

**Postgradualer Universitätslehrgang  
"Immobilienmanagement und Bewertung"**

**Kapitalveranlagung in Immobilien aus Sicht institutioneller  
Investoren am Beispiel österreichischer  
Versicherungsunternehmen**

Masterthese zur Erlangung des akademischen Grades eines  
„Master of Science (Real Estate – Investment and Valuation)“

Betreuer: Mag. Gertrude Schwebisch, MBA

Mag. Gerhild Dutzler

Wien, im Februar 2009

### Eidesstattliche Erklärung

Ich, **Gerhild Dutzler**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "Kapitalveranlagung in Immobilien aus Sicht institutioneller Investoren am Beispiel österreichischer Versicherungsunternehmen", 76 Seiten, gebunden, selbstständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, am \_\_\_\_\_

Datum

\_\_\_\_\_  
Unterschrift

## Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis .....	3
Teil A: Grundlagen .....	4
1. Einleitung .....	4
2. Der Immobilien-Investor .....	5
2.1. Der private Immobilien-Investor .....	7
2.2. Der institutionelle Immobilien-Investor .....	8
2.2.1. „Passive“ Institutionelle oder institutionelle Kunden .....	10
2.2.2. „Aktive“ Institutionelle .....	12
2.2.3. Weitere Investorengruppen .....	12
3. Rendite – Risiko .....	13
3.1. Rendite .....	13
3.1.1. Definitionsversuche .....	14
3.1.2. Anforderungen an Immobilienrenditekennzahlen .....	15
3.1.3. Die Bruttoanfangsrendite (auch Gross Initial Yield) .....	16
3.1.4. Die Nettoanfangsrendite (auch Net Initial Yield) .....	16
3.1.5. Die Gesamtrendite (auch Total Return) .....	17
3.1.6. Interner Zinsfuß (Internal Rate of Return, IRR) .....	18
3.1.7. Portfoliorendite .....	19
3.2. Risiko .....	20
3.2.1. Unsystematische Risiken .....	20
3.2.2. Systematische Risiken .....	21
3.2.3. Quantifizierung .....	21
3.3. Verhalten des Entscheiders in einer Risikosituation .....	23
3.3.1. Risikoaversion oder Risikoscheu .....	23
3.3.2. Risikoneutralität .....	23
3.3.3. Risikosympathie oder Risikofreude .....	23
4. Anlagestrategien .....	24
4.1. Die verschiedenen Anlagestrategien .....	24
4.1.1. Core Investments .....	28
4.1.2. Value-added Investments .....	30
4.1.3. Opportunistic Investments .....	32
5. Die Varianten der Immobilien-Investition .....	34
5.1. Die direkte Immobilien-Investition .....	36
5.1.1. Vorteile der direkten Immobilien-Investition .....	36
5.1.2. Nachteile der direkten Immobilien-Investition .....	36
5.2. Die indirekte Immobilien-Investition .....	37
5.2.2. Immobilienaktien .....	39
5.2.2.1. Definition (Immobilien-)Aktien .....	39
5.2.2.2. Bewertung von Immobilienaktien .....	40
5.2.2.3. Entwicklungen der letzten Zeit .....	40
5.2.2.4. Kurzüberblick über das Angebot in Österreich .....	42
5.2.2.5. Vor- und Nachteile von Immobilienaktien .....	43
5.2.3. Immobilien-Fonds nach dem ImmoInvFG .....	44
5.2.3.1. Definition Immobilien-Fonds .....	44
5.2.3.2. Offene Immobilien-Fonds .....	45
5.2.3.3. Immobilienspezialfonds .....	46
5.2.3.4. Fondsvermögen und -kategorien .....	46
5.2.3.5. Anteilsschein .....	47
5.2.3.6. Bewertung .....	47
5.2.3.7. Vor- und Nachteile von Immobilien-Fonds .....	48
5.2.4. „Geschlossene Immobilien-Fonds“ (Objektfonds) .....	48
5.2.4.1. Vor- und Nachteile geschlossener Immobilien-Fonds .....	49

Teil B: Versicherungsunternehmen als Immobilien-Investoren .....	50
6. Einleitung .....	50
6.1. Kapitalanlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen .....	50
6.2. Bedeutung der Versicherungszweige für die Immobilien-Anlage .....	53
6.3. Einschränkungen der Kapitalanlagetätigkeit .....	53
7. Rechnungslegung der Versicherungsunternehmen .....	55
7.1. Die versicherungstechnischen Rückstellungen .....	56
7.2. Vermögensblöcke einer Versicherung .....	57
7.2.1. Gebundenes Vermögen .....	57
7.2.2. Freies Vermögen .....	58
8. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen .....	59
8.1. Anlagegrundsätze .....	59
8.1.1. Sicherheit .....	59
8.1.2. Rentabilität .....	59
8.1.3. Liquidität .....	59
8.1.4. Mischung und Streuung .....	60
8.2. Konflikte der genannten Grundsätze und Kompromisse .....	60
9. Zulässige Vermögenswerte lt. VAG und KAVO .....	61
9.1. Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen (Fonds) .....	62
9.2. Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte .....	63
9.3. Anrechnungsgrenzen des § 3 Abs. 1 KAVO .....	63
10. Immobilienanlagen als Teil der Kapitalanlage- .....	64
Strategie .....	64
10.1. Prozess der Immobilienanlageentscheidung .....	64
10.2. Analyse des vorhandenen Immobilienbestandes und Anlageziele .....	65
10.3. Definition der Handlungsalternativen .....	67
10.4. Anlagerestriktionen .....	67
10.5. Auswahl des optimalen Portfolios .....	69
10.6. Umsetzung des Zielfortfolios .....	70
10.7. Kontrollphase .....	70
11. Schlussfolgerungen .....	71
Kurzfassung .....	73
Abbildungsverzeichnis .....	74
Verzeichnis der verwendeten Literatur: .....	75

## Abkürzungsverzeichnis

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ATX	Austrian Traded Index
CEE	Central and Eastern Europe (Mittel- und Osteuropa)
FMA	Finanzmarktaufsicht
GuV	Gewinn- und Verlustrechnung
IAS	International Accounting Standards
IATX	Immobilien ATX, Immobilien-Index der Wiener Börse
idR	in der Regel
IFRS	International Financial Reporting Standards
Immo-AG	Immobilien-Aktiengesellschaft
ImmoInvFG	Immobilien-Investmentfondsgesetz
InvFG	Investmentfondsgesetz
INREV	European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles
IRR	Internal Rate of Return
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KAVO	Verordnung der FMA über Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen
NCREIF	National Council of Real Estate Investment Fiduciaries
NAV	Net Asset Value
UGB	Unternehmensgesetzbuch
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz

## Teil A: Grundlagen

### 1. Einleitung

Kapitalveranlagung in Immobilien hat in den vergangenen Jahren mehr und mehr an Bedeutung gewonnen: die Immobilie ist endgültig zu einer fungiblen Asset – Klasse herangereift, die Bedeutung von Immobilien-Investments in ihren unterschiedlichen Ausprägungen für die Anlagepolitik von institutionellen Investoren deutlich gestiegen.

