der Eigentümer kommt.

Diese Tätigkeit nimmt das Asset-Management wahr, welches hierzu von der Akquisition, kurz vor den abschließenden Kaufverhandlungen, hinzugezogen wird.

#### 9.1.2 Objekt im Sondervermögen

Die Einstellung eines neuen Objektes in den Fonds verbindet sich mit der Übergabe sämtlicher immobilienbezogener Unterlagen an das Asset-Management, das sich ab diesem Zeitpunkt verantwortlich zeichnet. Je nach Organisationsstruktur kann es Unterschiede im Ablauf geben. Dennoch wird sich folgendes Vorgehen in allen Kapitalanlagegesellschaften ähnlich wiederfinden:

1. Gebäudedaten anlegen



In den vorhandenen Datenbanken wird der Neuzugang mit seinen charakteristischen Daten, wie zum Beispiel Nutzfläche, Mieteinnahmen, Verkehrswert, etc. als neuer Datensatz angelegt. Ein solcher Datensatz kann praktischerweise in mehrere Teile untergliedert werden. Es bieten sich hierfür beispielsweise an:

- mieterspezifische Daten (Mietverträge, Mieter, Mietpreise, etc)
- Gebäudeakten (Stammdaten, Wertgutachten, techn. Einrichtungen, Flächen, Lage, etc.)
- Verwalter (Verwaltervertrag, Anschrift, Budget, Aufgaben, etc.)

Die hier gespeicherten Daten ermöglichen es u. a. dem Sachverständigenausschuss für die Erstellung eines Wertfortschreibungs- oder Verkaufsgutachtens präzise Auskünfte über die Mieteinnahmen aus den einzelnen Liegenschaften zu erfahren.

## 2. Gebäudeverwaltung regeln

Es ist nicht die primäre Aufgabe einer Kapitalanlagegesellschaft die Fondsimmobilien zu verwalten. Daher werden Firmen mit dieser Arbeit vertraut, die eine solche Gebäudeverwaltung als Dienstleistung anbieten. Bei einem Neukauf kann es sein, dass bestehende Verträge mit Hausverwaltungen übernommen werden müssen. Ansonsten wird in der Regel ein neuer Verwaltungsvertrag mit örtlichen, zum Gebäude passenden Verwalterfirmen abgeschlossen. Ein solcher Erstvertrag hat normalerweise eine verhältnismäßig kurze Laufzeit von einem Jahr. Bei Zufriedenheit erfolgt eine Verlängerung um jeweils ein Jahr. Sehr praktisch ist es, wenn nur ein einzelner Mieter das Gebäude nutzt und die Immobilie zusätzlich in Eigenregie verwaltet. Bei einer solchen Symbiose entfallen viele Aufgaben, die normalerweise von einem Hausverwalter übernommen werden. Aus einer solchen Konstellation resultieren deutlich gesenkte Hausverwaltungskosten.

## 3. Kontrolle und Steuerung der Gebäudeverwaltung

Egal ob sich die Liegenschaft in der Hand eines Immobilienverwalters befindet oder vom Mieter selbst verwaltet wird, das Asset-Management ist immer Ansprechpartner wenn Kontakt mit der Kapitalanlagegesellschaft aufgenommen werden muss.

Es obliegt dem Asset-Management die Verwaltung des Gebäudes zu steuern und zu überwachen. Der örtliche Hausverwalter regelt die laufenden Geschäfte, tätigt notwendige Reparaturen und delegiert weitere Arbeiten. Hierzu verfügt er über ein Jahresbudget, das zusammen mit dem Asset-Management jährlich für das kommende Jahr ausgehandelt wird.

Die Hausverwalter sind für die Rechnungsstellung an die Mieter zuständig, wobei die Mietzahlungen aber direkt an die Kapitalanlagegesellschaft überwiesen werden. Diese Mietabrechnungen werden ebenfalls vom Asset-Management kontinuierlich überwacht und bei Unregelmäßigkeiten erfolgt eine sofortige Intervention.

Die uneingeschränkte Kontrollfunktion wird dadurch gewährleistet, dass Hausverwalter vertraglich verpflichtet werden Quartalsberichte über ihre Tätigkeiten an das Asset-Management zu übermitteln. Anhand solcher Berichte, die sich zum Beispiel in die drei Teile gliedern:



- Financial Report (Mieten, Ausgaben, etc.)
- Property Report (Markt, Mietspiegel, Leerstand, etc.)
- Technical Report (Instandhaltung, Pläne, etc.)

Durch ein solches Berichtswesen ist eine Fondsgesellschaft stets zeitnah über den Zustand jeder Liegenschaft informiert.

Weiterhin regelt das Asset-Management eventuelle Schadensfälle, die von Versicherungen übernommen werden, prüft Forderungen, z. B. des Verwalters, und veranlasst das Rechnungswesen mit deren Begleichung.

## 9.2 Asset-Management als Informationszentrale

Das Asset-Management ist eine zentrale Kommunikationsstelle für viele Bereiche innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft. Durch den hohen Informationsgehalt der verwalteten Daten wird es zum Lieferanten für verschiedene interne Veröffentlichungen, Rohdaten und Analysen wie zum Beispiel:

- Management Summary für Geschäftsleitung

Die Geschäftsleitung erhält regelmäßig und bei besonderen Vorkommnissen einen Bericht, spezifiziert für jede einzelne Immobilie mit all ihren relevanten Daten.

- Daten für den Rechenschaftsbericht

In der Regel enthält der Jahresbericht ein Kapitel mit dem Namen „Bericht des Fondsmanagements“. Darin enthalten sind unter anderem grafische Darstellungen zur geografischen Verteilung, dem Altersdurchschnitt der Immobilie, Laufzeit der Mietverträge, etc. Die dafür benötigten Informationen bereitet das Asset-Management auf. Die Daten werden analysiert und daraus Grafiken und Schaubilder generiert, die im Jahresbericht und anderen Anlegerinformationen veröffentlicht werden.

- Immobilienverzeichnis (bisher: Liegenschaftsverzeichnis)

Ebenfalls im Jahresbericht enthalten ist das sogenannte Immobilienverzeichnis, das alle im Fonds gehaltenen Liegenschaften mit einer Anzahl an Objektinformationen ausweist.

Für die Arbeit des Sachverständigenausschusses ist das Asset-Management ebenfalls ein ständiger Ansprechpartner. Je nach Strukturierung der Kapitalanlagegesellschaft versorgt das Asset-Management die Sachverständigen mit den bewertungsrelevanten Objektdaten, wie Flächen, aktuellen Mieteinnahmen, usw. oder es vermittelt Treffen mit den lokalen Hausverwaltern zwecks eines Ortstermins zur Besichtigung der Immobilie.



## 10 Bewertung innerhalb Offener Immobilienfonds

Der wesentliche Gesichtspunkt eines Portfolios ist der individuelle Verkehrswert einer jeden Liegenschaft. Dieser Wert, dessen Definition es später noch genauer zu betrachten gilt, ausgedrückt in einem absoluten Eurobetrag, gibt Aufschluss über den aktuellen Wert der Objekte bezüglich eines Stichtages und somit auch über den Wert und die Entwicklung des Fonds selbst.

Im folgenden Kapitel soll erläutert werden, wer einen solchen Wert festlegen kann, auf welche Weise dies geschieht und wo eventuelle Probleme auftreten können.

### 10.1 Sachverständigenausschuss nach § 77 InvG

In einem Offenen Immobilienfonds gibt es nur ein Organ, das den Wert einer Liegenschaft verbindlich festlegen darf. Durch das Investmentgesetz wird der Kapitalanlagegesellschaft die Einrichtung eines solchen sogenannten Sachverständigenausschusses durch den Paragraphen 77 wie folgt vorgeschrieben:

(1) Die Kapitalanlagegesellschaft hat einen aus mindestens drei Mitgliedern bestehenden Sachverständigenausschuss zu bestellen, der in den durch dieses Gesetz oder die Vertragsbedingungen bestimmten Fällen für die Bewertung von Vermögensgegenständen zuständig ist. Die Kapitalanlagegesellschaft kann auch mehrere Sachverständigenausschüsse nach Satz 1 bestellen.

(2) Die Mitglieder des Sachverständigenausschusses müssen unabhängige, zuverlässige und fachlich geeignete Persönlichkeiten mit besonderen Erfahrungen auf dem Gebiet der Bewertung von Immobilien sein. Ein Sachverständiger darf für die Kapitalanlagegesellschaft in einem ihrer Sachverständigenausschüsse nur bis zum Ablauf des fünften auf seine erstmalige Bestellung folgenden Kalenderjahres tätig sein. Dieser Zeitraum verlängert sich anschließend um jeweils ein weiteres Jahr, wenn

1. die Einnahmen des Sachverständigen aus seiner Tätigkeit als Mitglied des Sachverständigenausschusses oder aus anderen Tätigkeiten für die Kapitalanlagegesellschaft in den vier Jahren, die dem letzten Jahr des jeweils gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums vorausgehen, im Mittel 30 Prozent seiner Gesamteinnahmen nicht überschritten haben;

2. der Sachverständige gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft im letzten Jahr des gesetzlich erlaubten Tätigkeitszeitraums eine entsprechende Erklärung im Sinne der Nummer 1 abgibt.

(3) Die Bestellung ist der Bundesanstalt anzuzeigen; das Vorliegen der Voraussetzungen nach Absatz 2 ist hierbei darzulegen. Wenn diese Voraussetzungen fehlen oder wegfallen, kann die Bundesanstalt verlangen, dass ein anderer Sachverständiger bestellt wird.

#### 10.1.1 Bestellung und Zusammensetzung des Sachverständigenausschusses

Dem Sachverständigenausschuss (SVA) kommt mit der Verkehrswertermittlung der Objekte eine der wichtigsten Aufgaben im Umgang mit den Fondsimmobilen zu. Dementsprechend streng reguliert ist seine Bestellung, Zusammensetzung und Arbeit.

##### 10.1.1.1 Bestellung des Sachverständigenausschusses

Die Kapitalanlagegesellschaft ist laut § 77 InvG dazu verpflichtet einen Sachverständigenausschuss zu bestellen, der die Wertermittlung des Sondervermögens in den gesetzlich vorgeschriebenen Fällen durchführt.



Es besteht auch die Möglichkeit, dass die Kapitalanlagegesellschaft mehrere Sachverständigenausschüsse für ein und denselben Fonds bestellt. Dies könnte sinnvoll werden, um z. B. eine regionale Aufteilung der Liegenschaften zwischen den Sachverständigen zu gewährleisten.

#### 10.1.1.2 Qualifikation der Mitglieder

Das Investmentgesetz trifft bei der Formulierung bezüglich der Qualifikation eines Sachverständigen relativ pauschale Aussagen. Laut Gesetz muss ein Mitglied des Sachverständigenausschusses folgende Eigenschaften in sich vereinen, wie sie auch Abbildung 14 darstellt sind:

- Unabhängigkeit

Eine Verbindung des Sachverständigen mit der KAG bzw. der Depotbank darf ebenso wenig bestehen, wie eine persönliche oder verwandtschaftliche Beziehung zu Mitgliedern der Kapitalanlagegesellschaft. Hierbei gibt es natürlich einen gewissen Spielraum bei der Auslegung dieser Regelungen. Es ist durchaus möglich, dass der Sachverständige ein Konto bei der Depotbank besitzt; in deren Aufsichtsrat sollte er aber keinen Sitz haben.

Kritischer ist die finanzielle Abhängigkeit der Sachverständigen von der KAG, auf welche in Abschnitt 10.1.2.3 genauer eingegangen wird.

- Zuverlässigkeit

Hier werden Forderungen an die Person des Sachverständigen gestellt, der über eine gefestigte Persönlichkeit und einen einwandfreien Leumund verfügen muss. Seine geschäftlichen Aktivitäten müssen solide und gesichert sein.

- Fachliche Eignung

Eine Einschränkung nach Berufsgruppen oder der Zugehörigkeit in einer bzw. Zulassung durch eine übergeordnete Organisation wird bewusst nicht erwähnt. Allerdings sollte der Sachverständige die öffentliche Bestellung der Industrie- und Handelskammer nach § 36 GewO besitzen.

- Besondere Erfahrung

Hierbei handelt es sich um besondere Erfahrungen bei der Bewertung von Immobilien. Eine eingehendere Definition gibt das Gesetz nicht, d. h. keine Angabe über Mindestanzahl angefertigter Gutachten, Berufserfahrung, etc.

Die Wahl einer geeigneten Person fällt in die Zuständigkeit der KAG, die der Bafin ihre getroffene Entscheidung aber anzeigen muss, welche daraufhin die Eignung des Kandidaten prüft.



Für die Bestellung eines Mitglieds des Sachverständigenausschusses ist die wenig einengend gefasste Formulierung des Investmentgesetzes von großen Vorteil. Die KAG kann den für ihre Zwecke idealen Sachverständigen suchen, ohne dabei Rücksicht auf dessen Ausbildung, Nationalität oder Verbandszugehörigkeit nehmen zu müssen. Gerade bei Offenen Immobilienfonds kann es von entscheidendem Vorteil sein, wenn ein Mitglied des Ausschusses beispielsweise seine Ausbildung im Ausland absolvierte und mit den markttypischen Besonderheiten in den ausländischen Staaten vertraut ist.

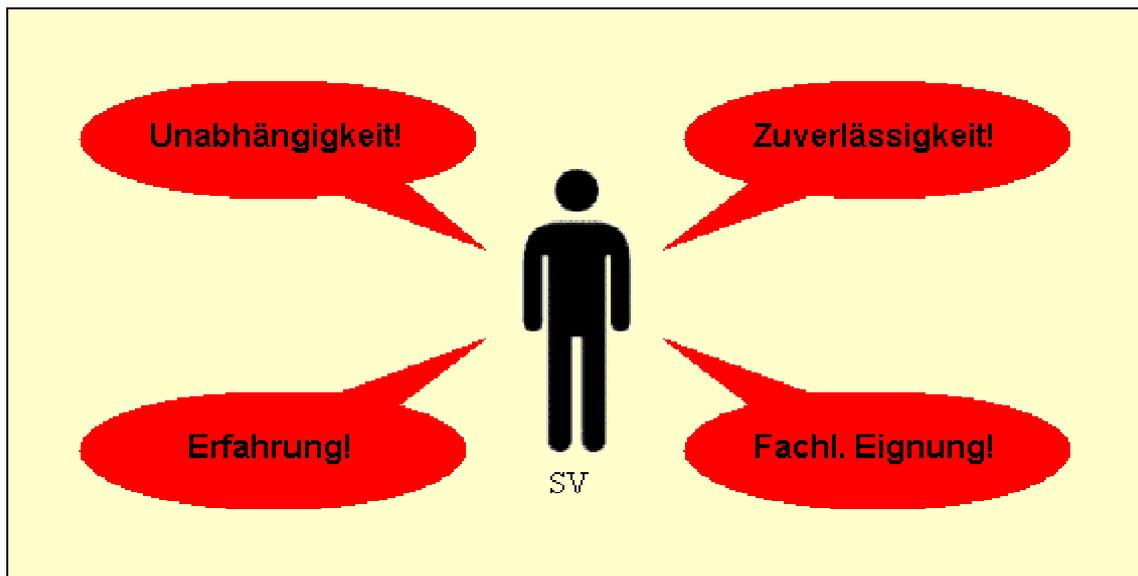


Abb. 14: Anforderungen an einen Sachverständigen

#### 10.1.1.3 Struktur des Sachverständigenausschusses

Nachdem die Qualifikation der einzelnen Sachverständigen bereits behandelt wurde, stellt sich nun die Frage, welchen Aufbau ein solcher Zusammenschluss von Sachverständigen zum Sachverständigenausschuss hat.