Zu den großen institutionellen Investoren zählen in Österreich die Versicherungsunternehmen. Diese veranlagen unter Berücksichtigung strikter Anlagevorschriften Kapital in verschiedenartigste Vermögenswerte, worunter sich auch Immobilien befinden. Das gesamte Kapitalanlagevolumen erreicht dabei beträchtliche Ausmaße: per 31. Dezember 2007 hatten österreichische Versicherungsunternehmen insgesamt rd. EUR 71 Milliarden<sup>1</sup> veranlagt. Was Immobilien anbelangt muss aber gleich an dieser Stelle festgehalten werden, dass diese in Relation zum jeweiligen Gesamtkapitalanlageportfolio der inländischen Versicherungsunternehmen nach wie vor nur einen sehr geringen Anteil ausmachen: meist beträgt die Immobilienquote nicht mehr als 5% oder 6% der gesamten Kapitalanlagen.

Als Angestellte im Finanzbereich eines der größten Versicherungsunternehmen dieses Landes begegnet die Autorin laufend diversen Fragestellungen im Zusammenhang mit der Kapitalveranlagung in Immobilien. Ihr Ziel war es daher, im Rahmen der vorliegenden Arbeit auf diese Fragen einzugehen.

Zu diesem Zweck wurde eine Zweiteilung gewählt: während es in Teil A um allgemeine Grundlagen wie etwa die Definition des Begriffes „Institutioneller Investor“, welche Anlagestile im Sinne eines Rendite-Risiko-Profiles es für Immobilien-Portfolios gibt, oder die verschiedenen Varianten der Immobilien-Anlage geht, befasst sich Teil B mit versicherungsspezifischen Fakten, wie etwa der Frage, wieso überhaupt Versicherungsunternehmen als Investoren auftreten, weiters mit den für sie geltenden Anlagekriterien, sowie den (aufsichts-) rechtlichen Vorgaben, die Versicherungsunternehmen im Hinblick auf ihre Anlagetätigkeit beachten müssen.

---

<sup>1</sup> vgl. Jahresbericht des Verbands der Versicherungsunternehmen Österreichs zum 31.12.2007

## 2. Der Immobilien-Investor

Wenn man über Immobilien-Investitionen sprechen will, so kommt man um eine Definition des Begriffes „Immobilien-Investor“ nicht umhin: ganz allgemein wird darunter ein Wirtschaftssubjekt verstanden, das Kapital in Immobilien veranlagt oder das Immobilienbestände hält, wobei in meisten – wenn auch nicht in allen – Fällen die Erzielung einer Rendite im Vordergrund stehen wird.<sup>2</sup>

Diese erste Definition reicht jedoch bei weitem noch nicht aus, da sich unter dem Begriff zwei Investorenklassen vereinen, die sich in vielerlei Hinsicht von einander unterscheiden: das sind einerseits die privaten Immobilien-Investoren und andererseits die institutionellen Immobilien-Investoren.

Der erste und grundlegende Unterschied zwischen den beiden besteht darin, dass es sich beim privaten Immobilien-Investor um eine private – im Sinne von natürliche – Person handelt, währenddem der institutionelle Investor eine juristische Person (welcher Ausprägung auch immer) ist. Daraus ergeben sich weitere Unterschiede, vor allem hinsichtlich der Entscheidungs- und Genehmigungsprozesse, die schlussendlich zu einem (Immobilien-)Investment führen, oder auch hinsichtlich der geltenden Risikokriterien.

Nicht zuletzt unterscheiden sich die beiden Investorenklassen auch meist aufgrund der jeweils verfügbaren und einsetzbaren Mittel und Ressourcen, der jeweiligen „Größe“ des Investors und daraus die mögliche Dimension einer Investition: denn während beispielsweise auf Aktienmärkten aufgrund der geringeren Kapitalbindung bei einzelnen Aktien auch weniger finanzstarken Teilnehmern eine Anlage möglich ist, hat auf den Immobilienmärkten die Größe eines Investors einen entscheidenden Einfluss auf die Art verfügbarer Anlagestrategien.

Bevor auf die einzelnen Investorenklassen eingegangen wird, soll im Wege nachfolgender Übersicht verdeutlicht werden, anhand welcher Kriterien sich die privaten von den institutionellen Investoren unterscheiden:

---

<sup>2</sup> In Anlehnung an Schulte, K.-W./Holzmann, W.: Investition in Immobilien in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S 24.

Attribut	Privater Investor	Institutioneller Investor	Strategische Auswirkung
<b>Größe</b>	klein	groß	<b>Institutionelle Investoren:</b> reaktionsträge/Marktmacht/finanzielle Ressourcen/Bewältigung großer Volumina <b>Private Investoren:</b> reaktionsschnell/Vorteil bei kleinen Volumina (zu illiquid, bzw. unwirtschaftlich für Institutionelle)
<b>Steuern</b>	steuerbar	teilweise steuerbar	Je nach steuerlichem Umfeld haben Investorenklassen Vorteile/Nachteile
<b>Persönliche Beteiligung</b>	oft direkt	indirekt: Arbeit durch Intermediäre	Institutionelle Investoren weichen einem direkten Mieterkontakt eher aus und beschäftigen dafür Externe.
<b>Primäres Motiv</b>	Wachstum	Kapitalerhalt	Vermeintliche Langfristigkeit institutioneller Investitionen oft nicht gegeben. Notwendiges Reporting führt zu kurzfristigem Denken.
<b>Auflagen</b>	keine	aufsichtsrechtliche Auflagen / Reporting	Private sind bei der Wahl der Investitionsform freier.
<b>Verantwortung</b>	Eigenverantwortung	Verantwortung Dritten gegenüber	Institutionelle vermeiden daher oft Risiken und damit auch die Chance auf Gewinne.
<b>Risikotoleranz</b> (1) Theorie (2) Anwendung	niedrig hoch	hoch niedrig	Institutionelle Anleger können das hohe Maß an unsystematischen Risiken einer Immobilieninvestition eher durch Diversifikation eliminieren. In der Praxis verfolgen private Investoren oft eine unverhältnismäßig risikoreiche Strategie, während sich institutionelle Anleger oft konservativer verhalten als notwendig scheint.
<b>Äußere Einflüsse</b>	unterschiedlich	unterschiedlich, Tendenz: gering	Die Sensitivität gegenüber Kräften des Umfelds steht tendenziell in umgekehrter Proportionalität zur Größe.
<b>Stil</b>	Unternehmer	Treuhänder	Private schaffen vielfach durch aggressivere Strategien Mehrwert.

Abbildung 2-1: Unterscheidungskriterien zwischen privaten und institutionellen Investoren<sup>3</sup>

Trotz aller aufgezeigten Unterschiede zwischen den beiden Investorenklassen ist eine getrennte Betrachtung der Anlagevolumina von privaten und institutionellen Investoren eigentlich nicht möglich, denn:

„Ultimately the vast majority of institutional funds are in fact linked to individual sources“<sup>4</sup>.

<sup>3</sup> Quelle: Schulte, K.-W./Holzmann, W.: Investition in Immobilien in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S 25.

<sup>4</sup> Zitat von S.E. Roulac, gefunden in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien- Investition, S. 26



Diese Aussage lässt sich sehr gut am Beispiel der Versicherungsunternehmen vergegenwärtigen, die ja im Endeffekt die Prämien ihrer Versicherungsnehmer veranlagen, oder auch anhand der Pensionskassen, welche die kollektiven Einlagen der Arbeitnehmer investieren – letztendlich stellen also institutionelle Investitionen oft gebündelte Investitionen von privaten Investoren dar<sup>5</sup>.

### **2.1. Der private Immobilien-Investor**

Der private Immobilien-Investor steht nicht im Mittelpunkt dieser Arbeit, daher erfolgt hier nur eine kurze überblicksmäßige Behandlung, die aber aus Gründen der Vollständigkeit und auch der Unterscheidung zum institutionellen Investor nicht unterbleiben sollte.

Beim privaten Immobilien-Investor handelt es sich also um eine natürliche Person. Diese verfügt über Kapital, das sie auf eigene Rechnung und auf eigenes Risiko in Immobilien investiert. In der Regel unterliegen Privatinvestoren keinen Beschränkungen hinsichtlich des Immobilientyps, jedoch mangelt es ihnen oft an ausreichenden Ressourcen zum Ankauf größerer, insbesondere gewerblicher Immobilien. Im Vordergrund des Interesses stehen daher üblicherweise die (direkte) Immobilien-Investition in Eigentumswohnungen, kleinere Wohn- und Geschäftshäuser, aber auch die Investition in Anteile an offenen Immobilien-Investmentfonds.

Hinsichtlich der direkten Immobilien-Investition ist wiederum zu unterscheiden, ob die Immobilie zur eigenen Nutzung erworben werden soll oder als Anlageobjekt<sup>6</sup>: denn während für den Eigennutzer die qualitativen Merkmale einer Immobilie (zB Wohnqualität) oder auch Aspekte der Altersvorsorge im Vordergrund stehen, wird von den Anlegern die Verzinsung ihres Investments im Wege der Vermietung bzw. der daraus resultierenden Erträge angestrebt.

Betreffend der Investitionsstrategie der Privatinvestoren war in den letzten Jahren ganz generell erkennbar, dass diese oft unter Ausnutzung besonderer Umstände (zB Zwangsversteigerungen) tendenziell den Erwerb kleinerer Objekte von geringerer

---

<sup>5</sup> vgl. Schulte, K.-W./Holzmann, W.: Investition in Immobilien in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S 26

<sup>6</sup> vgl. Brauer, Kerry-U.: Einführung in die Immobilienwirtschaft, in Brauer, Kerry-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft, S. 57

Qualität im Rahmen stark fremdfinanzierter, steuergetriebener Transaktionen anstreben und versuchten, den Wert durch Revitalisierungsmaßnahmen und besseres Management zu erhöhen. Aufgrund der aktuellen Finanz- und Wirtschaftskrise und damit einhergehend restriktiver Kreditvergabe durch Banken ist jedoch ein Rückgang von derartigen Strategien anzunehmen.

Der Nachteil, den der private gegenüber dem institutionellen Immobilien-Investor meist hat, liegt im Erkennen von Marktchancen: da es nicht zuletzt auch eine Preisfrage ist, fehlt dem Privaten daher oft der Zugang zu guten und aussagekräftigen aber eben teuren Marktinformationen und Reports.

## **2.2. Der institutionelle Immobilien-Investor**

Für den Begriff des institutionellen Investors bietet die Literatur verschiedenste Definitionen; laut jener von Gahn<sup>7</sup> lassen sich institutionelle Investoren anhand folgender Merkmale von privaten Investoren unterscheiden:

- Nicht-natürliche Personen
- Bestehen einer Organisation
- Anlagemittel in erheblicher Größenordnung
- Professionalität der Kapitalanlage

Die wichtigsten Abgrenzungsmerkmale gegenüber dem Privaten sind somit zum einen das Kriterium der juristische Person, und zum anderen das Vorliegen einer Organisation. Neben diesen beiden Kriterien ist aber auch die Kapitalanlage ein entscheidender Punkt: so definiert Walbröhl Institutionelle als juristische Personen,

„die im Sinne von Kapitalsammelstellen Gelder für Dritte professionell anlegen und verwalten, wobei die Kapitalanlagetätigkeit Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit sein kann“.<sup>8</sup>

---

<sup>7</sup> Kriterien lt. Gahn, R.: Delegiertes, S.11, Hinweis darauf gefunden in Walbröhl, V: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, S. 9

<sup>8</sup> vgl. Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger. S. 9

Institutionelle Investoren erfüllen die Funktion von Finanzintermediären, die zu einem Ausgleich von Anlage- und Finanzbedarf beitragen, indem sie Geldbeträge von originären Geldgebern gegen ein Rückzahlungsversprechen sammeln und diese idR über den Kapitalmarkt den Geldnachfragern zur Verfügung stellen bzw. sie investieren. Durch Bündelung von Kapital und Knowhow sind sie gegenüber Privatinvestoren in der Lage, Vorteile aus der Losgrößen- und Fristentransformation zu realisieren und durch die Diversifikation der eingesetzten Mittel Risikotransformation zu betreiben.<sup>9</sup>