Die gesetzliche Vorgabe, wiederum aus § 77 Investmentgesetz schreibt zwingend einen Ausschuss aus mindestens drei Sachverständigen vor. Diese Minimalkonfiguration wird bei allen Sachverständigenausschüssen zahlenmäßig übertroffen. Jede Kapitalanlagegesellschaft hat derzeit einen Sachverständigenausschuss dessen Mitgliederzahl zwischen vier (KanAm grundinvest Fonds, SKAG Euroinvest Immobilien) und acht bis neun (Deka-Immobilien Fonds) Sachverständigen liegt. Die Organisation eines solche Ausschusses wird gesetzlich allerdings nicht weiter beschrieben und kann frei gewählt werden.

Bei den Sachverständigenausschüssen der zur Zeit aufgelegten Offenen Immobilienfonds ist es aber die Regel, dass die Mitglieder des Ausschusses einen aus ihrer Mitte zum Vorsitzenden wählen. Dies ist die einzigste Hierarchiestufe innerhalb des Ausschusses. Die Mitglieder sind ansonsten gleichberechtigt.

Ein Sachverständigenausschuss regelt seine innere Struktur, das Vorgehen bei Abstimmungen, die Kommunikation mit der Kapitalanlagegesellschaft, etc. normalerweise in einer Geschäftsordnung. Diese Geschäftsordnung ist ebenfalls je nach Ausschuss frei wählbar, wobei aber als Orientierung eine Mustergeschäftsordnung



verwendet wird, die in der aktuellen Vorlage vom BVI angeboten wird. Derzeit (Stand: 03/2005) wird aber in Zusammenarbeit des BIIS und der Bafin eine neue Mustergeschäftsordnung erarbeitet.

#### 10.1.1.4 Geschäftsordnung

Jeder Sachverständigenausschuss verfügt über eine eigene Geschäftsordnung die folgendem Aufbau folgen kann, welcher der Mustergeschäftsordnung des BVI von 1976 entstammt. Um Besonderheiten im Geschäftsablauf der Kapitalanlagegesellschaft gerecht zu werden, sind Abweichungen durchaus akzeptiert.

Festlegungen zu folgenden Themenbereichen werden durch die Musterfassung für eine Geschäftsordnung vorgeschlagen:

- Grundlagen

Regelung des Einflussbereiches der Geschäftsordnung und Hinweis auf das InvG.

- Anzahl, Zuständigkeit und Zusammensetzung der Ausschüsse

Anzahl der Ausschüsse und Gutachter wird festgelegt. Die Aufgaben des Vorsitzenden werden konkretisiert. So soll er zusammen mit der Kapitalanlagegesellschaft für jede Liegenschaft den sogenannten Hauptgutachter und evtl. notwendige mitwirkende Gutachter bestimmen.

Es werden Regelungen getroffen, wie bei vorübergehendem und längerfristigem Ausfall eines Gutachters die Aufgaben umverteilt werden.

- Aufgaben und Beauftragung

Hier wird wiederum auf die Vorgaben des InvG in Bezug auf die Aufgaben eines SVA hingewiesen und diese explizit genannt, wie sie auch in 10.1.3 erläutert werden.

Die Beauftragung des Ausschusses durch die KAG erfolgt über den Vorsitzenden des SVA. Sind bereits Hauptgutachter ausgewählt kann der Auftrag auch direkt diesem erteilt werden. Der Auftrag zur Bewertung eines Objektes sollte schriftlich erfolgen. In Ausnahmefällen ist auch eine mündliche Beauftragung mit Nachreichung der Schriftform in Ordnung.

- Bewertungsbeschlüsse

Hierin definiert die Geschäftsordnung wie viele Gutachter an einem Beschluss des SVA mitwirken müssen. Das InvG sieht eine Mindestanzahl von drei Sachverständigen vor. Bei größeren SVA kann diese Zahl durchaus erhöht werden. Das Abstimmungssystem wird definiert. In der Regel wird ein Beschluss mit einfacher Mehrheit gefasst. Bei Stimmgleichheit gibt die Stimme des Vorsitzenden den Ausschlag.

Um den Forderungen des InvG nachzukommen muss ein Bewertungsbeschluss von mindestens drei Gutachtern unterzeichnet werden.

Die Form der Beschlussfassung wird festgelegt. Vor allem für Gutachten wird unbedingt die schriftliche Ausarbeitung verlangt.

Die Teilnahme der Geschäftsführung der Kapitalanlagegesellschaft wird erlaubt und kann bei Bedarf sogar eingefordert werden.

- Fachkunde, Unabhängigkeit und Ortskenntnis



Es findet wieder ein Bezug zum InvG statt und die dortigen Anforderungen an die Qualifikation der Mitglieder des SVA werden wiederholt. Ebenfalls wird auf entsprechende Befangenheitsregelungen aus dem Baugesetzbuch hingewiesen und diese übernommen. Die Verpflichtung der Mitglieder gegenüber ihren standesrechtlichen Pflichten ist ein weiterer Punkt.

- **Bewertungsunterlagen und Bewertungsinhalt**

Die Kapitalanlagegesellschaft muss dem Ausschuss die Unterlagen, die für eine sachgemäße Bewertung notwendig sind zur Verfügung zu stellen. Darüber hinaus soll die KAG zusätzlich bei der Beschaffung gesellschaftsfremder Informationen mithelfen.

Es wird sichergestellt, dass die Ergebnisse eines Gutachtens auf allen zur Verfügung gestellten Daten beruhen müssen und keine wertrelevanten Informationen vernachlässigt werden dürfen.

Den Mindestinhalt eines Gutachtens legt eine weitere Passage dieses Abschnittes fest.

- **Objektbesichtigung**

Es wird verbindlich festgeschrieben, dass zur Erstellung eines ersten Gutachtens zumindest der Hauptgutachter die Liegenschaft bei einem Ortstermin in Augenschein nehmen muss. Für weitere Gutachten wird ebenfalls ein Ortstermin in einem regelmäßigen Zyklus erforderlich.

- **Änderung der Geschäftsordnung**

Da die Geschäftsordnung in die Arbeit der Kapitalanlagegesellschaft eingreift, kann eine Änderung nur mit deren Zustimmung erfolgen.

#### 10.1.1.5 Richtlinien für die Bewertungsgutachten

Der BVI hat zusätzlich zu der Mustergeschäftsordnung Richtlinien erlassen, die gewährleisten sollen, dass die von den SVA gefassten Bewertungsgutachten eine gewisse Einheitlichkeit aufweisen. Insbesondere bezieht sich dies auf den sachlichen Inhalt der Bewertung.

Bei der Festlegung dieser Vorgaben verweist der BVI ausdrücklich auf die Richtlinien, welche bereits vom Deutschen Industrie- und Handelstag erlassen wurden. Diese tragen die Bezeichnung „Mindestanforderungen an Gutachten über die Bewertung bebauter und unbebauter Grundstücke“. Diese Richtlinien sind in Anlage C nachzulesen.

Durch den Bundesverband der Immobilien Investment-Sachverständigen (BIIS) in dem die Mehrzahl der in die Fondsbewertung involvierten Sachverständigen organisiert ist, wird angestrebt, neue Richtlinien zu erlassen, die den neueren Entwicklungen Rechnung tragen. Zum momentanen Zeitpunkt sind diese aber noch nicht veröffentlicht.

#### 10.1.2 Unabhängigkeit des Sachverständigenausschusses

Das oberste Gebot für die Arbeit eines Sachverständigenausschusses ist dessen Unabhängigkeit. Wie bereits erwähnt werden die Mitglieder des Ausschusses von der KAG in den Ausschuss berufen und über deren Verbleib entscheidet diese ebenfalls. Die Tätigkeit der Sachverständigen wird ihnen von der KAG in angemessener Weise vergütet. Es wird auf den ersten Blick ein Verhältnis zwischen



der KAG als Auftraggeber und dem Sachverständigenausschuss als Auftragnehmer sichtbar.

#### 10.1.2.1 Verbindung zwischen KAG und Sachverständigenausschuss

Der Sachverständigenausschuss ist individueller Teil eines jeden Fonds. Dieses Expertengremium kann auch mehrere Fonds derselben Kapitalanlagegesellschaft betreuen. Die Vergabe eines Auftrages zur Bewertung einer Liegenschaft ergeht direkt von der KAG an deren Sachverständigenausschuss. Hier wird keine dritte Instanz tätig bzw. wirkt kontrollierend ein. Allerdings wird an dieser Stelle auch keine Kontrollinstanz benötigt, da es sich bei der Beauftragung des Sachverständigenausschusses lediglich um ein normales Geschäftsgebahren handelt, bei dem eine Partei eine andere mit einer Aufgabe betraut. Im Gegensatz zu einer normalen Leistungserbringung, wie sie beispielweise bei der Reparatur eines Gegenstandes zur Herstellung dessen Funktionsfähigkeit erbracht wird, arbeitet der Ausschuss ohne Vorgabe an das zu erwartende Ergebnis. Der Ausschuss wird von der KAG damit beauftragt einen Verkehrswert für ein definiertes Objekt zu ermitteln. Auf die Höhe des Wertes hat die KAG keinen Einfluss, sondern sie erhält vielmehr einen objektiven Wert, der unbeeinflusst von den Interessen der KAG oder anderer Organisationen ist.

#### 10.1.2.2 Einflussnahme der KAG auf den SVA

Die Gutachten, die der Sachverständigenausschuss über die Fondsobjekte erstellt, sind nicht immer die einzigen, welche von der Kapitalanlagegesellschaft in Auftrag gegeben werden. Oftmals prüfen weitere Gutachter den Wert der Gebäude, teilweise unter anderen Bewertungsansätzen. So ist es möglich, dass die Fondsgesellschaft trotz des einen Wertfortschreibungsgutachtens pro Jahr den Wertverlauf der Immobilie beobachtet. Wird ein Verkauf beabsichtigt, so darf der erzielte Verkaufserlös nur geringfügig unter dem Verkehrswert des Verkaufsgutachtens liegen. Da sich die Portfolioexperten bewusst sind, welcher Preis sich beim einem Verkauf erzielen lässt, haben sie ebenfalls gewisse Anforderungen an den Verkehrswert. Die Portfoliomanager übermitteln den beteiligten Gutachtern durchaus diese Preisvorstellungen als unverbindliche Zielvorgabe. Akut wird eine solche Situation, wenn ein Gebäude einen hohen Ertragswert besitzt, da beispielsweise lange Mietverträge auf einem hohen Preisniveau abgeschlossen wurden. Trotz der Qualität des Gebäudes kann es aber aufgrund eines schlechten Marktumfeldes (Gebäudeüberschuss, etc.) vorkommen, dass kein Käufer bereit ist den Verkehrswert zu bezahlen. Ist ein Gutachter über eine solche Problematik in Kenntnis gesetzt, kann er in seinem Gutachten dem entgegensteuern und gezielt eine Abwertung zu herbeiführen. Beim Ankauf eines Gebäudes ist diese Vorgehensweise auszuschließen. Sollte eine Immobilie im Ankaufsgutachten bewusst höher bewertet werden, um den Preisvorstellungen des Verkäufers zu erreichen, würde die Kapitalanlagegesellschaft einen negativen Einfluss auf die Performance bei einer späteren Wertfortschreibung in Kauf nehmen. Beim Kauf hängt die Gestaltung des Preises allein am Verhandlungsgeschick der Einkäufer. Kann nicht zum Verkehrswert gekauft werden, kommt kein Geschäft zustande.

Dies widerspricht nicht den Grundsätzen bei der Bewertung und kein Gutachter ist dazu bereit, irgendwelchen überzogenen Vorstellungen der Kapitalanlagegesellschaft zu folgen. Dennoch vereinfacht solch ein Vorgehen das tägliche Geschäft der Fondsgesellschaften und macht langwieriges Nachbewerten unnötig.



### 10.1.2.3 Vergütung der Sachverständigen

Für seine Arbeit bei der Erstellung von Gutachten erhält der Sachverständige eine Vergütung in Form eines vereinbarten Honorars. Ebenso werden entstehende Reisekosten, die im Zusammenhang mit der Bewertung von Objekten stehen, erstattet.

Es könnte nun der Verdacht entstehen, dass durch dieses Vorgehen eine finanzielle Abhängigkeit oder zumindest ein Wohlwollen von Seiten des Sachverständigen gegenüber seines Auftraggebers entsteht. In anderen Wirtschaftsbereichen mag dies durchaus zutreffend sein. Nicht so aber bei dieser Art der Bewertung. Es ist für einen Sachverständigen durchaus die Regel, dass er direkt vom Auftraggeber bezahlt wird und dessen Eigentum ohne Ansehen der finanziellen Begleitumstände objektiv bewertet. Bei der herkömmlichen Bewertung einer Immobilie für eine Privatperson richtet sich die Vergütung des Sachverständigen nach einer Honorarordnung und steht so schon bereits bei der Auftragserteilung fest. Eine wie auch immer geartete nicht marktgerechte Bewertung hätte keine Auswirkung auf das Honorar.

Da sich die Vergütungen der Mitglieder des Sachverständigenausschusses nicht an die Honorarordnung hält, sieht das Investmentgesetz an dieser Stelle eine Sicherung der finanziellen Unabhängigkeit der Sachverständigen vor. Während seiner Tätigkeit für die Kapitalanlagegesellschaft darf der Sachverständige im Durchschnitt nur 30 Prozent seiner Gesamteinkünfte aus Zuwendungen der Kapitalanlagegesellschaft bestreiten, wie Abbildung 15 zeigt. Eine entsprechende Erklärung ist vor Vertragsverlängerung vom Sachverständigen gegenüber der KAG abzugeben. Liegt eine solche Erklärung nicht vor, so muss die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht das Vertragsverhältnis zwischen KAG und Sachverständigen lösen, da eine finanzielle Abhängigkeit entstehen könnte. Unter der Berücksichtigung der gesetzlichen Vorgaben ist es einem Sachverständigen nicht möglich, seinen Lebensunterhalt alleine durch die Tätigkeit für eine KAG zu bestreiten. Somit wird ein wesentliches Mittel, wie ein Auftraggeber auf einen Sachverständigen Druck ausüben kann, sehr stark eingeschränkt und die Unabhängigkeit der Mitglieder des Sachverständigenausschusses, zumindest auf finanzieller Ebene gewährleistet.

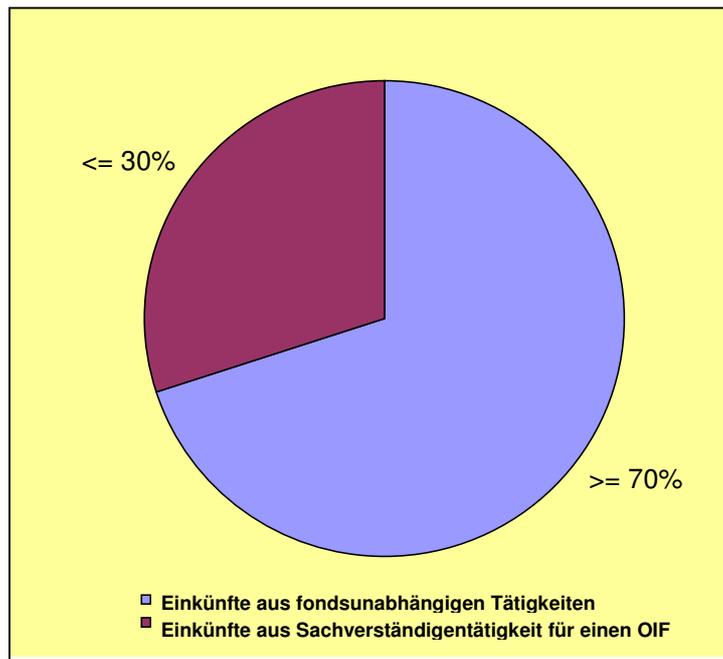


Abb. 15: Zulässige Zusammensetzung der SV-Einkünfte

### 10.1.3 Aufgaben des Sachverständigenausschusses

Die Aufgaben des SVA beschränken sich in der Regel auf die Erstellung verschiedener Gutachten, deren Gründe in Abbildung 16 dargestellt sind.

Der Sachverständigenausschuss erarbeitet für die KAG folgende Arten von Gutachten:

- Ermittlung des **Verkehrswertes** einer Immobilie beim **Ankauf**

#### **Ankaufsgutachten**

Ein derartiges Ankaufsgutachten ist in der Regel sehr umfangreich und muss den Anforderungen, wie in Anlage C beschrieben, gerecht werden.

- Ermittlung des **Verkehrswertes** einer Immobilie beim **Verkauf**

#### **Verkaufsgutachten**

Für ein Verkaufsgutachten gelten dieselben Vorgaben wie für ein Ankaufsgutachten.

- **Jährlich** mindestens einmalige Ermittlung des **Verkehrswertes** jeder Immobilie

#### **Wertfortschreibungsgutachten**

Das sogenannte Wertfortschreibungsgutachten darf in seinem Umfang durchaus gegenüber den beiden anderen Gutachten reduziert sein. So werden beispielsweise keine Anlagen mit Grundrissen, Fotos, etc. notwendig, da diese bereits den Ankaufsgutachten beigelegt sind. Wenn sich der allgemeine Zustand des Gebäudes im Gegensatz zum Vorjahr als unverändert darstellt, kann auch bei der Beschreibung auf frühere Vorgänge verwiesen werden.



- Sonstige Gutachten

Aufgrund gegebener Umstände können weiter Gutachten nötig werden. Hierbei sind insbesondere außerplanmäßige Wertfortschreibungen anzusetzen. Durch Umbau- und Sanierungsmaßnahmen oder bei der Fertigstellung von Projektentwicklungen wird häufig eine neue Einschätzung des Verkehrswertes erforderlich.

Wie bereits erläutert regelt die Geschäftsordnung den weiteren Ablauf und die Vorgehensweise bei der Erstellung der geforderten Gutachten.

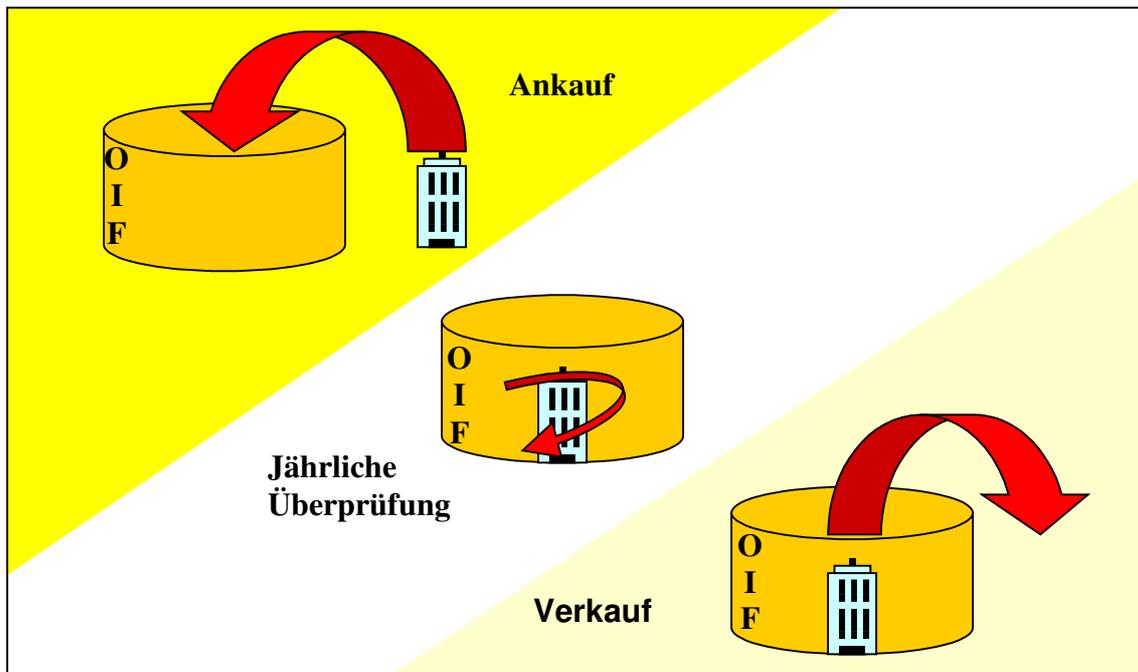


Abb. 16: Hauptanlässe für die Erstellung von Gutachten

#### 10.1.4 Arbeitsweise des SVA bei einer Bewertung

Abbildung 17 zeigt schematisch den Ablauf bei der Bewertung einer Liegenschaft. Hierbei spielt es keine Rolle, um welche Art von Gutachten es sich handelt. In ähnlicher Form praktizieren alle SVA die Bewertung.

1. Die Kapitalanlagegesellschaft erteilt dem Vorsitzenden des SVA den Auftrag zur Bewertung eines Objektes
2. Der Vorsitzende des SVA erteilt einem oder mehreren Gutachter den Auftrag zur Bewertung. Anzahl der Gutachter ist abhängig von den Eigenschaften der Gebäude. Bei teuren Gebäuden oder aufgrund der Größe sehr umfangreichen Gutachten arbeiten neben dem Hauptgutachter weitere Sachverständige an der Erstellung des Gutachtens mit.
3. Der Hauptgutachter und seine eventuell mitreisenden Nebengutachter besichtigen das Objekt und erstellen unter Einbeziehung aller ihnen zur Verfügung stehenden Informationen ein Gutachten dessen Ergebnis den Verkehrswert der Immobilie enthält.

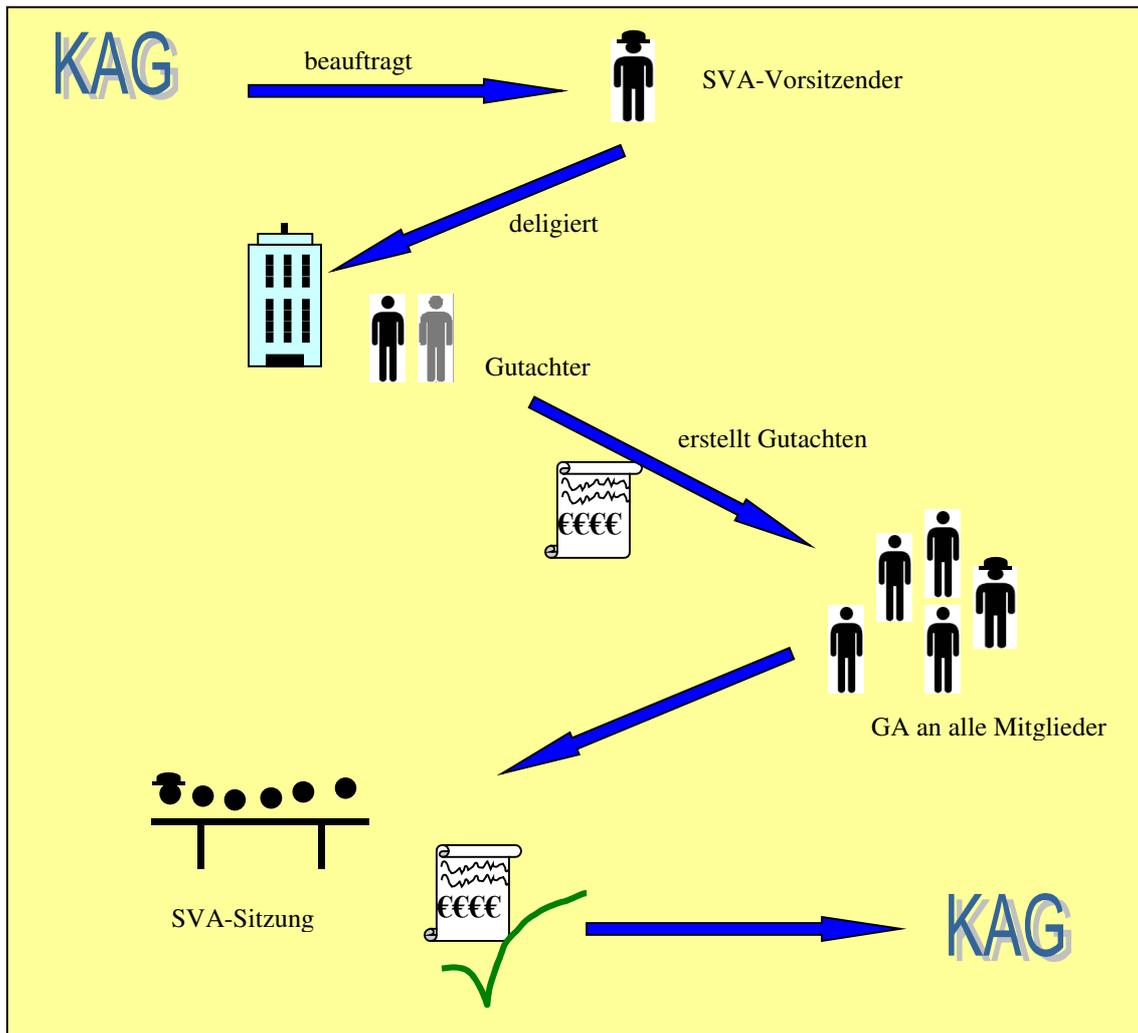


Abb. 17: Ablauf einer Bewertung

4. Der Hauptgutachter übermittelt das Gutachten an alle Mitglieder des SVA. Diese haben die Möglichkeit Stellung dazu zu nehmen und Änderungen und Vorschläge zu unterbreiten, die vom Hauptgutachter bei Bedarf umgesetzt werden.
5. Die Mitglieder des SVA befassen sich in der nächsten regelmäßigen Sitzung mit dem erstellten Gutachten und stimmen über dessen Annahme ab. Mindestens drei Sachverständige müssen das akzeptierte Gutachten unterzeichnen. Normalerweise tun dies alle Anwesenden.
6. Das unterzeichnete Gutachten mit dem ermittelten Verkehrswert wird an die Kapitalanlagegesellschaft übergeben.

### 10.1.5 Zusammenarbeit zwischen KAG und Sachverständigenausschuss

Es soll erläutert werden, wie die Kommunikation zwischen der Kapitalanlagegesellschaft und ihrem Ausschuss abläuft, wer welche Arbeit alleine leistet und wo sich Schnittstellen gemeinsamer Aufgaben ergeben.



#### 10.1.5.1 Arbeitsplan

Ein genaues Zeitmanagement ist ein wesentliches Kriterium bei der Bewertung der Liegenschaften innerhalb eines Offenen Immobilienfonds. Bei Objekten die sich bereits im Portfolio befinden ist eine jährliche Bewertung durch den Sachverständigenausschuss per InvG vorgeschrieben. Sollte ein solches Gutachten zur Wertfortschreibung nicht innerhalb der Jahresfrist erstellt werden, kann dies schwerwiegende Folgen für den gesamten Fonds nach sich ziehen. Ein Einschalten der Bundesanstalt zur Untersuchung des Vorfalles ist wahrscheinlich und eine Schließung des Fonds ist denkbar. Dieser Fall ist bisher noch nicht eingetreten, was mit Sicherheit daran liegt, dass auf die exakte zeitliche Planung der Gutachten besonders geachtet wird.

Um einen reibungslosen chronologischen Ablauf zu gewährleisten, erstellen die Kapitalanlagegesellschaft und ihr Sachverständigenausschuss in der Regel gemeinsam einen Arbeitsplan. Dieser dient als Grundlage zur Steuerung der Gutachten zur Wertfortschreibung. In dem Arbeitsplan werden die Stichtage der nächsten fälligen Bewertungen festgehalten, so dass ersichtlich wird, bis wann ein neues Gutachten spätestens erstellt sein muss.

Ebenso wird bereits im Vorfeld vereinbart welches Mitglied des SVA als verantwortlicher Hauptgutachter das Objekt betreut und ob eventuell ein mitreisender Gutachter benötigt wird, was bei hohen Verkehrswerten oder schwierigen und umfangreichen Objekten der Falls ist.

Die Überwachung des Arbeitsplanes liegt normalerweise nicht in der Verantwortung des Sachverständigenausschusses. Vielmehr muss die Kapitalanlagegesellschaft über die Einhaltung wachen, da sie auch für jedes Gutachten dem Ausschuss einen Auftrag erteilt. Natürlich kann der Ausschuss auch die Kapitalanlagegesellschaft auf die Notwendigkeit einer ausstehenden Bewertung hinweisen, ist aber in erster Linie nicht dafür verantwortlich.

#### 10.1.5.2 Ausschusssitzungen

Wie bereits bei der Arbeitsweise des Ausschusses verdeutlicht wurde, sind an der praktischen Erstellung eines Gutachtens nicht immer alle Sachverständigen beteiligt. Ein Gutachten muss aber immer vom Sachverständigenausschuss, d. h. von mindestens drei Mitgliedern des Ausschusses getragen werden. Da die Sachverständigen normalerweise nicht regional nahe beieinander arbeiten und leben, muss eine Veranstaltung geschaffen werden, bei der sich die Sachverständigen persönlich treffen und Problemstellungen und Aufgaben eingehend beraten können. Dies leisten die Ausschusssitzungen, welche in regelmäßigen Abständen, beispielsweise einem Zweimonatsturnus, abgehalten werden. An der Sitzung nehmen nur die Mitglieder des Sachverständigenausschusses teil. Zusätzlich ist der Geschäftsleitung der Kapitalanlagegesellschaft erlaubt, an den Sitzungen ebenfalls teilzunehmen, wenn dies die Geschäftsordnung vorsieht.

Die Leitung einer solchen Sitzung übernimmt der Ausschussvorsitzende. Innerhalb der Sitzung werden bereits erstellte Gutachten noch einmal abschließend diskutiert und im Original von allen teilnehmenden Ausschussmitgliedern unterzeichnet. Sollte es Beratungsbedarf bezüglich eines Gutachtens geben, so kann und soll die Sitzung dazu benutzt werden. Bei Uneinigkeit über ein Gutachten bzw. Teile daraus, kann über dessen Annahme auch abgestimmt werden. Es genügt eine einfache Mehrheit unter den Mitgliedern um ein Gutachten zu genehmigen. Im Falle einer Pattsituation während der Abstimmung entscheidet die Stimme des Vorsit-



zenden. Allerdings ist mir von einer solch kritischen Situation noch nie berichtet worden. Auch ist es sehr selten, dass ein Gutachten in der Sitzung abgelehnt wird, da bereits vor der Sitzung die Sachverständigen über den Inhalt des Gutachtens Bescheid wussten und die Gelegenheit zu Anmerkungen hatten. Unter diesem Gesichtspunkt dient eine Ausschusssitzung hauptsächlich dazu, Gutachten formell abzuschließen und weitere Themen für zukünftige Aufgaben gemeinsam persönlich zu beraten.