Umgelegt auf den Immobilienbereich kann man also festhalten, dass institutionelle Immobilien-Investoren das Kapital einer Vielzahl von Einzel-Anlegern bündeln und es dann gezielt in den Erwerb und die Bewirtschaftung von Immobilien investieren.<sup>10</sup>

Da die Kapitalanlagetätigkeit der institutionellen Investoren getroffen wird, ohne die Kapitalgeber einzubeziehen, gelten für sie andere Zielsetzungen und vor allem Restriktionen als für private Anleger, insbesondere rechtlicher Natur. Im Vergleich zu den Privatinvestoren wird bei Institutionellen eine größere Sicherheits- und Renditeorientierung angenommen.

Am österreichischen Markt begegnet man etwa folgenden institutionellen Investoren:

- Kapitalanlagegesellschaften
- Immobilienfonds in unterschiedlichen Ausprägungen
- Banken
- Pensionskassen und
- Versicherungsunternehmen, denen nach Besprechung weiterer Grundlagen in Teil B ausreichend Aufmerksamkeit gewidmet wird.

In der Klasse der institutionellen Immobilien-Investoren kann man weiters zwischen den so genannten „passiven“ und den „aktiven“ Institutionellen unterscheiden, deren Kapitalanlageportfolios unterschiedliche Strukturen aufweisen: unter den passiven Institutionellen werden hierbei institutionelle Kunden verstanden, die ein gemischtes

---

<sup>9</sup> vgl. Götz, Anlageverhalten, S. 36 – 38, Hinweis darauf in Walbröhl, V: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, S. 10

<sup>10</sup> angelehnt an Brauer, Kerry-U.: Einführung in die Immobilienwirtschaft, in Brauer, Kerry-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft, S. 57

Kapitalanlageportfolio aufweisen, in dem die Immobilienanlage eine von vielen Anlageklassen darstellt. Aktive Institutionelle hingegen sind Gesellschaften, deren operative Tätigkeit in der Immobilien-Investition besteht, und deren Anlageportfolio immobilien dominiert ist, dh. ganz oder zum Großteil aus Immobilienanlagen besteht.

Nachstehende Übersicht soll zeigen, welche institutionellen Investoren über immobilien dominierte Portfolios verfügen und welche im Rahmen eines gemischten Kapitalanlageportfolios (nur) unter anderem in Immobilien investieren:

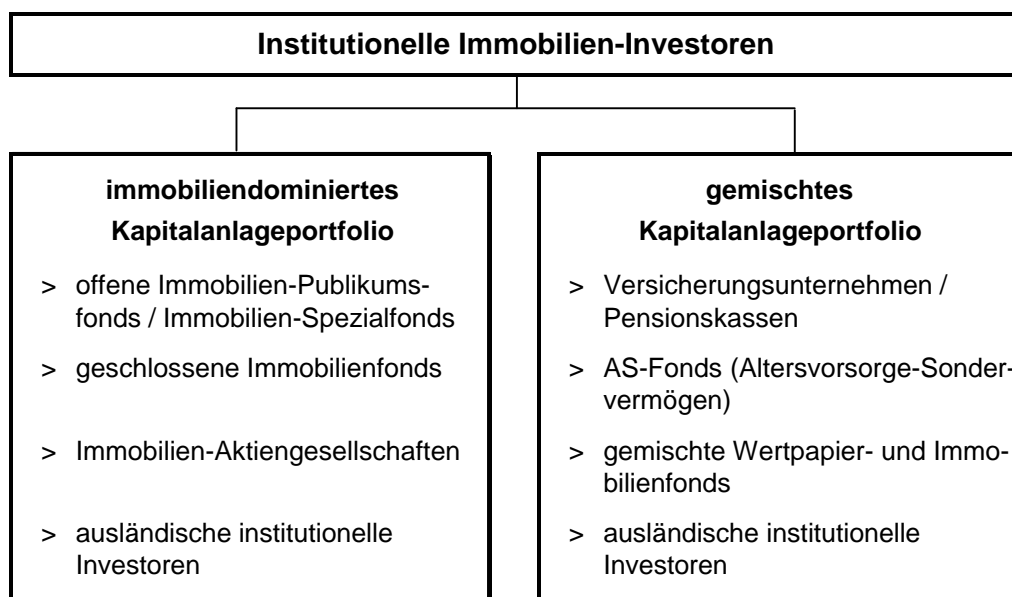


Abbildung 2-2: Unterschiedliche Portfoliostruktur bei institutionellen Investoren<sup>11</sup>

### 2.2.1. „Passive“ Institutionelle oder institutionelle Kunden

Passive Institutionelle oder institutionelle Kunden, zu denen auch die Versicherungsunternehmen zählen, nutzen Immobilien in der Regel als Kapitalanlageprodukt im Rahmen ihrer strategischen Asset-Allokation. Traditioneller Weise spielte hierbei die direkte Immobilien-Investition eine große Rolle – dies jedoch nicht immer aus immobilienwirtschaftlichen Gründen, sondern oft aus anderen betrieblichen Überlegungen heraus (eigengenutzte Liegenschaften, Standorte mit Vertriebspräsenz etc.).

---

<sup>11</sup> Quelle: Rottke, N./Schlump, P.: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Seite 43

Passive Institutionelle beteiligen sich auch gezielt an Gemeinschaftsinvestments mit anderen institutionellen Investoren mit exakt spezifizierten Investmentprofilen. Dabei bilden neben regionalen Schwerpunkten (z.B. CEE, Asien, Euro-Raum etc.) die spezifischen Nutzungsarten den Hauptaspekt: also die Frage, ob in Büro-, Einzelhandels-, Logistik-, Wohn- oder Sonderimmobilien (z.B. Krankenhäuser, Hotels etc.) investiert werden soll.