Den Ablauf einer Sitzung des Sachverständigenausschusses regelt normalerweise die Geschäftsordnung des Ausschusses.

Die Termine der Sitzungen werden in der Regel im Vorfeld geplant, so dass es häufig zu einem Turnus von zwei Monaten kommt. Da auch die Gutachten zur Wertfortschreibung relativ gleichmäßig über ein Jahr verteilt sind, ist eine kontinuierliche Arbeit des SVA gegeben.

## 10.2 Angewandte Bewertungsverfahren

Für die Ermittlung des Wertes einer Liegenschaft, die sich bereits im Fonds befindet, bzw. diesen verlassen oder auch betreten soll macht das InvG keine Angaben dahingehend, dass es ein bestimmtes Verfahren zur Wertermittlung vorschreibt. Die einzige gesetzliche Verpflichtung besteht darin, dass der ermittelte Wert des Objekts der Verkehrswert sein muss.

Das Baugesetzbuch definiert den Verkehrswert im § 194 wie folgt:

„Der Verkehrswert wird durch den Preis bestimmt, der in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks oder des sonstigen Gegenstands der Wertermittlung ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre.“

### 10.2.1 Vorgaben für die Bewertung

Das InvG verwendet bei der Formulierung immer den festen Begriff des Verkehrswertes, der wie oben erwähnt eine gesetzliche Definition besitzt. Wie dieser Wert aber bestimmt wird, darüber lassen sich weder das InvG noch andere Gesetze aus. Ein anzuwendendes Verfahren wird den Sachverständigen also nicht vorgeschrieben. Laut § 36 (3) InvG soll der Verkehrswert mit „sorgfältiger Einschätzung nach geeigneten Bewertungsmodellen“ ermittelt werden. Folglich liegt es bei dem Sachverständigen ein, dem Objekt angemessenes, Bewertungsmodell auszuwählen.

In der Praxis zeigt sich, dass es für eine genaue Festlegung von Bewertungsmodellen keine große Notwendigkeit gibt. Da es sich bei den Sachverständigen nur um ausgewählte Experten handelt, die auch Wertgutachten für Objekte außerhalb Offener Immobilienfonds erstellen, wobei sie dann an geltende Verordnungen gebunden sind, werden diese das Rad nicht neu erfinden, sondern auf bewährte Modelle zurückgreifen. Somit liegt es nahe, dass die Gutachten den Richtlinien des deutschen Rechts folgen und sich daher an den Vorgaben aus der „Verordnung über Grundsätze für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Wertermittlungsverordnung - WertV)“ und den damit verbundenen „Richtlinien für die Ermittlung der Verkehrswerte von Grundstücken (Wertermittlungsrichtlinien -



WertR) orientieren. Oberste Priorität bei der Bewertung aller Fondsobjekte haben somit die in der Wertermittlungsverordnung festgelegten drei Verfahren zur Ermittlung eines Verkehrswertes:

- Sachwertverfahren
- Ertragswertverfahren
- Vergleichswertverfahren.

Diese Modelle mit allen bekannten Nebenlinien dienen als Richtschnur bei der Bewertung von Liegenschaften in Offenen Immobilienfonds. Ein klarer Vorteil besteht für die Sachverständigen darin, dass sie nicht zwingend an die exakten Vorgaben der WertV gebunden sind, sondern es ist ihnen auch möglich, die Vorgehensweise der Problemstellung entsprechend zu modifizieren.

Durch diese auf den ersten Blick für Deutschland sehr wagen Vorgaben seitens des Gesetzgebers wird aber eine optimale Ausgangsplattform für die Sachverständigen geschaffen. In nicht allen Fällen wäre eine strenge Bewertung unter Berücksichtigung aller Vorgaben sinnvoll, da es sich bei vielen Objekten in Offenen Immobilienfonds um ganz individuelle Liegenschaften handelt, deren Verkehrswert nicht immer nur nach bestehenden Schemata zu ermitteln ist.

### 10.2.2 Begründung der Verfahrenswahl

Jedes der drei zuvor genannten Verfahren hat seinen idealen Einsatzbereich, für den es die jeweils besten Werte liefert.

Sachwertverfahren	→→	Objekte zur Eigennutzung (Wohngeb., etc.)
Vergleichswertverfahren	→→	Anwendung wenn vergleichbare Objekte vorliegen; Nutzungsweise nicht ausschlaggebend
Ertragswertverfahren	→→	Renditeobjekte (Gewerbeimmobilien, etc.)

Da es sich bei den Objekten eines Offenen Immobilienfonds ausschließlich um Immobilien handelt, die zur Erzielung einer Rendite erbaut wurden, kommt das Sachwertverfahren für die Ermittlung des Verkehrswertes nur bedingt zum Tragen. Dessen Anwendungsgebiete beziehen sich hauptsächlich auf Immobilien, die vorwiegend der Eigennutzung dienen. Nichtsdestotrotz liefert es plausible Verkehrswerte für Fondsobjekte, die zur Kontrolle der Plausibilität der anderweitig ermittelten Werte herangezogen werden. Das Vergleichswertverfahren liefert Verkehrswerte auch im Bereich der Renditeobjekte. Allerdings ergibt sich bei den Gebäuden, die in den OIF gehalten werden die Schwierigkeit, dass kaum vergleichbare Objekte vorhanden sind. Es kann aber in Kombination mit dem Ertragswertverfahren eingesetzt werden, um die benötigten Bodenwerte zu liefern. Für eine Plausibilitätskontrolle wird es ebenfalls verwendet.

Das beste Mittel um den Verkehrswert bei den Immobilien der Fonds zu finden ist daher das **Ertragswertverfahren**. Mit diesem Verfahren sind die Sachverständigen in der Lage marktgerechte Verkehrswerte selbst für sehr individuelle Liegenschaften zu ermitteln. Dieses Verfahren soll im folgenden Abschnitt erläutert werden. Ein Ablaufschema stellt Abbildung 18 dar.



### 10.2.3 Das Ertragswertverfahren

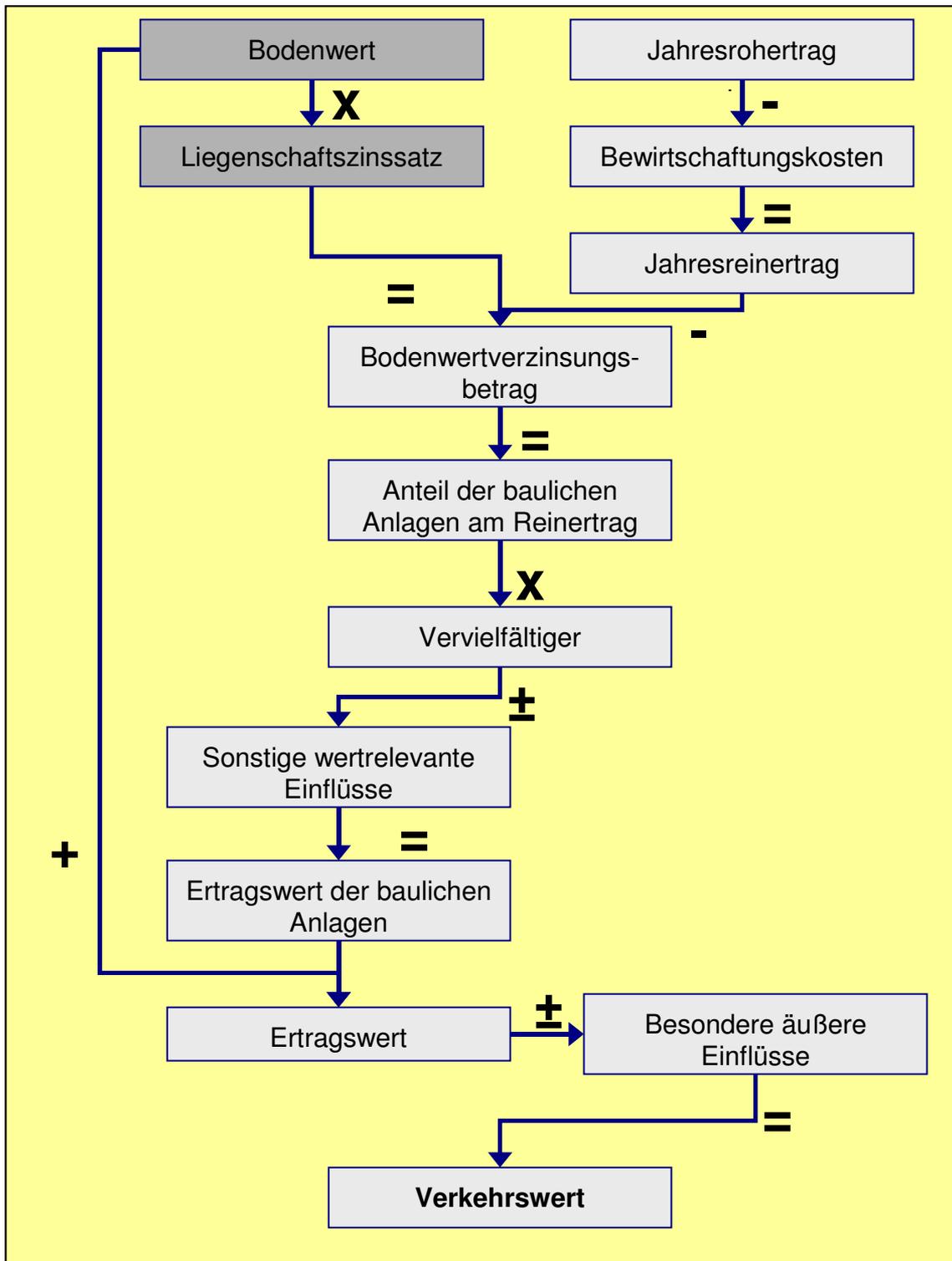


Abb. 18: Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens



- **Jahresrohertrag**

Die Summe aller nachhaltig erzielbaren Einnahmen, die bei einer zweckbestimmten Nutzung des Objektes entstehen. Besonderes Augenmerk ist hierbei auf die **Nachhaltigkeit** der Einnahmen zu legen. Unter Nachhaltigkeit versteht man die Eigenschaft von Erlösen aus einer Vermietungstätigkeit, dass ihre Höhe innerhalb eines vorhersehbaren Zeitraumes ohne Spekulationen sicher geschätzt werden kann. In der Regel gilt ein Zeitraum von 5 bis 8 Jahren als angemessen, so die Erfahrung aus der Unternehmensbewertung. Die ersten drei Jahren gelten als sicher vorhersehbar und die folgenden fünf Jahre als tendenziell ableitbar. Weiterreichende Zeiträume gelten als spekulativ und sollen daher vermieden werden.

- **Bewirtschaftungskosten**

Summe der Betriebs-, Verwaltungs- und Instandhaltungskosten. Zusätzlich wird ein Betrag in Bezug auf ein Mietausfallwagnis addiert. Die Höhe des Ausfallwagnisses hängt von den laufenden Mietverträgen und deren Kündigungsfristen ab. Bei auslaufenden Mietverträgen und einer drohenden Abwanderung der Mieter muss dies hier berücksichtigt werden.

- **Jahresreinertrag**

Dieser Wert ergibt sich rechnerisch aus der Differenz von Jahresrohertrag und Bewirtschaftungskosten. Um eine Rendite aus der Vermietung ziehen zu können, sollte der Wert positiv sein. Aufgrund hoher Leerstände, Sanierungsmassnahmen oder einem hohen Mietausfallwagnisses kann es aber durchaus negativ sein.

- **Bodenwert**

Der Wert des Bodens, präziser gesagt, des Baugrundstückes wird angegeben. Der Wert ergibt sich häufig unter Verwendung des Vergleichswertverfahrens. Hierbei wird mittels der Verkaufspreise von in Lage, Größe und Zuschnitt vergleichbaren aber unbebauten Grundstücke auf den Bodenwert geschlossen.

- **Liegenschaftszinssatz**

Hierunter versteht man die marktübliche Verzinsung der Verkehrswerte von Liegenschaften. Es findet eine Zusammenfassung von Risiken und abschätzbaren zukünftige Mietpreiserhöhungen in einem Parameter statt. Der Liegenschaftszinssatz des Objekts hängt ab von:

- Standort des Objektes (Marktqualität)
- erzielbaren Mietpreisen
- Nutzungsmöglichkeiten und Qualität der Mietflächen
- aktuelle Lage des örtlichen Immobilienmarktes

Um marktkonforme Liegenschaftszinssätze zu erhalten greifen die Sachverständigen in Deutschland auf die Veröffentlichungen der kommunalen Gutachterausschüsse zurück, die derartige Werte regelmäßig aus der Beobachtung der lokalen Immobilientransaktionen ableiten. Im Ausland stehen derartige Daten nicht zur Verfügung. Aus diesem Grund wird aus Erfahrungswerten, Beratung mit Kollegen, privaten Datenbanken, Maklern, etc. auf einen plausiblen Wert geschlossen.



Laut Aussage von Experten und einschlägiger Literatur gelten für Liegenschaftszinssätze folgende durchschnittlichen Anhaltsgrößen:

Einfamilienhäuser	ca. 2 bis 3%
Mehrfamilienhäuser	ca. 4 bis 5%
Bürohäuser	ca. 5 bis 6%
Gewerbebauten	ca. 6 bis 7%

Bei der Ermittlung ist auf höchste Sorgfalt zu achten, da dessen Einfluss auf den späteren Verkehrswert ausgesprochen stark ist. Nur durch eine korrekte Annahme ist die Marktkonformität des Ergebnisses gewährleistet. Der Liegenschaftszinssatz wird innerhalb des Verfahrens zweimal verwendet. Er findet Eingang bei der Berechnung des Bodenwertverzinsungsbetrages und bei der Ermittlung des Vervielfältigers.

Der weitreichenden Einfluss nicht sorgfältiger Bestimmung wird anhand folgender Überlegung deutlich:

Der Liegenschaftszinssatz erhöht bzw. verringert über den Bodenwertverzinsungsbetrag den Anteil der baulichen Anlagen am Reinertrag. Durch die doppelte Einwirkung des Zinssatzes trägt er zusätzlich zur Bestimmung des Vervielfältigers bei. Hierbei bewirkt ein höherer Zinssatz einen niedrigeren Vervielfältiger und somit einen niedrigeren Ertragswert der baulichen Anlagen.

Es ist durch die Variation des Zinssatzes durchaus möglich, so die Meinung erfahrener Gutachter, Faktoren wie die zukünftige Mietentwicklung, Inflation eines Landes, die steuerlichen Begleitumstände und weiter Chance bzw. Risiken in das Ertragswertverfahren und somit in den Verkehrswert einfließen zu lassen.

Wie in einem späteren Kapitel erläutert wird, ist die Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes einer der Hauptkritikpunkte bei der Diskussion über das Ertragswertverfahren.

- **Bodenwertverzinsungsbetrag**

Dieser Wert ergibt sich aus der Multiplikation des Bodenwertes mit dem Liegenschaftszinssatz. D. h. er stellt die jährliche Steigerung des Bodenwertes aufgrund der marktüblichen Wertentwicklung in einem absoluten Geldbetrag dar. Hier ist darauf zu achten, dass bei sehr großen Grundstücken mit nur teilweiser Bebauung der unbebaute Grund und Boden nicht einer Verzinsung zugeführt wird, da er keinen Beitrag zum Ertrag leistet. Bei der Abgrenzung wird davon ausgegangen, dass ein Gebäude durchaus ein angemessenes Umfeld benötigt. Werden Grundstücksteile hingegen bereits anderweitig genutzt (Brachflächen, Parkanlagen, etc.), so sind diese von der Gesamtfläche abzuziehen.

- **Anteil der baulichen Anlagen am Reinertrag**

Die Berechnung erfolgt indem vom Jahresreinertrag der Bodenwertverzinsungsbetrag subtrahiert wird. Er spiegelt den wahren Ertrag wider, der ausschließlich auf die baulichen Anlage zurückzuführen ist. Es findet eine Entkoppelung des Gebäudes von seinem Baugrund statt.



### - **Vervielfältiger**

Der Vervielfältiger wird teilweise unter der Bezeichnung Barwertfaktor geführt. Er zinst eine Summe aus Mietreinerträgen auf den aktuellen Barwert ab. Die Entwicklung des Vervielfältigers  $V$  kombiniert die Restnutzungsdauer des Gebäudes und den Liegenschaftszinssatz nach folgender Formel:

$$V := \frac{q^n - 1}{q^n \cdot (q - 1)} \quad \text{mit} \quad q := 1 + \frac{p}{100}$$

$p$  = Liegenschaftszinssatz  
 $n$  = Restnutzungsdauer

Die Vervielfältiger sind vertafelt und als Anlage der WertV beigefügt.

Dieser Wert vereint mit dem Liegenschaftswert und der Restnutzungsdauer, in den Augen der Kritiker des Verfahrens, zwei sehr problematische Parameter. Die Problemstellung des Liegenschaftszinssatzes wurde bereits oben erwähnt. Bei der Restnutzungsdauer wird angemerkt, dass es keine statischen Vorgaben für eine Nutzungsdauer geben kann. Aufgrund von Sanierungs- und Werterhaltungsmaßnahmen kann sich diese Dauer als sehr variabel erweisen. Wird am Gebäude aber nichts unternommen, um es baulich zu erhalten, so wäre im Gegenzug dazu die häufig angenommene Gesamtnutzungsdauer von 80 Jahren für die Werthaltigkeit zu hoch, so die Kritik. Hier ist wieder die Erfahrung des Gutachters gefragt. Es liegt in seinem Ermessensspielraum, die Restnutzungsdauer so zu variieren, dass ein marktkonformer Vervielfältiger entsteht.

### - **Sonstige wertrelevante Einflüsse**

Hierunter versteht man Faktoren wie zum Beispiel projektierte Reparatur- oder Sanierungsmaßnahmen. Diese Einflüsse werden als absoluter Geldbetrag in der Berechnung berücksichtigt.

### - **Ertragswert der baulichen Anlagen**

Stellt den Betrag dar, den das Gebäude alleine, ohne Berücksichtigung des Grundstück im Laufe seiner restlichen Nutzung noch erbringt.

### - **Ertragswert**

Zur Ermittlung des Ertragswertes erfolgt wieder eine Koppelung des Gebäudes mit dem Grund auf dem es steht. Das heißt der reine momentane Bodenwert und der Ertragswert der baulichen Anlagen werden addiert.

### - **Besondere äußere Einflüsse**

Unter diesem Punkt kann die aktuelle Situation auf dem lokalen Immobilienmarkt in die Bewertung einfließen.

### - **Verkehrswert**

Ohne die zusätzlichen äußeren Einflüsse entspricht prinzipiell schon der Ertragswert dem Verkehrswert. Der Wert ist grundsätzlich auf einen Stich-



tag bezogen, den sogenannten Wertermittlungsstichtag. Dies ist in der Regel der Tag, an dem die Sachverständigen die Örtlichkeit besichtigt haben. Der Verkehrswert, der an dieser Stelle als Ergebnis des Ertragswertverfahrens festgestellt wird, entspricht den Anforderungen, die vom BauG an ihn gestellt werden, vorausgesetzt, dass der Sachverständige die nötige Sorgfalt walten ließ. Davon ist bei der Bewertung der Objekte in Offenen Immobilienfonds auszugehen.

#### 10.2.3.1 Wertbeeinflussende Parameter beim Ertragswertverfahren

Der vorherige Abschnitt machte deutlich, dass es eine Vielzahl an Parametern gibt, durch die sich der Verkehrswert entscheidend beeinflussen lässt. Im Folgenden sind die maßgeblichsten aufgelistet:

- Nachhaltig erzielbare Miete
- Liegenschaftszinssatz
- Restnutzungsdauer
- Instandhaltungs-, Sanierungs- und Betriebskosten

Genau an diesen Faktoren entzündet sich immer wieder eine Diskussion darüber, ob das Ertragswertverfahren seiner Aufgabe gerecht wird.

#### 10.2.4 Alternative Bewertungsverfahren

Als Alternative zum Ertragswertverfahren wird immer das sogenannte Discounted-Cash-Flow-Prognoseverfahren (DCF-Verfahren) angeführt. Das DCF-Verfahren entstammt der betriebswirtschaftlichen Investitionsrechnung und kommt geographisch aus dem angelsächsischen Raum. Bei diesem Verfahren werden zukünftige Zahlungen auf ihren Gegenwartswert (Barwert) heruntergerechnet. Hierzu werden die Zahlungen mittels eines Diskontierungszinssatzes abgezinst. Dieser Zinssatz basiert im Gegensatz zum Liegenschaftszinssatz nicht auf der Kaufpreissammlung sondern auf einem marktüblichen Zinssatz, der vom Gutachter noch durch Zu- und Abschläge variiert werden kann.

Oftmals wird die Behauptung aufgestellt, die Vorgabe, dass sich die Gutachter an der WertV orientieren sollen lasse eine Anwendung des DCF-Verfahrens bei den Fondsimmobilen nicht zu. Dies ist nicht richtig, denn die WertV gestattet das DCF-Verfahren durchaus. Die Gutachter können frei auswählen, welches Verfahren sie anwenden möchten. Mittlerweile wird von einzelnen Sachverständigenausschüssen bereits das DCF-Verfahren zur Prüfung der Plausibilität der Ergebnisse aus dem Ertragswertverfahren eingesetzt. Allerdings wird das Ertragswertverfahren seine dominierende Bedeutung im deutschen Raum und somit für die Offenen Immobilienfonds nie ganz verlieren. Dies begründet sich einfach in der Ausbildung der beteiligten Gutachter. Wenn zunehmend Gutachter in die Fondsbewertung involviert werden, die in ihrer Ausbildung verstärkt mit dem angelsächsischen Verfahren betraut waren, wird sich ein Wandel einstellen. Rechtliche Grundlagen oder andere Gründe sprechen nicht dagegen.

#### 10.3 Bewertungspraxis bei Offenen Immobilienfonds

Die Bewertungspraxis innerhalb der Offenen Immobilienfonds hat sich in den vergangenen Jahren stark angeglichen. Durch den BIIS und dessen Tätigkeiten wird



dieser zu begrüßende Trend weiter verstärkt. Das Vorgehen der Sachverständigen soll im nachfolgenden Abschnitt beleuchtet werden.

### **10.3.1 Grundsätzliche Vorgehensweise**

Wer die Gelegenheit hat, Gutachten verschiedener Fonds und Gutachter zu vergleichen, wird feststellen, dass die Gemeinsamkeiten überwiegen. Vom BIIIS und seinen Mitglieder wird angestrebt, einen verbindlichen Standard für die Immobilien-Investment-Sachverständigen zu erarbeiten und diesen in der Branche zu etablieren. Momentan orientieren sich die Gutachter an den in Anlage C aufgelisteten „Mindestanforderungen an Gutachten über die Bewertung bebauter und unbebauter Grundstücke“. Anhand dieser Mindestanforderungen ist ein aussagekräftiges Gutachten anzufertigen und was ebenfalls sehr wichtig ist, für Nichtgutachter nachvollziehbar und verständlich. Dies ist gewiss ein starkes Argument, das bisherige System beizubehalten, da die Empfänger in der Kapitalanlagegesellschaft anzutreffen sind und es sich dabei nicht in erster Linie um Fachleute bei der Immobilienbewertung handelt. Weitergehende und ausführlichere Angaben in den Gutachten bleiben dem jeweiligen Sachverständigen vorbehalten und sind begrüßenswert, wenn dadurch der Informationsgehalt weiter steigt.

Aus datenschutzrechtlichen Gründen ist es in dieser Diplomarbeit leider nicht möglich ein Gutachten abzdrukken. Die Gutachten und die darin enthalten Daten, werden von den Fondsgesellschaften streng gehütet.

Dennoch soll versucht bezüglich der Gutachten etwas Licht in das Dunkel zu tragen:

#### **10.3.1.1 Schlüsseldaten**

Da jedes Gutachten immer begründet werden muss bzw. ein zuverlässiger Sachverständiger dies grundsätzlich unternimmt, beginnen die Fondsgutachten mit der Zusammenstellung der Schlüsseldaten, welche ein Gebäude eingehend beschreiben.

Hierbei werden aufgeführt:

- Flächenübersicht, gegliedert nach Nutzungsarten
- Vorhanden Stellplätze, eventuell unterschieden nach Garage und offen
- GRZ - Grundflächenzahl
- GFZ – Geschossflächenzahl
- Gesamtlebensdauer mit Erläuterung für ein eventuell eingeführtes fiktives Baujahr, falls ein älteres Gebäude grundlegend saniert wurde und somit eine „Verjüngung“ erfuhr
- Restlebensdauer
- Alter
- Liegenschaftszinssatz
- Vervielfältiger
- Bodenwert

Mit diesen Daten kann ein Gebäude sehr präzise beschrieben werden. Zusätzlich werden eine detaillierte



- Beschreibung des Gebäudes
- Beschreibung des Zustandes

verfasst. Hierbei bezieht sich der Gutachter auf die Erkenntnisse, welche er während der eingehenden Besichtigung vor Ort gewonnen hat. Diese Beschreibung dient zusätzlich dazu, dass sich hierauf eventuell bei der Bewertung anzubringende „Besondere äußere Einflüsse“ begründen lassen. Ein präzises Gutachten ist nur möglich, wenn sich der Sachverständige ein Bild von der Örtlichkeit gemacht hat. Aus diesem Grund ist eine Besichtigung im Zusammenhang mit einem Gutachten zwingend vorgesehen. In der Regel wird der Ortstermin speziell mit der Zielsetzung für ein Gutachten vereinbart. Wenn bereits ein Besuch vor Kurzem erfolgte und die örtlichen Gegebenheiten unverändert geblieben sind, kann auch auf diese Erfahrungen zurückgegriffen werden. Der Zeitraum von einem Jahr darf aber nicht überschritten werden, da jede Immobilie schließlich mindestens einmal jährlich begutachtet werden muss. Hierbei darf der Sachverständige verständlicherweise nicht Erkenntnisse verwenden, die älter sind als das letztjährige Gutachten.

#### 10.3.1.2 Bewertungsgrundsatz

Jedes Sachverständigengutachten beinhaltet einen eigenen Passus, in dem der Bewertungsgrundsatz festgehalten wird. In diesem Abschnitt wird in der Regel die Definition des Verkehrswertes nach BauG und weitergehende Erläuterungen angebracht. Die drei gemäß WertV in Deutschland üblichen Wertermittlungsverfahren werden erwähnt und deren Grundlagen beschrieben. Ein Vermerk über die Entscheidungsfreiheit des Gutachters bei der Wahl des Verfahrens fehlt normalerweise nicht. Es wird erklärt, dass sich die Auswahl nach den charakteristischen Eigenschaften des Gebäudes zu richten hat. Das alleinige Mittel der Wahl bleibt aber immer das Ertragswertverfahren in der Form, wie es im obigen Kapitel beschrieben wurde.

Bei Bewertungen im Ausland wird weiterhin auf die landestypischen Gegebenheiten hingewiesen, die ein Gutachten beeinflussen. Da es mittlerweile gültige Begriffe innerhalb der europäischen Union gibt, die im sogenannten „Blauen Buch“ der Europäischen Vereinigung von Immobiliensachverständigen (TEGOVOFA) zusammengefasst sind, werden diese erklärend angebracht. Hierbei wird in der Regel die Definition von Ertragswert, Sachwert und Verkehrs-/Marktwert aufgeführt.

Des Weiteren werden die Unterschiede gegenüber der Bewertung in Deutschland aufgezählt, auf die in einem späteren Abschnitt noch eingegangen werden wird.

Der Sachverständige weist im Bewertungsgrundsatz nochmals auf seine Sorgfaltspflicht hin, stellt aber definitiv klar, dass er nur Sachverhalte berücksichtigen kann, die ihm zur Verfügung gestellt wurden.

#### 10.3.1.3 Plausibilitätskontrolle mit Vergleichswert und Sachwert

In keinem Gutachten, in dem eine Fondsimmobilie bewertet wird, beruft sich der Sachverständige ausschließlich auf den Verkehrswert den das Ertragswertverfahren liefert. Dieser wird zwar am Ende der Kapitalanlagegesellschaft übergeben, aber nicht ohne dass er zuvor einer eingehenden Plausibilitätskontrolle unterzogen wurde. In der Praxis bedeutet dies, dass der Sachverständige drei Werte ermittelt, deren Definition im „Blauen Buch“ der TEGOVOFA wie folgt lautet:

- Ertragswert



Der Preis, der beim Verkauf erzielt werden kann für eine Immobilie oder vorgesehene Projektentwicklung unter der Maßgabe, dass der Erwerber beabsichtigt, die Immobilie weiterhin zu vermieten und dass die Einkünfte bzw. projektierte Einkünfte eine adäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals - unter Berücksichtigung nicht umlagefähiger Betriebskosten – darstellen.

- Sachwert

Der heutige Wert auf der Basis der Wiederbeschaffungskosten besteht aus den Gesamtkosten eines Gebäudes oder den Kosten; verbunden mit dem Erwerb einer Immobilie mit gleichem kommerziellen Potential. Es wird angemerkt, dass dies nicht notwendigerweise bedeutet, dass die Gebäude mit gleichen Materialien gebaut werden müssen.

- Vergleichswert (internationale Definition)

Der Verkehrswert ist der Preis, der unter gewöhnlichen Bedingungen für die Immobilie erzielt werden kann unter der Maßgabe, dass der Erwerber beabsichtigt, weiterhin das Objekt zu vermieten, wobei die Mieteinkünfte bzw. die projektierten Mieteinkünfte eine adäquate Verzinsung des eingesetzten Kapitals - unter der Berücksichtigung nicht umlagefähiger Betriebskosten – darstellen

Um auf den Sachwert und auf den Vergleichswert schließen zu können, bedient sich der Sachverständige weiterer Verfahren, die nur kurz erläutert werden sollen. Für eine genauere Beschäftigung mit diesen Verfahren sei der Leser auf die einschlägige Literatur verwiesen.

### **Sachwertverfahren**

Bei diesem Verfahren ergibt sich der Sachwert aus der getrennten Betrachtung von baulichen Anlagen und dem Wert des Bodens. Es wird der Zeitwert der baulichen Anlagen berechnet, indem man die Differenz von Herstellungskosten und Wertminderung berechnet.

Der Bodenwert wird anhand des Vergleichswertverfahrens ermittelt.