Ein weiteres Kriterium passiver Institutioneller (im Speziellen von Versicherungen) ist, dass sie über Deckungsmittel und eigene Mittel verfügen: was erstere betrifft, so sind Versicherungen im Rahmen ihrer Kapitalanlagetätigkeit an die Vorschriften des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) sowie der Kapitalanlageverordnung der Finanzmarktaufsicht (KAVO) gebunden, durch die ihnen eine grobe Anlagestrategie vorgegeben wird: demnach unterliegt die Kapitalanlage den allgemeinen Grundsätzen der Sicherheit, der Rentabilität, der Liquidität und der Mischung und Streuung (§ 1 Abs 1 KAVO).

Da die Kapitalanlage bei Versicherungsunternehmen dazu dient, zukünftige Ansprüche von Versicherungsnehmern zu decken, steht das Ziel Sicherheit und damit der Kapitalerhalt an erster Stelle, die Deckungsstockfähigkeit bzw. die Eignung eines Anlageproduktes zur Heranziehung bei der Bedeckung versicherungstechnischer Rückstellungen ist somit von großer Bedeutung (siehe Teil B, Kapitel 7.2.1); gleichzeitig darf aber nicht übersehen werden, dass wohl auch ein gewisses Maß an Liquidität zur Befriedigung entstehender Ansprüche erforderlich ist.

Die Anforderungen von Mischung und Streuung sowie die Limitierung der Fremdfinanzierung führen dazu, dass die Produkte, in die investiert wird, ein überwiegend risikoaverses Profil besitzen: sie bestehen in der Regel aus Core Investments (siehe Kapitel 4.1.1), also aus langfristig vermieteten Objekten an gängigen Investmentstandorten, gegebenenfalls ergänzt um Immobilien mit notwendigen Wertschöpfungsaktivitäten (Vermietung, Entwicklung im Bestand, Core-Plus Investments).

Indirekte Investments institutioneller Kunden folgen in der Regel festen und zwischen Investor und Investmentmanager vereinbarten Investmentprozessen, die wesentlicher Bestandteil des Anlageprofils sind.

### **2.2.2. „Aktive“ Institutionelle**

Als Beispiel für die „aktiven“ Institutionellen seien hier die Immobilien-Aktiengesellschaften (im folgenden: „Immo-AG“) näher erläutert: als Aktiengesellschaften müssen sie Verzinsungsanforderungen an ihr eingesetztes Eigenkapital erfüllen, die oberhalb der Verzinsungserwartungen passiver Institutioneller liegen. Zumeist verfügen sie über spezifische Wertschöpfungsfähigkeiten, für die sie mit den entsprechenden Ressourcen entweder selbst ausgestattet sind oder die sie im direkten Zugriff haben und die sie für ihre Investments einsetzen.

Immo-AGs sind Risikonehmer unter Einsatz ihrer Managementfähigkeiten. Sie erwerben Immobilienpakete, die sie in Folge aufschneiden, segmentieren und kleinteilig weiterverkaufen, sobald die Objekte verkaufsfertig sind – was bedeutet, dass sie voll vermietet sein und sich in marktgängigem Zustand befinden müssen. Zusätzlich betätigen sich Immo-AGs meist auch als Entwickler, sei es „auf der grünen Wiese“ oder hinsichtlich von Objekten im Bestand.

Mit diesen Fähigkeiten können Immo-AGs im Bereich der risikoärmeren indirekten Investments (Core, Core Plus – siehe Kapitel 4.1.1) als Manager oder auch als Co-Investoren mit einer asymmetrischen Rendite-Risiko-Verteilung tätig werden. Im Bereich der opportunistischen Investments können sie als Manager und/oder als Co-Investor mit gleichen Rechten agieren.<sup>12</sup>

### **2.2.3. Weitere Investorengruppen**

Wenn man den Begriff des Immobilien-Investors im Sinne eines Immobilieneigentümers interpretieren will, dann kann man noch weitere Investorengruppen am Markt identifizieren: es handelt sich dabei um Unternehmen, bei denen sich die Immobilien-Investition nicht aus einer Tätigkeit für andere ergibt, sondern aus der eigenen Geschäftstätigkeit (z.B. Wohnungsunternehmen) oder auch aus zweckgebundenem Anlageverhalten, wie etwa bei bestimmten juristischen Personen (z.B. Kirchen und Stiftungen).<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> vgl. Reul, G./von Stengel, R.: Investmentprozess in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 414

<sup>13</sup> vgl. Schulte, K.-W./Holzmann, Ch.: Investition in Immobilien in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S. 26

### **3. Rendite – Risiko**

Rendite und Risiko – das sind die beiden Kriterien, die es bei einer Immobilien-Investition im Auge zu behalten gilt. Investoren sind auf der Suche nach Rendite und Performance und erwarten sich dabei in den meisten Fällen mehr Rendite als der Markt als risikolose Verzinsung anbietet.

Zum Zusammenspiel von Rendite und Risiko kann aber ganz grundlegend gesagt werden: je höher die erwartete Rendite, desto höher auch das einzugehende Risiko, und natürlich vice versa – was bedeutet, dass es seitens der Investoren der Bereitschaft bedarf, mehr Risiko einzugehen, um auch mehr Rendite erzielen zu können. Diese wechselseitige Abhängigkeit bestimmt daher die einzelnen Anlagestrategien.

Nachfolgend soll daher auf die Begriffe Rendite und Risiko eingegangen und deren Besonderheiten erläutert werden.

#### **3.1. Rendite**

Die Rendite bzw. die Prämissen, die für ihre Berechnung herangezogen wurden, müssen immer genau definiert werden. Dies ist notwendig, da es eine Vielzahl von Renditebegriffen und auch Berechnungsvarianten gibt. Ohne eine eindeutige inhaltliche Bestimmung getroffen zu haben, ist eine Aussage über die Rendite und Vorteilhaftigkeit einer Immobilien-Investition daher weder zielführend noch aussagekräftig.

Zur Veranschaulichung folgendes Beispiel: alleine aus der Behauptung, dass eine Immobilien-Investition eine Rendite von 7 % erzielt hat, lässt sich noch nicht die Vor- oder Nachteilhaftigkeit dieser Investition beurteilen. Vielmehr müssen die dahinterliegenden Parameter bekannt sein, also welche Daten in die Berechnung eingeflossen sind: wurden Erwerbsnebenkosten berücksichtigt, Roh- oder Reinerträge angesetzt, gab es Aufwendungen für Instandsetzungen etc. Weiters ist für eine sinnvolle Beurteilung die Kenntnis des Investitionszeitraumes notwendig, sowie die Beantwortung der Frage, ob dem Ergebnis eine statische oder eine dynamische Berechnungsmethode zu Grunde liegt.