### **Vergleichswertverfahren**

Die Stärke des Vergleichswertverfahrens liegt in der Ermittlung von Bodenwerten, da es hier eine größere Menge an vergleichbaren unbebauten Liegenschaften gibt. Prinzipiell wird aus den bekannten Werten anderer Objekte auf den gesuchten Wert geschlossen. Die Problematik liegt darin, dass es häufig sehr schwierig ist, nach Lage, Nutzung, Qualität, etc vergleichbare Gebäude zu finden.

Im Idealfall ist es bei einem Gutachten möglich, sowohl den Ertragswert als auch den Sachwert und den Vergleichswert zu ermitteln. Zusätzlich zum Ertragswert ist aber zumindest ein weiterer Wert notwendig. Der Sachverständige kann nun durch einen Vergleich der Werte die Qualität des vorliegenden Ertragswert abwägen. Als Anhaltspunkt gilt, dass sich der Verkehrswert mit den drei anderen möglichen Werten deckt, wenn sich die baulichen Anlagen in einem normalen Zustand der Unterhaltung befinden. Dies hätte bei einem Verkauf zur Folge, dass kein Abschlag vorgenommen werden müsste und der Wert der Realität des Marktes entspricht.



Die Differenzen zwischen Ertrags- und Vergleichswert liegen in der Regel im einstelligen Prozentbereich. Kann der Gutachter die Gründe für die Differenzen erklären und somit für marktüblich erklären, gilt der Ertragswert als verifiziert.

In einem letzten Schritt bringt der Sachverständige eventuell Ab- und Zuschläge für besondere Einflüsse (bauliche Besonderheiten, Sanierungsbedarf, etc.) an. Als Ergebnis erhält man den marktkonformen Verkehrswert, der nach Abwicklung der organisatorischen Vorgaben an die Fondsgesellschaft übergeben wird.

### **10.3.2 Bewertung inländischer und ausländischer Liegenschaften**

Da viele Offene Immobilienfonds verstärkt im Ausland investieren, muss auch die Bewertung derartiger Objekte beschrieben werden.

Grundsätzlich gilt, dass die Sachverständigen immer nach ihren Richtlinien vorgehen. Das bedeutet, dass es prinzipiell keine Rolle spielt in welchem Land eine Immobilie bewertet wird. Als bereits schon universelles Mittel wird auch dort das Ertragswertverfahren in der zuvor beschriebenen Form angewandt, da dessen auf wirtschaftlichen Daten und Überlegungen beruhende Vorgehensweise stets in der Lage ist einen Verkehrswert zu liefern.

Selbstverständlich gibt es aber auch Unterschiede, wenn Gutachten in anderen Staaten erstellt werden müssen:

- Das Vergleichswertverfahren ist häufig Grundsatz im Ausland
- Ertragswertverfahren bei ertragsorientierten Objekten
- Eine Aufteilung der Erträge von Boden- und Gebäudewert erfolgt zum Teil nicht
- Sachwert wird sehr selten angewandt
- Bodenrichtwerte sind nicht bekannt
- Häufige Verwendung des DCF-Verfahrens

Diese oben genannten Unterschiede zum Bewertungssystem in der Bundesrepublik Deutschland beeinflussen die Arbeit der deutschen Gutachter aber nicht unbedingt. Es ergeben sich aber beispielsweise Schwierigkeiten, da Dinge wie Bodenrichtwerte nicht bekannt oder Liegenschaftszinssätze nicht einfach bei den Kommunen zu erfragen sind.

Der Sachwert der zur Kontrolle des Ertragswerts herangezogen wird, ergibt oftmals auf den ersten Blick erschreckend niedrige Beträge. Es kann durchaus zu Abweichungen von 30% kommen, die aber noch immer als üblich anerkannt werden. Dies rührt aus der Tatsache, dass in vielen Ländern, darunter Frankreich und Spanien, der Bodenwert keine Rolle spielt und daher keine Bodenrichtwerte existieren. Der Sachwert erniedrigt sich deshalb um den Bodenanteil. Die Gutachter sind sich dieser Problematik aber bewusst und sind in der Lage die Ergebnisse qualitativ zu bewerten.

Ein viel größeres Problem stellt die Tatsache dar, dass das Ertragswertverfahren im Ausland weitgehend unbekannt ist und deshalb nicht immer die sofortige Anerkennung erfährt. Dies ist aber eher ein Imageproblem, welches sich dadurch lösen



lässt, dass die Ergebnisse der Fondsgutachten dem Markt gerecht werden und die ausländischen Geschäftspartner zufrieden stellt.

## 10.4 Datenakquisition im In- und Ausland

Wenn man von den Grundlagendaten für ein Fondsgutachten spricht, müssen zwei Bereiche getrennt werden:

- Daten im direkten Besitz der Kapitalanlagegesellschaft

Hierbei handelt es sich um alle objektbezogenen Informationen, wie zum Beispiel:

- Lage- und Flächenangaben (inkl. Grundrisse, etc.)
- Mietverträge (inkl. aller sonstigen Vereinbarungen wie begrenzte Mietfreiheit, etc.)
- Gebäudeinformationen (technische Anlagen, etc.)

- Externe Daten

Dies sind Informationen, die vor der Bewertung ermittelt werden müssen, wie zum Beispiel:

- Liegenschaftszinssätze
- Bodenrichtwerte
- Aktuelle Daten zum lokalen Immobilienmarkt
- Mietpreisangaben
- Normalherstellungskosten
- Vergleichbare Objekte

Grundsätzlich ist es nicht die Aufgabe eines Sachverständigen notwendige Daten für die Bewertung eines Objektes zu beschaffen. Die Kapitalanlagegesellschaft ist verpflichtet ihre Sachverständigen mit allen bewertungsrelevanten Daten zu versorgen. Die Gutachter selbst lehnen es mittels des erwähnten Bewertungsgrundsatzes ab, die Verantwortung für fehlende und mangelhafte Informationen zu übernehmen.

In der Bundesrepublik ist es aufgrund des flächendeckenden kommunalen Bewertungssystems nicht schwierig an die notwendigen Daten zu gelangen. Die Gutachterausschüsse der Städte und Gemeinden ermitteln regelmäßig sehr zuverlässige Daten wie zum Beispiel Bodenrichtwerte, Liegenschaftszinssätze, etc. und veröffentlichen diese in sogenannten Grundstücksmarktberichten beziehungsweise geben auf gezielte Anfragen Auskunft. Angaben bezüglich marktüblicher Mieten werden teilweise ebenfalls von den Gutachterausschüssen angeboten. Hier gibt es zusätzlich noch weitere, zuverlässige Quellen, wie beispielsweise den Verband Deutscher Makler und den Ring Deutscher Makler e. V., die für 81 bzw. 132 deutsche Städte verlässliche Gewerbemietpreisspiegel kostenlos anbieten.

Ein generelles Problem bei der Datenbeschaffung ist die hohe Geheimhaltung vieler Daten. Bei der Suche nach Vergleichsobjekten wird bald deutlich, dass es nur sehr rudimentäre Informationen am Markt gibt. Von den Makleragenturen werden für die einzelnen Märkte Transaktionen veröffentlicht. Diese sind in vielen Fällen



aber nicht verwendbar, da häufig der Preis verschwiegen wird. Erst wenn sich die Fondsgesellschaften auf gemeinsame vollständige Datenbanken und einen Austausch von Informationen verständigen können, wird es eine Erleichterung in der Datenbeschaffung und bei der Qualität der Unterlagen geben.

Wesentlich mehr Probleme bereitet die Informationsbeschaffung im Ausland. Viele in Deutschland selbstverständliche Dinge findet man hier nicht vor. So gibt es weder Bodenrichtwerte noch öffentliche Liegenschaftszinssätze. Indizes für die Herstellungskosten (NHK) trifft man in sehr vielen Ländern an. In Frankreich existiert der „Index nationaux 01“, in Spanien der „Indice de costes en la construccion“ und in Italien der „Indice del costo di costruzione di un fabricato residenziale“. Entsprechende Quellen liegen für fast alle Industrieländer vor und sind teilweise sehr bequem über das Internet zu beziehen. Es ergibt sich allerdings das Problem, dass derartige Indizes normalerweise in der Landessprache verfasst sind und nur sehr selten eine englische Version offeriert wird.

Bei derartig spärlichen Informationen kommt es auf die Erfahrung des Sachverständigenausschusses und seiner Mitglieder an. Über eine gute Kenntnis des Marktes kann zum Beispiel der Mangel an lokalen Liegenschaftszinssätzen kompensiert werden. Bei fehlende Bodenrichtwerten kommt es zu einer Abwandlung des Sachwertverfahrens, wie zuvor beschrieben wurde.

Es ist von erheblichem Vorteil, dass es keine sehr großen Schwankungen zwischen den Metropolen innerhalb der EU gibt, was die Eigenschaften des Immobilienmarktes betrifft. Mit der gegebenen Sorgfalt und Umsicht lassen sich Werte, die in manchen Städten vorliegen, auf andere Städte übertragen. Auch unter Zuhilfenahme der in Kapitel 6 erwähnten Immobilienuhr kann auf Vergleichbarkeit von regionalen Märkten geschlossen werden. Es wird natürlich niemand auf die verwegene Idee kommen, die Bodenwerte von Düsseldorf auf London zu übertragen. Hier wären wirklich zu viele Spekulationsmöglichkeiten vorhanden. Für München und Mailand, die momentan einen ähnlichen Marktzyklus durchlaufen, wäre eine solche Übertragbarkeit (mit sorgfältigen Variationen) durchaus denkbar.

In Kapitel 6 erfolgte eine Einführung in die Arbeit des Researchbereiches einer Kapitalanlagegesellschaft. Das von ihr gesammelte Wissen über die Marktsituation an den Immobilienstandorten muss von den Sachverständigen voll in Anspruch genommen werden. Ebenso ist das Asset-Management ein wichtiger Informationspool, wenn es um die Mietvereinbarungen der Immobilien geht, da dort dieses Wissen gespeichert ist. Nur eine nach allen Seiten offene Kommunikation kann darüber hinweghelfen, dass nicht überall ideale Bedingungen herrschen.

## 10.5 Allgemeine Kritikpunkte bei der Bewertung

Es wurde bereits mehrfach erwähnt, dass sich im vergangenen Jahr vielfältige Kritik an der Bewertung innerhalb der Offenen Immobilienfonds regte. Hier sollen einige der Argumente der Kritiker vorgetragen werden. Dort, wo es angebracht erscheint, wird die Kritik kommentiert. Dennoch soll sich der Leser aufgrund eigener Kenntnisse seine Meinung bilden und Stellung beziehen.

- Die Marktkonformität der Bewertung sei nicht gewährleistet.

Als bestes Gegenargument muss angeführt werden, dass es bei einer mangelhaften Orientierung der Bewertung am örtlichen Markt zu keinen Kauf- bzw. Verkaufstätigkeiten von Seiten der Fonds kommen würde. Ausschlaggebend



für die Preise bei Transaktionen sind einzig und allein die ermittelten Verkehrswerte. Hiervon darf nur geringfügig abgewichen werden. Da die Expansion und die Umstrukturierung der Offenen Immobilienfonds aber weitergeht, kann deren Bewertung nicht weit an der Marktkonformität vorbeigehen.

- Negative Entwicklungen der letzten Jahre auf dem deutschen Gewerbeimmobilienmarkt sind in der Wertentwicklung der Fonds nicht deutlich zu erkennen.

Durch die sehr selektive Objektwahl und verstärkte Zukäufe im Ausland kann der negative Trend in Deutschland von den Fonds teilweise abgemildert werden. Durch eine umsichtige Planung haben vor allem die derzeit erfolgreichsten Fonds die Regionen mit überdurchschnittlichen Leerständen gemieden. Von einem bundesweiten Durchschnitt darf nicht direkt auf einzelne qualitativ hochwertige Gebäude geschlossen werden. Die rund 1350 Immobilien der OIF sind wirklich nur ein kleiner Teil des Marktes, zumal sich ca. die Hälfte nicht in Deutschland befindet.

- Mangelnde Transparenz für den Anleger

Dieser Kritikpunkt soll durch die Transparenzoffensive der Kapitalanlagegesellschaften gemildert werden. Die Angaben in den Jahresberichten nehmen deutlich an Umfang zu. Es ist allerdings fraglich, ob es sinnvoll wäre, Mietverträge zu veröffentlichen. Der Trend zu mehr Transparenz ist erst angelaufen und die Zukunft wird zeigen wohin er führt.

- Nachhaltigkeit der Mieten

Wie bereits in Kapitel 10.2.3 erläutert, veranschlagen die Sachverständigen die Nachhaltigkeit der Mieten nach bestem handwerklichem Können und Vermeidung jeglicher Spekulationen. Ein gewisser Spielraum bleibt bestehen, doch der liegt auch im gesamten Wesen der Immobilienbewertung.

- Differenz zwischen SVA und Wirtschaftsprüfern

Die Immobilien mehrerer OIF wurden auf Veranlassung der Bafin von Wirtschaftsprüfungsgesellschaften neu bewertet. Dabei kam es teilweise zu erheblich geringeren Werten. Leider bleibt bei der Diskussion oftmals die Tatsache unerwähnt, dass bei der Neubewertung die Annahme getroffen wurde, alle Immobilien müssen sofort verkauft werden. Bei einer solchen Vorgehensweise erhält man nicht den Verkehrswert, wie ihn das BauG definiert. Vielmehr beschreibt das Ergebnis den sogenannten Zerschlagungswert, der unter dem Verkehrswert liegt.

## 10.6 Konzeption eines standardisierten Datenmodells zur marktorientierten Wertermittlung von Auslandsimmobilien unter Bezug auf die Anforderungen des Ertragswertverfahrens

Um die Arbeit der Sachverständigen zu erleichtern, und die Schwierigkeiten mit den lückenhaften Marktdaten im Ausland zu umgehen, wäre es sehr reizvoll ein standardisiertes Datenmodell zur Verfügung zu haben. Ein solches Modell müsste in der Lage sein folgende Problemstellen zu schließen:

- Mangel an Liegenschaftszinssätzen
- Mangel an Bodenrichtwerten (ergibt wenig plausible Ergebnisse beim Sachwert)



- Mangel an vergleichbaren Objekten (eingeschränkte Kontrollfunktion des Vergleichswertes)

Um diese Mängel zu heilen kann nur eine ganz große Lösung angestrebt werden. Das bedeutet ein Zusammenschluss aller Fondsgesellschaften und deren Sachverständigen zur Bildung eines gemeinsam getragenen Informationspools.

Alleingänge einzelner Kapitalanlagegesellschaften sind aufgrund der sehr begrenzten Menge an Immobilien in keinsten Weise erfolgversprechend. Wie in Kapitel 3 sichtbar wird, halten die OIF nur rund 1350 Liegenschaften, die sich wiederum auf über 20 Staaten verteilen. Aufgrund der Deutschlandlastigkeit der alteingesessenen Fonds dürfte die Zahl der ausländischen Liegenschaften bei weniger als der Hälfte liegen. Laut BVI waren im Jahre 2002 weniger als 40% der Verkehrswerte auf Immobilien in ausländischen Belegenheitsländern zurückzuführen. Selbst ein stark auslandsorientierter Fonds, wie der KanAm grundinvest Fonds hielt in der Region Paris im Herbst 2004 lediglich 12 Liegenschaften, was aber dennoch eine überdurchschnittliche Dichte für einen Fonds bedeutet.

Ein Beispiel soll die Problematik der geringen Transaktionen verdeutlichen. Der BVI weist für das Jahr 2003 in einer Statistik Fondsinvestitionen in Europa aus, wie sie in Abbildung 19 dargestellt sind.