Die einzelnen Renditearten unterscheiden sich also hinsichtlich der verwendeten Datenbasis, des zeitlichen Bezugs und des Aggregationsniveaus:

So lassen sich etwa Renditen für einzelne Immobilien-Investments oder aggregierte Renditen für ganze Immobilienportfolios bestimmen. Was den zeitlichen Bezug anbelangt, können Renditen ein- oder mehrperiodig sein und sich auf Zukunft oder Vergangenheit beziehen. Auch muss – wie bereits oben angemerkt – unterschieden werden, ob es sich um eine statische, d.i. eine zeitpunktbezogene Rendite (Annahme, dass alle Zahlungen am Ende der Betrachtungsperiode anfallen, somit keine Berücksichtigung unterjähriger Zinseffekte) oder um eine dynamische Rendite, die der unterjährigen Verteilung der Zahlungszeitpunkte Rechnung trägt, handelt.

### 3.1.1. Definitionsversuche

Nach einer einheitlichen, scharfen Definition des Begriffes Rendite sucht man also vergebens. Es handelt sich um einen Begriff der Finanzmärkte, für den in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur eine verwirrende Anzahl an synonym verwendeten Bezeichnungen existieren: Ertragsrate, Kapitalverzinsung, Bruttorendite, Anfangsrendite, Cashflow-Rendite, Investment-Rendite, Rate of Return, Total Return, Netto-Anfangsrendite, Marktrendite, Spitzenrendite, Initial Yield, Return on Investment, Verzinsungssatz, interner Zinsfuß, etc.

Folgt man der Definition von Muhr, so ist die Rendite der Ergiebigkeitsgrad des investierten Kapitals, wobei der Maßstab der Gewinn bzw. die Verzinsung des durchschnittlich gebundenen Kapitals ist.

Man kann die Rendite daher lt. Muhr als Verhältnis des Gewinnes zum eingesetzten Kapital definieren; demnach braucht man also für die Ermittlung der Rendite diese beiden Parameter: Gewinn und eingesetztes Kapital, wobei aber beide entweder als Brutto- oder als Nettowerte definiert werden können. Bei Nettowerten werden nicht nur die unmittelbar mit der Immobilienanlage verbundenen Zahlungsströme, sondern auch zusätzliche Einnahmen und Ausgaben wie etwa Transaktionskosten, steuerliche Belastungen oder Vorteile mit einbezogen. Die Berechnung einer Nettorendite erfordert daher ein großes Maß an Informationen rund um das jeweilige Objekt.<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup> zum vorletzten und letzten Absatz dieser Seite vgl. Muhr, H.: Bewertung von Sonderimmobilien (TU-Skriptum 2008), S. 40 – 45.



### 3.1.2. Anforderungen an Immobilienrenditekennzahlen

Renditekennzahlen sind für Planung, Umsetzung und Kontrolle von Immobilienportfolios von großer Bedeutung. Abhängig davon, welchen Zweck die Renditeberechnung in den einzelnen Phasen erfüllt, unterscheiden sich die Anforderungen, die an die konkrete Ausgestaltung der Renditemessgröße zu stellen sind.

In der Planungsphase benötigt man Renditen einerseits für die Bestimmung der optimalen Struktur eines Portfolios und andererseits für die Festlegung des angestrebten Anteils der Immobilienanlagen an den gesamten Kapitalanlagen. Die auf Basis von Prognosedaten ermittelte Rendite fungiert hierbei als Kriterium für die zielbezogene Beurteilung von Handlungsalternativen.<sup>15</sup>

Auch in der Umsetzungsphase ist die Ermittlung von Renditekennzahlen erforderlich: wenn ein Investor bereits über ein Immobilienportfolio verfügt, so dient die Rendite-Analyse u.a. zur Feststellung, ob bzw. inwieweit das vorhandene Portfolio unter Renditegesichtspunkten vom geplanten Zielfortfolio abweicht.

Jedenfalls sollte die ermittelte Rendite möglichst umfassend den Anlageerfolg widerspiegeln; idealerweise sollte dabei die Erfassung der laufenden Erfolgsgrößen auf der Basis von Ein- und Auszahlungen erfolgen. Unter dem Aspekt der Vergleichbarkeit mit anderen Anlageklassen sollte auf den Anlageerfolg einer Periode, zB eines Jahres, abgestellt werden, da sich auf der Grundlage von Jahresrenditen die Renditeentwicklung der Immobilien-/Portfolios im Zeitablauf darstellen lässt. Auch sollten Renditen für alle Immobilienanlagen in einem Portfolio nach dem gleichen, einheitlichen Schema und regelmäßig berechnet werden.

Nachfolgend sollen gängige Renditebegriffe im Zusammenhang mit direkten Immobilien-Investments erläutert werden. Es handelt sich hierbei um einperiodige Renditen (d.h. sie beziehen sich hier auf den Zeitraum eines Jahres) unter der Prämisse der Eigenfinanzierung und ohne Berücksichtigung steuerlicher Aspekte, die sich in statische und dynamische Renditen unterscheiden lassen:

---

<sup>15</sup> vgl. Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, S. 86

### 3.1.3. Die Bruttoanfangsrendite (auch Gross Initial Yield)

Die Bruttoanfangsrendite ist – zumindest für Erst-Einschätzungen – eine sehr häufig verwendete Kenngröße bei direkten Immobilieninvestitionen. Sie ist eine statische Rendite und stellt das Verhältnis der anfänglichen Miete (d.h. der Mieteinnahmen im ersten Jahr) zum Kaufpreis der Immobilie dar.

$$\text{Bruttoanfangsrendite} = \frac{\text{Mieteinnahmen des 1. Jahres}}{\text{Kaufpreis}}$$

Die Bruttoanfangsrendite berücksichtigt jedoch weder Anschaffungsnebenkosten noch nicht umlagefähige Betriebskosten, Verwaltungskosten oder auch eine Instandhaltungsrücklage – als Entscheidungskriterium ist sie daher nur sehr bedingt heranziehbar.

### 3.1.4. Die Nettoanfangsrendite (auch Net Initial Yield)

Auch hierbei handelt es sich um eine statische Rendite. Im Gegensatz zur Bruttoanfangsrendite werden hier aber Transaktionskosten und nicht umlegbare Bewirtschaftungskosten in die Berechnung einbezogen – die Nettoanfangsrendite eignet sich daher als entscheidungsrelevante Größe sicherlich schon um einiges besser als die Bruttoanfangsrendite und lässt sich mithilfe folgender Berechnungsformel ermitteln:

$$\text{Nettoanfangsrendite} = \frac{\text{Mieteinnahmen} - \text{nicht umlegbare Bewirtschaftungskosten}}{\text{Kaufpreis} + \text{Transaktionskosten}}$$

Den beiden beschriebenen Anfangsrenditen ist eines gemein: es handelt sich bei beiden um einfach ermittelbare Größen – ihre Aussagekraft darf jedoch angezweifelt werden, da die Brutto- wie die Nettoanfangsrenditen nur die laufenden Cashflows aus der ersten Periode berücksichtigt, nicht aber die erwarteten bzw. zu erwartenden Änderungen dieser Cashflows oder auch Wertänderungen der Immobilie über die Dauer des Investitionszeitraumes.

Daher braucht es für die Beurteilung eines Investments eine weitere Kenngröße, in der alle diese Kriterien erfasst sind: die so genannte Gesamrendite.

### 3.1.5. Die Gesamtrendite (auch Total Return)

Die Gesamtrendite berücksichtigt alle erfolgsrelevanten Faktoren eines Immobilien-Investments. So werden bei ihrer Ermittlung neben den laufenden Erfolgsgrößen der Periode auch Wertänderungen einbezogen.

Die Gesamtrendite setzt sich demnach aus zwei Teilelementen zusammen:

- aus der Netto-Cashflow-Rendite (das ist die laufende Rendite aus den jährlichen Mieteinnahmen des Objekts abzüglich nicht umlegbarer Bewirtschaftungskosten im Verhältnis zur Kapitalbindung),
- und aus der so genannten Wertänderungsrendite (Marktwertänderungen, bereinigt um Nachinvestitionen, im Verhältnis zur Kapitalbindung). Die Wertänderung kann hierbei erst durch Verkauf des Objekts „sichtbar“ gemacht werden.

Die einperiodige Gesamtrendite kann auf Basis folgender Formeln errechnet werden. Dabei ist es grundsätzlich unerheblich, ob die Gesamtrendite auf Basis eines einzelnen Objekts auf Basis eines aggregierten Immobilienbestandes auf (Teil-)Portfolioebene berechnet wird:<sup>16</sup>

$$\text{Gesamtrendite} = \frac{V(t) - V(t - 1) - I + NM}{V(t - 1) + 1/2 I - 1/2 NM}$$

V	= Verkehrswert einer Immobilie bzw. eines -portfolios
I	= Mittelfluss aus werterhöhenden Investitionen
NM	= Saldo des Mittelflusses aus Netto-Mieteinnahmen, d.h. Mieteinnahmen abzüglich nicht umgelegte Bewirtschaftungskosten

Da bei der Planung eines Immobilienportfolios nicht nur einperiodige, ausschnitt-hafte Betrachtungen herangezogen werden sollten, sind die einzelnen erwarteten Gesamtrenditen zu einer einzigen erwarteten durchschnittlichen Periodenrendite zusammenzuführen: die einperiodigen Gesamtrenditen sind vorab für verschiedene zukünftige Perioden zu ermitteln. Aus den so entstandenen Zeitreihen kann dann eine durchschnittliche Rendite über den gesamten Zeitraum berechnet werden, dies entweder durch Errechnung des arithmetischen oder des geometrischen Mittels.

---

<sup>16</sup> vgl. Thomas, M./Wellner, K.: Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 88

### 3.1.6. Interner Zinsfuß (Internal Rate of Return, IRR)

Beim internen Zinsfuß handelt es sich um eine so genannte dynamische Rendite, d.h. bei seiner Berechnung wird der zeitliche Anfall unterjähriger Mittelzu- und Mittelabflüsse berücksichtigt. Er entspricht jenem Zinssatz, bei dessen Verwendung die Summe der diskontierten Zahlungsströme (Kapitalwert) einer Investition gleich null wird, und drückt somit die durchschnittliche Verzinsung des in einem Investitionsobjekt gebundenen Kapitals aus.<sup>17</sup>

Anders formuliert stellt der interne Zinsfuß jene Mindestverzinsung dar, bei der aus einer Investition keine Verluste entstehen.

Bei der Investitionsentscheidungen wird die IRR einem unabhängigen, geforderten Mindestzinssatz (z.B. Zins auf dem Kapitalmarkt, hurdle rate etc.) gegenübergestellt bzw. bei der Priorisierung verschiedener Investitionsmöglichkeiten verwendet.

Der interne Zinsfuß lässt sich grundsätzlich aus der Kapitalwertformel herleiten, in dem die Gleichung gleich null gesetzt und nach dem gesuchten Zinsfuß  $i$  aufgelöst wird:

$$KW = -I + \sum_{t=1}^T \frac{C_t}{(1+i)^t} = 0$$

KW	= Kapitalwert
I	= Anfangsinvestition
$C_t$	= Cash Flows zu Zeitpunkt $t$
$i$	= interner Zinsfuß

Die Anwendung der IRR-Methode ist jedoch nicht unproblematisch, da zum einen bei mehr als zwei Zahlungszeitpunkten zur Auflösung der Formel nach dem internen Zinsfuß die Anwendung eines Iterationsverfahrens erforderlich ist. Zum anderen liegt ihr die Annahme der Wiederveranlagung während der Laufzeit freigesetzter liquider Mittel (z.B. Mieterträge oder Veräußerungserlöse, etc) zu dem noch unbekannte internen Zinsfuß zugrunde.

---

<sup>17</sup> Definition laut <http://www.wirtschaftslexikon24.net/d/interner-zinsfuss/interner-zinsfuss.htm>

### 3.1.7. Portfoliorendite<sup>18</sup>

Um einen Vergleich von Immobilienrenditen auf Portfolioebene zu ermöglichen, müssen Renditen einzelner Objekte/Anlagen durch die Berechnung durchschnittlicher Portfoliorenditen aggregiert werden.

Auf diese Weise können Renditen für einzelne Segmente des Immobilienmarktes (z.B. Segment „Büroimmobilien“ etc.) oder für bestehende Portfolios berechnet werden. Die Ermittlung von Durchschnittsrenditen für einzelne Segmente bildet eine wichtige Grundlage für die Planung der Struktur eines Immobilienportfolios und die Analyse des Bestandes. Die Aggregation dient auch der Ermittlung der Rendite eines Gesamt-Immobilienportfolios und ermöglicht einen Vergleich mit konkurrierenden Anlageformen, sowie eine Beurteilung anhand von Benchmarks.