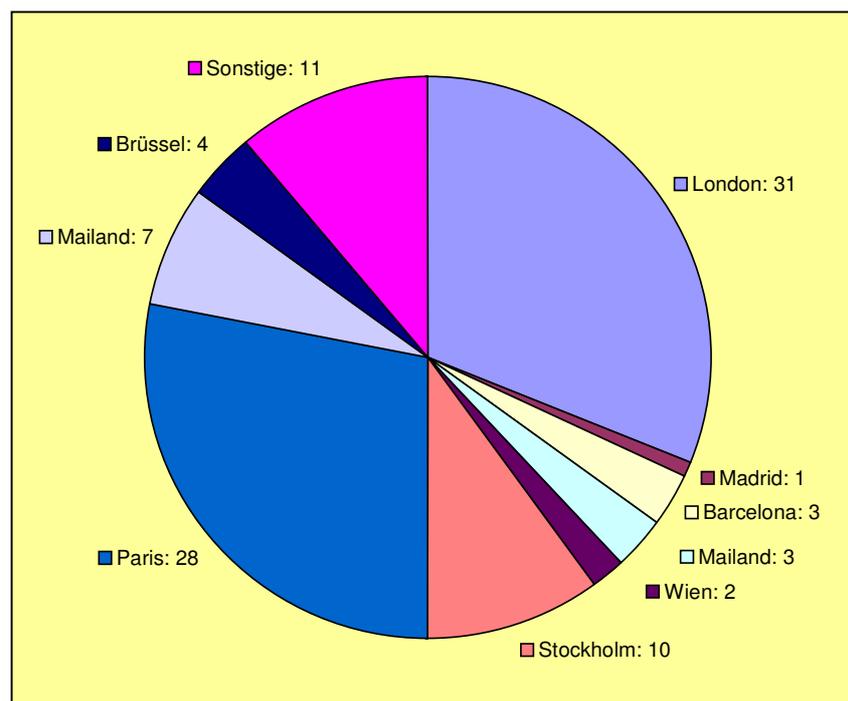


Abb. 19: Auslandsinvestitionen der OIF 2003 (Quelle: :BVI)

All diese Transaktionen sind wiederum nicht miteinander vergleichbar, da es sich bei den Immobilien um Gebäude mit verschiedenen Nutzungsarten handelt. Es handelt sich zwar zum überwiegenden Teil um Bürogebäude, aber es sind auch Hotels, Handelsobjekte und weitere Nutzungsarten vertreten.

All diese Vorbemerkungen sollen verdeutlichen wie differenziert sich die Gesamtstruktur aller Offener Immobilienfonds erweist. Hier zeigt sich das Prinzip der Diversifizierung von Fonds erstmals als Nachteil.



### 10.6.1 Ableitung des Liegenschaftszinssatzes

Für die Tätigkeit der Sachverständigen wäre es ein erster wesentlicher Vorteil, wenn sie sich im Ausland auf ähnlich zuverlässige Liegenschaftszinssätze stützen könnten wie in Deutschland. Da eine öffentliche Ermittlung dort nicht stattfindet, könnten die Kapitalanlagegesellschaften in ihrer Gesamtheit versuchen, aus den Transaktionen Durchschnittswerte für die einzelnen Regionen, differenziert nach Nutzungsarten, abzuleiten.

Es ist durchaus möglich aus dem Kaufpreis einer Immobilie auf den tatsächlichen Liegenschaftszins zu schließen. Wird dies für eine repräsentative Menge vergleichbarer Objekte durchführen, ist die Bestimmung eines zuverlässigen Zinssatzes gewährt. Das folgende Beispiel erklärt das Prinzip, wie vom Kaufpreis auf den Zinssatz zu schließen ist.

Vorgaben:

- Kaufpreis
- Bodenwert
- Reinertrag
- Restnutzungsdauer

Der rechnerische Ansatz zur Ermittlung des Ertragswertes bildet die Grundlage der Berechnung:

$$EW = KP = (RE - p \cdot BW) \cdot \frac{1}{\left(\frac{q-1}{q^n-1} + 1\right)} + BW$$

In dieser Formel sind:

EW = Ertragswert

KP = Kaufpreis

RE = Reinertrag

BW = Bodenwert

p = Liegenschaftszins

q = 1 + p

n = Restnutzungsdauer

Eine Umformung dieser Gleichung führt auf:

$$p = \frac{RE}{KP} - \frac{q-1}{q^n-1} \cdot \frac{KP-BW}{KP}$$



Es fällt aber auf, dass wegen  $q = 1 + p$  die rechte Seite der Gleichung immer noch vom Liegenschaftszinssatz abhängt. Zur Lösung muss ein iterativer Weg begangen werden. Zuerst wird  $p$  als erste Näherung  $p'$  wie folgt eingeführt:

$$p' = \frac{RE}{KP} \quad \text{und} \quad q = 1 + p'$$

Wenn man nun diesen Wert  $p'$  auf halbe Prozentwerte rundet und mit der Restnutzungsdauer  $n$  kombiniert, erhält man den Quotienten  $Q1$ :

$$Q1 = \frac{(q - 1)}{q^n - 1}$$

Ein erster Korrekturwert für  $p'$  ergibt sich aus dem Produkt von  $Q1$  mit  $Q2$ .  $Q2$  errechnet sich mit der Formel:

$$Q2 = \frac{KP - BW}{KP}$$

Durch die aufgezeigte Berechnungsmethode ist eine Ermittlung des Liegenschaftszinssatzes aus einer Transaktion möglich.

Bisher wurde das Problem noch nicht erwähnt, dass in die Berechnung der Bodenwert einfließt. Dieser sollte zumindest annähernd bekannt sein. Wie bereits früher erwähnt wurde, ist eine derartige Größe im Ausland weitgehend unbekannt, da der Bodenwert in vielen Ländern keine so wichtige Rolle wie in Deutschland spielt. Hier müsste wiederum eine sorgfältige Schätzung des Bodenwertes vorgenommen werden, womit aber wieder ein zusätzlicher Unsicherheitsfaktor hinzukommt, der gegen ein präzise arbeitendes Datenmodell spricht.

Für den Augenblick soll dieser Exkurs genügen. Es wird deutlich, dass die Entwicklung eines Modells zur vereinfachten Ertragswertermittlung noch von sehr vielen Parametern abhängt, die es zu klären gilt.

Es muss festgestellt werden, dass in der momentanen Phase der Datenhaltung und aufgrund der Portfoliozusammensetzung der Offenen Immobilienfonds eine praktikable Konzeption wenig Aussicht auf Erfolg hat. Bei einem deutlichen Anstieg der gehaltenen Liegenschaften könnte an konzentrierten ausländischen Märkten eine Umsetzung möglich werden.

Eine Verifizierung des obigen Gedankenmodells ist im Zuge dieser Arbeit kaum möglich, da die Kapitalanlagegesellschaften die Verkehrswerte wie Schätze hüten. Wenn man einen Einblick in die Transaktionen erhält, dürfen die Daten aber nicht veröffentlicht werden. Durch den sehr diversifizierten Aufbau aller Portfolios ist es momentan fraglich, ob sich überhaupt verlässliche Werte für zum Beispiel den Liegenschaftszinssatz ableiten ließen.



## 11 Zusammenfassung

Im Zuge dieser Diplomarbeit wird versucht dem Leser einen Eindruck in die verschlüsselte Thematik der Offenen Immobilienfonds und die Bewertung der darin gehaltenen Immobilien zu geben. Viele der Aktivitäten werden für den Anleger in keiner Weise sichtbar. Die Kapitalanlagegesellschaften erweisen sich bei genauerer Betrachtung als ein komplexes System verschiedener Abteilungen die einzig und allein das Ziel haben, durch gezielte Immobilienanlagen auf der ganzen Erde eine hohe Rendite für die Anleger zu erwirtschaften

Nach einem Überblick über die derzeit aufgelegten Fonds und ihre charakteristischen Merkmale wendet sich die vorliegende Arbeit den rechtlichen und steuerlichen Belangen der Fonds zu. Gerade die Einführung des Investmentgesetzes im Jahre 2004 brachte mehr Kompetenzen für die Kapitalanlagegesellschaften aber ebenfalls eine weitere Steigerung der Anlegerrechte.

Der Leser wird von der Diplomarbeit durch verschiedene Abteilungen einer Fondsgesellschaft begleitet:

Research: Hier werden die Immobilienmärkte analysiert um u. a. Sachverständige bei ihrem Bewertungsauftrag mit Informationen versorgen zu können.

Einen wesentlichen Beitrag zum Erfolg eines Offenen Immobilienfonds leisten die Mitarbeiter des Portfolio-Managements. Sie sind für die Umsetzung der Fondsstrategie in die Anlagerealität zuständig. Weiterhin werden hierbei die Begriffe der Diversifizierung und der Ertragsicherung erläutert.

Die Akquisitionsabteilung befasst sich mit dem Kauf neuer Liegenschaften. Es wird der schematische Ablauf einer Akquisition und die Arbeit der Akquisiteure präsentiert.

Im Anschluss an eine Neuanschaffung ist das Asset-Management für die Betreuung der Liegenschaft verantwortlich. Durch das dortige Wissen über die Mietannahmen und andere Objektdaten, ist das Asset-Management ein wichtiger Ansprechpartner für die Sachverständigen.

Nach der Exkursion durch eine Fondsgesellschaft wendet sich die Diplomarbeit der Problematik der Bewertung zu. Es werden der Sachverständigenausschuss und seine Arbeit vorgestellt, sowie die Bewertung der Fondsimmobilen beschrieben. Auf die Problematik der Bewertung von Immobilien im Ausland und die Beschaffung wertrelevanter Daten wird eingegangen. Abschließend wird der Versuch unternommen, die Bewertung von Auslandsobjekten durch die Ermittlung von wertrelevanten Faktoren, die im Ausland nicht existieren, zu vereinfachen. Dies erwies sich aufgrund der Gesamtsituation der OIF als momentan sehr schwierig.



## 12 Quellen

### 12.1 Digitale Medien

- [1] [www.bundesgerichtshof.de](http://www.bundesgerichtshof.de)  
Bundesgerichtshof Karlsruhe
- [2] [www.bvi.de](http://www.bvi.de)  
BVI Bundesverband Investment und Asset Management eV
- [3] [www.biis.info](http://www.biis.info)  
Bundesverband der Immobilien-Investment-Sachverständigen
- [4] [www.wikipedia.de](http://www.wikipedia.de)  
WIKIPEDIA – The Free Encyclopedia
- [5] [www.immoportal.de](http://www.immoportal.de)  
„Die Immobilienwirtschaft im Internet“
- [6] [www.immowelt.de](http://www.immowelt.de)  
„immobilien im internet“
- [7] [www.faz.net](http://www.faz.net)  
Frankfurter Allgemeine Zeitung
- [8] [www.boeresenlexikon.de](http://www.boeresenlexikon.de)  
Börsenlexikon der Franfurter Allgemeinen Zeitung
- [9] [www.handelsblatt.de](http://www.handelsblatt.de)  
Handelsblatt
- [10] [www.focus.msn.de](http://www.focus.msn.de)  
FOCUS
- [11] [www.Immobilien-zeitung.de](http://www.Immobilien-zeitung.de)  
Immobilienteitung – Fachzeitschrift für die Immbilienwirtschaft
- [12] [www.joneslanglasalle](http://www.joneslanglasalle)  
Immobiledienstleister Jones Lang LaSalle
- [13] [www.cbre.com](http://www.cbre.com)  
Immobiledienstleister CB Richard Ellis
- [14] [www.atisreal.de](http://www.atisreal.de)  
Immobiledienstleister AtisReal
- [15] [www.deka-immobilien.de](http://www.deka-immobilien.de)  
Deka Immobilien Investment GmbH
- [16] [www.financescout24.de](http://www.financescout24.de)  
Investmentdienstleister



## 12.2 Printmedien

### Bücher:

- [17] Baur Dr., J: „Investmentgesetze“. Berlin, 2. Auflage 1997, Walter de Gruyter Verlag, Berlin
- [18] Engelbrecht, B.: „Grundsätze und Technik ordnungsmäßiger Immobilienbewertung“. Heidelberg 1998, Physika-Verlag, Heidelberg
- [19] Gablenz, K.: „Rechte und Belastungen in der Grundstücksbewertung“. Düsseldorf 1997 Werner Verlag GmbH & Co. KG, Düsseldorf
- [20] Hildebrandt, H.: „Grundstückswertermittlung – Aus der Praxis für die Praxis“. Nürnberg, 3. Auflage 1996, Verlag Konrad Wittwer GmbH, Stuttgart
- [21] Kleiber, W. und Simon, J.: „WertV ´98 Wertermittlungsverordnung 1998“. Köln, 5. Auflage 1999, Bundesanzeiger Verlagsgesellschaft mbH, Köln
- [22] Klug, W.: „Offene Immobilienfonds – Zeit für stabile Werte“. Frankfurt 2004, Verlag Fritz Knapp GmbH, Frankfurt
- [23] Klumpe, W. und Nastold, U.: „Immobilienfonds, Grundlagen – Unterschiede - Haftung“. Stuttgart 1997, Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V., Bonn,
- [24] Rosenbaum, O.: „Fachwörterbuch für Grundstückswertermittler“. Trier, 2. Auflage 2000, Hermann Luchterhand Verlag, Neuwied und Kriftel/Ts.
- [25] Zitelmann, R.: „Reich werden mit Immobilien“. Freiburg, 3. Auflage 2002, Rudolf Haufe Verlag GmbH + Co KG, Planegg

### Zeitschriften:

- [26] Schulz, A.; Petersen, S.; Keller, C.: „Offene Fragen bei der Besteuerung von Immobilien-Sondervermögen und deren Anlegern“. DStR Deutsches Steuerrecht, Heft 44 Seiten 1853 – 1896, München 2004
- [27] Lautenbach, F. und Gratzki, S.: „Immobilieninvestitionen in Frankreich durch deutsche Offene Immobilienfonds – steuerliche Rahmenbedingungen“. IWB Nr. 20, Frankfurt 2004

Weiterhin wurden zur Informationsbeschaffung Artikel aus folgenden Zeitschriften- und Zeitungen verwendet:



- Handelsblatt
- Frankfurter Allgemeine Zeitung
- Immobilien-Zeitung
- Welt am Sonntag
- Financial Times
- Immobilien und Finanzierung
- Süddeutsche Zeitung
- Die Welt
- Portfolio International
- Wirtschaftswoche
- Sparkassen-Zeitung
- GuG

Der überwiegende Teil dieser Artikel entstammt der Bibliothek des BVI in Frankfurt. Nähere Auskünfte erteilt der Autor der Diplomarbeit gerne.

Einen weiteren Anteil an der Informationsgrundlage hatten die Halbjahres- und Jahresberichte der Offenen Immobilienfonds die in Kapitel 3 dieser Diplomarbeit aufgeführt sind.



## Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Vermögen verschiedener dt. Fondsklassen (Datenquelle: BVI, Stand: 30. April 2005) .....	3
Abb. 2: Funktionsprinzip eines Offenen Immobilienfonds.....	7
Abb. 3: Anteile der jungen Fonds am Fonds- bzw. Immobilienvermögen(Stand: ca. 09/04) .....	29
Abb. 4: Das Investmentgesetz mit seinen Wirkungsfeldern.....	31
Abb. 5: Steuerliche Behandlung der Ausschüttung .....	36
Abb. 6: Nutzer der Researchergebnisse.....	41
Abb. 7: Europäische Immobilienuhr nach Jones Lang LaSalle (Quartale 3 und 4 2004) .....	45
Abb. 8: Spitzenmieten für Büroimmobilien an europäischen Standorten.....	46
Abb. 9: Geographische Einteilung von Paris .....	48
Abb. 10: Spitzenmieten für Büroimmobilien einzelner Pariser Teilmärkte .....	49
Abb. 11: Diversifizierungsmöglichkeiten .....	59
Abb. 12: Maßnahmen zur Ertragssicherung .....	61
Abb. 13: Generalisierter Ablauf einer Akquisition .....	65
Abb. 14: Anforderungen an einen Sachverständigen .....	77
Abb. 15: Zulässige Zusammensetzung der SV-Einkünfte .....	82
Abb. 16: Hauptanlässe für die Erstellung von Gutachten .....	83
Abb. 17: Ablauf einer Bewertung .....	84
Abb. 18: Schematische Darstellung des Ertragswertverfahrens.....	88
Abb. 19: Auslandsinvestitionen der OIF 2003 (Quelle: :BVI) .....	100



## Anhang A: Übersicht über die OIF und KAGs im BVI

Fondsname	Kapitalanlagegesellschaft	Internetadresse
AXA Immoselect	AXA Investment Managers Deutschland GmbH	<a href="http://www.axa-im.de">www.axa-im.de</a>
CS EUROREAL	Credit Suisse Asset Management GmbH	<a href="http://www.csam.com">www.csam.com</a>
CS-WV IMMOFONDS	Credit Suisse Asset Management GmbH	<a href="http://www.csam.com">www.csam.com</a>
DEGI INTERNATIONAL	DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH	<a href="http://www.degi.com">www.degi.com</a>
DIFA-Fonds Nr. 1	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft	<a href="http://www.difa.de">www.difa.de</a>
DIFA-GRUND	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft	<a href="http://www.difa.de">www.difa.de</a>
DIFA-Global	DIFA Deutsche Immobilien Fonds Aktiengesellschaft	<a href="http://www.difa.de">www.difa.de</a>
Deka-ImmobilienEuropa	DEKA Immobilien Investement GmbH	<a href="http://www.deka-immobilien.de">www.deka-immobilien.de</a>
Deka-ImmobilienFonds	DEKA Immobilien Investement GmbH	<a href="http://www.deka-immobilien.de">www.deka-immobilien.de</a>
Deka-ImmobilienGlobal	DEKA Immobilien Investement GmbH	<a href="http://www.deka-immobilien.de">www.deka-immobilien.de</a>
EURO ImmoProfil	iii Internationales Immobilien- Institut GmbH	<a href="http://www.iii-investments.de">www.iii-investments.de</a>
GRUNDWERT-FONDS	DEGI Deutsche Gesellschaft für Immobilienfonds mbH	<a href="http://www.degi.com">www.degi.com</a>
HANSAimmobilia	HANSAINVEST Hanseatische Investment-GmbH	<a href="http://www.hansainvest.com">www.hansainvest.com</a>
HAUS-INVEST europa	Commerz Grundbesitz Investmentgesellschaft mbH	<a href="http://www.hausinvest.de">www.hausinvest.de</a>
HAUS-INVEST global	Commerz Grundbesitz Investmentgesellschaft mbH	<a href="http://www.hausinvest.de">www.hausinvest.de</a>
INTER ImmoProfil	iii Internationales Immobilien- Institut GmbH	<a href="http://www.iii-investments.de">www.iii-investments.de</a>



<b>Fondsname</b>	<b>Kapitalanlagegesellschaft</b>	<b>Internetadresse</b>
KanAm grundinvest Fonds	KanAm Grund Kapitalanlagegesellschaft mbH	<a href="http://www.kanam-grund.de">www.kanam-grund.de</a>
SEB ImmoInvest	SEB Immobilien-Investment GmbH	<a href="http://www.SEBimmoinvest.de">www.SEBimmoinvest.de</a>
SEB ImmoPortfolio Target Return Fund	SEB Immobilien-Investment GmbH	<a href="http://www.SEBimmoinvest.de">www.SEBimmoinvest.de</a>
SKAG 3 Kontinente	UBS Real Estate KAG	<a href="http://www.ubs.com">www.ubs.com</a>
SKAG Euroinvest Immobilien	UBS Real Estate KAG	<a href="http://www.ubs.com">www.ubs.com</a>
WARBURG-HENDERSON DEUTSCHLAND FONDS NR. 1	WARBURG - HENDERSON Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien mbH	<a href="http://www.warburg-henderson.com">www.warburg-henderson.com</a>
WestInvest 1	WESTINVEST Gesellschaft für Investmentfonds mbH	<a href="http://www.westinvest.de">www.westinvest.de</a>
WestInvest ImmoValue	WESTINVEST Gesellschaft für Investmentfonds mbH	<a href="http://www.westinvest.de">www.westinvest.de</a>
WestInvest InterSelect	WESTINVEST Gesellschaft für Investmentfonds mbH	<a href="http://www.westinvest.de">www.westinvest.de</a>
grundbesitz-global	DB Real Estate Investment GmbH	<a href="http://www.grundbesitz-global.de">www.grundbesitz-global.de</a>
grundbesitz-invest	DB Real Estate Investment GmbH	<a href="http://www.grundbesitz-invest.de">www.grundbesitz-invest.de</a>



## Anhang B: Renditeberechnung mittels der BVI-Methode

Das hier dargestellte Beispiel entstammt einer Veröffentlichung des BVI, die u. a. über den Internetauftritt des Verbandes zu beziehen ist.

### Beispiel

Das folgende Beispiel mit einem ausschüttenden Fonds erläutert die Wertentwicklungsberechnung (BVI-Methode) einer Einmalanlage in Höhe von 5.000 Euro.

	Datum	Anteilwert (in Euro) (a)	Anteilbestand (in Stück) (b)	Ausschüttungsbetrag <sup>1</sup> (pro Anteil; in Euro)	Depotwert (in Euro) (c) = (a) * (b)
Ein Anleger investiert am 31.12.2003 insgesamt 5.000 Euro in einen Fonds mit einem Anteilwert von 100 Euro.	31.12.2003	100	50		5.000,00
Angenommen, der Anteilwert steigt bis zum Tag der Ausschüttung auf 110 Euro. Der Fonds schüttet am 23.10.2004 einen Betrag von 3 Euro pro Anteil aus. Der Anteilwert verringert sich um die Ausschüttung und beträgt nach der Ausschüttung 107 Euro.	23.10.2004	110	50	3	5.500,00
<p>Die Ausschüttung in Höhe von 3 Euro pro Anteil wird am 23.10.2004 (Ausschüttungstag) umgehend zum Anteilwert nach Ausschüttung (107 Euro) wieder angelegt. Bei einem Anteilbestand von 50 und einer Ausschüttung von 3 Euro pro Anteil steht ein Betrag von 150 Euro zur Wiederanlage zur Verfügung.</p> <p>Damit werden bei einem Anteilwert nach Ausschüttung in Höhe von 107 Euro zusätzlich 1,402 Anteile erworben (150 Euro/107 Euro pro Anteil = 1,402 Anteile). Insgesamt hat sich der Anteilbestand auf 51,402 Anteile erhöht. Dies entspricht einer Steigerung des Anteilbestandes um 2,8%. Zuvor hatte sich der Anteilwert um den gleichen Prozentsatz reduziert (von 110 auf 107 Euro).</p>					
Vor und nach Ausschüttung beträgt der Depotwert (Anteilwert multipliziert mit Zahl der Anteile) also 5.500 Euro.	23.10.2004	107	51,402		5.500,00
Angenommen, nach der Ausschüttung steigt der Anteilwert von 107 Euro am 23.10.2004 um 5 Euro auf 112 Euro am 31.12.2004.	31.12.2004	112	51,402		5.757,02

Die Wertentwicklung vom 31.12.2003 bis zum 31.12.2004 ergibt sich aus der prozentualen Veränderung zwischen dem ursprünglich angelegten Vermögen (5.000 Euro) und dem aktuellen Wert (Depotwert = 5.757,02 Euro).

$$\frac{(5.757,02 \text{ Euro} - 5.000 \text{ Euro})}{5.000 \text{ Euro}} = 15,14\%$$

Die Wertentwicklung beträgt in diesem Beispiel also 15,14%.

Nur dieser Vergleich ist für den Anlageerfolg von Interesse. Würde man dagegen nur den Anteilwert vom 31.12.2004 mit dem Anteilwert vom 31.12.2003 vergleichen, hätte man lediglich einen für den Anlageerfolg nicht aussagefähigen Kursvergleich bzw. Vergleich zweier Preise.



## **Anlage C: Mindestanforderungen an Gutachten**

### **Mindestanforderungen an Gutachten über die Bewertung bebauter und unbebauter Grundstücke**

Bei den mit \* gekennzeichneten Punkten hat der öffentlich bestellte Sachverständige pflichtgemäß zu prüfen, ob und ggfs. in welchem Umfang Angaben, insbesondere aufgrund des Auftrags oder sonstiger Umstände, erforderlich bzw. (unter vertretbarem Aufwand) möglich sind.

#### **1. Allgemeine Angaben**

1.1 Auftraggeber

1.2 Auftrag und Verwendungszweck des Gutachtens

1.3 Verwendete objektbezogene Arbeitsunterlagen

1.4 Datum und Teilnehmer der Ortsbesichtigung

#### **2. Beschreibung des Bewertungsobjektes**

2.1 Lagebeschreibung

2.2 Grundbuchinhalt: Bestand, Eigentümer, Angabe und Beurteilung der Eintragungen in

Abt. II

2.3 Grundstücksbeschreibung

2.3.1 Zuschnitt, Breite, Tiefe und Straßenfrontlänge

\*2.3.2 Oberflächenbeschaffenheit und Bodenverhältnisse

\*2.3.3 Beschaffenheit des Untergrundes, Grundverhältnisse

2.4 Beschreibung der vorhandenen Bebauung:

\*2.4.1 Angaben zur zulässigen baulichen Nutzung des Grundstücks

\*2.4.2 Angaben über Auflagen oder Erfüllung der Garagenverordnung oder der Einstellplatzbauverpflichtung

2.4.3 Anschlüsse an öffentliche Versorgungsleitungen

\*2.4.4 Anliegerbeiträge

2.5 Gebäudebeschreibung:

2.5.1 Baujahr, Renovierungen und bauliche Änderungen unter Angabe des Zeitpunktes, Raumanordnung, Beschreibung der Bauweise und der Ausstattung, Außenanlagen, Bauzustand

\*2.5.2 Beurteilung der Gebäude hinsichtlich Zweckmäßigkeit der Grundrissgestaltung und der verwendeten Baustoffe.



### **3. Flächen und Massenberechnung**

3.1 Angabe der angewandten Berechnungsvorschriften (DIN-Blätter)

3.2 Angabe der verwendeten Unterlagen (Baupläne vom ..... oder örtliche Aufnahmen)

3.3 Angabe der bebauten Fläche, des umbauten Raumes, der Wohn- und Nutzflächen bzw.

Prüfung der vorhandenen Unterlagen

3.4 Angabe der Verhältniszahlen: Grundflächenzahl; Geschoßflächenzahl; \*m<sup>3</sup> u. R. je m<sup>2</sup>

Wohn- und Nutzfläche bzw. Prüfung der vorhandenen Unterlagen.

### **4. Bewertung**

Angaben, welches oder welche Bewertungsverfahren angewandt worden sind.

4.1 Beim Bodenwert:

Grundlage der Bodenbewertung (z.B. Vergleichspreise oder Richtwerte)

4.2 Beim Gebäudesachwert:

4.2.1 Angabe des Bezugsjahres (z.B. 1913 oder 1914 oder 1938 oder 1950 oder 1958 oder 1962)

4.2.2 Angabe des Bauindex (Basis 19.. = 100)

4.2.3 Berechnung des Ausgangswertes

4.2.4 Technische und wirtschaftliche Wertminderung

4.2.5 Angaben bezüglich der Baunebenkosten

4.2.6 Bewertung der Außenanlage

4.3 Beim Ertragswert:

4.3.1 Tatsächliche Mieterträge mit Beurteilung ihrer Angemessenheit;

\*Angabe ob Mietpreisbindung besteht;

\*Angabe des Mietwertes der eigengenutzten Räume

4.3.2 Bewirtschaftungskosten:

\*Angabe der tatsächlich anfallenden Kosten (Grundsteuer usw.) und der nach Erfahrungssätzen geschätzten Kosten (Instandhaltung usw.)

4.3.3 Ertragswertberechnung:

Berechnung des Reinertrages

Angabe des Bewertungszinssatzes

Verzinsungsbetrag des Bodenwertes

Gebäudeertrag



Angabe der geschätzten Restnutzungsdauer

Vervielfältiger

Berechnung des Gebäudeertragswertes

Bodenwert

Berechnung des Ertragswertes

4.3.4 Berechnung evtl. Sonderwerte, z.B. infolge bestehender Dienstbarkeiten, aus Finanzierung, aus der Miethöhe und dergleichen

4.4 Beim Verkehrswert:

\*4.4.1 Zu- oder Abschläge infolge der derzeitigen Lage auf dem Immobilienmarkt oder

der Eigenschaft des Bewertungsobjektes

\*4.4.2 Angabe, welchem Wert je m<sup>2</sup> Wohn- oder Nutzfläche der begutachtete Verkehrswert entspricht.

## **\*5. Anlagen**

5.1 Lichtbild des Gebäudes

5.2 Lageplan

5.3 Grundrissplan oder Grundrisskizze, Gebäudeschnitte



## Anlage D: Das Ertragswertverfahren – einfache Beispielrechnung

### Umfeld:

Ein 4 1/2-geschossiges Wohnhaus mit 3-geschossigem Wohnhinterhaus in einem dicht bebauten gemischt genutzten Gebiet von Stuttgart, Baujahr 1900 und 1903, Ausstattung: Verbundfenster, Bäder, Elektrospeicheröfen, Bau- und Unterhaltungszustand: befriedigend.

Wertermittlungsstichtag: 04.05.2005

Zielsetzung: Verkehrswert

Bodenwert:

(289m<sup>2</sup> x 925 €) 267.325 €

Lager im 1.UG: 39m<sup>2</sup> x 3,15 €/m<sup>2</sup> : 122,5 x 12 1.470 €

2,3 und 4 Zi.-Wohnungen, bezahlte Mieten  
zwischen 2,80 und 5,45 €/m<sup>2</sup>

519m<sup>2</sup> x 4,5 €/m<sup>2</sup> (nachhaltige Marktmiete): 2.335.5 x 12 28.026 €

Jahresrohertrag 29.300 €

minus Bewirtschaftungskosten: - 5.900 €

Jahresreinertrag 23.400 €

minus Bodenwertverzinsungsbetrag  
3,5% von 267.325 € = -9.356 €

Anteil der baulichen Anlagen am Reinertrag 14.044 €

Vervielfältiger bei 35 Jahren Restnutzungsdauer  
und 3,5% Liegenschaftszins = 20

Ertragswert der baulichen Anlagen

Bodenwert 267.325 €

Ertragswert 548.205 €

Besondere äußere Einflüsse 0 €

Aufrundung 1.795 €

Verkehrswert 550.000 €

Dieses Beispiel wurde inhaltlich übernommen aus der Vorlesung „Grundstücksbewertung I“ von Herrn Prof. Manfred Hintzsche an der Universität Stuttgart.