Die durchschnittliche Portfoliorendite wird ermittelt, indem man die durchschnittlichen Einzelobjektrenditen anhand des wertmäßigen Anteils eines Anlageobjekts am Portfolio gewichtet. „Wertmäßiger Anteil“ meint dabei den jeweiligen Anteil des Verkehrswertes eines Objekts an der Summe der Verkehrswerte im Gesamtportfolio.

Dazu folgendes bewusst einfach gehaltenes Beispiel anhand eines fiktiven Portfolios, bestehend aus Anlageobjekt A mit einer Rendite von 5,89% und B mit einer Rendite von 2,29%:

Anteil A	Anteil B	Portfoliorendite
100%	0%	5,80%
90%	10%	5,45%
80%	20%	5,10%
70%	30%	4,75%
60%	40%	4,40%
50%	50%	4,05%
40%	60%	3,69%
30%	70%	3,34%
20%	80%	2,99%
10%	90%	2,64%
0%	100%	2,29%

Abbildung 3-1: Renditekombinationen<sup>19</sup>

---

<sup>18</sup> vgl. Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, S. 113

<sup>19</sup> Quelle: Thomas, M./Wellner, K.: Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien – Portfoliomanagement, S 93.

### **3.2. Risiko**

Auch hier erweist sich die Suche nach einer einheitlichen Definition als schwierig. Allgemein kann Risiko aber verstanden werden als jede Möglichkeit des Abweichens von geplanten Größen<sup>20</sup>. Dabei ist zu unterscheiden in Ungewissheit, die sich jeglicher Quantifizierung entzieht und daher völlige Unkenntnis hinsichtlich zukünftiger Entwicklungen bedeutet, und Risiko im engeren Sinne, das messbar ist, da es objektive oder zumindest subjektive Wahrscheinlichkeiten für dessen Eintreten gibt. Dieses (Gesamt-) Risiko kann in unsystematische und systematische Risiken unterteilt werden:

#### **3.2.1. Unsystematische Risiken<sup>21</sup>**

Das sind Risiken, die aus einem Objekt selbst oder aus den Beziehungen zwischen Vertragspartnern entstehen und nicht im Zusammenhang mit übergeordneten Risiken stehen.

Als Beispiele für Objekttrisiken seien genannt:

- das Kapitalstrukturrisiko: Eigenkapital – Fremdkapital – Leverage Effekt
- das Bewertungsrisiko
- das Erstellungsrisiko
- das Verwertungsrisiko
- das Know-How-Risiko
- das Beratungsrisiko

Für Geschäftspartnerrisiken können folgende Beispiele genannt werden:

- das Bonitätsrisiko
- das Risiko des Kreditausfalles
- das Liquiditätsrisiko
- das Managementrisiko

---

<sup>20</sup> vgl. Wüstfeld, H.: Strategische Asset-Allokation in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 71

<sup>21</sup> vgl. Muhr, H.: Bewertung von Sonderimmobilien (TU-Skriptum 2008), S. 46

### 3.2.2. Systematische Risiken

Sie basieren auf Einflüssen konjunktureller, monetärer oder politischer Veränderungen, die nicht nur ein einzelnes Objekt, sondern die Gesamtheit der jeweiligen Anlagekategorie betreffen. Diese Faktoren sind Ausfluss volkswirtschaftlicher Gegebenheiten und als solche schwer prognostizierbar. Durch Diversifikation lassen sich diese Risiken jedoch weitgehend beherrschen.

Beispiele für systematische Risiken sind etwa<sup>22</sup>:

- das Konjunkturrisiko
- das Wertänderungsrisiko
- das Zinsänderungsrisiko
- das Währungsrisiko
- das Konvertierungs- und Transferrisiko

### 3.2.3. Quantifizierung

Zur Quantifizierung von Risiken unterscheidet man diverse Risikomaße – das meist verwendete davon ist die Volatilität (d.i. ein Maß für die Schwankungsbreite der Rendite): Je höher die Volatilität, desto höher ist auch das Risiko des jeweiligen Investments, da die Renditen sowohl nach oben als auch nach unten stärker streuen – und somit Prognosen nur schwer möglich sind.<sup>23</sup>

Aufgrund der Besonderheit der Immobilienmärkte ist es jedoch sehr schwierig, das Risiko nur über eine einzige quantitative statistische Kennzahl zu definieren, da dies die Gefahr der Vereinfachung und folglich einer nicht unerheblichen Unschärfe der Ergebnisse birgt. Undifferenziert angewandte statistische Verfahren führen trotz hohen Rechenaufwands meist nur zu bedingt verwendbaren Ergebnissen – für die Praxis empfiehlt sich daher die Verwendung einfacherer wie überschaubarer Verfahren, die idR auf Kombination von zwei Ansätzen bestehen: der Risikoklassifizierung, und der Sensitivitäts- und Szenarioanalyse.

---

<sup>22</sup> vgl. Muhr, H.: Bewertung von Sonderimmobilien (TU-Skriptum 2008), S. 45

<sup>23</sup> ebenda, S. 46

Bei der Klassifizierung erfolgt eine Einordnung des Immobilien-Investments in eine bestimmte Kategorie, das Risiko kann durch den Abgleich mit einer mehr oder weniger exakt definierten qualitativen und quantitativen Bestimmungsgröße im Zuge einer Art Scoring-Modell bestimmt werden. Als gutes Beispiel hierfür dient die Klassifizierung von Investments oder Portfolios in Kategorien wie Core, Value-added oder Opportunistic: die Grenzen zwischen den einzelnen Kategorien werden hierbei weniger durch explizit formulierte Risikokennzahlen gezogen, als durch spezifische Charakteristika, die den einzelnen Gruppen zugeordnet werden können. Auf die einzelnen genannten Kategorien wird im Rahmen der Besprechung der einzelnen Anlagestrategien in Kapitel 4 eingegangen.

Neben der Einteilung in Kategorien für die Risikoeinschätzung können als zweiter Baustein Sensitivitätsanalysen und Szenariorechnungen für eine stärker quantitativ ausgeprägte Analyse herangezogen werden:

Mithilfe der Sensitivitätsanalyse wird der Einfluss eines Risikofaktors auf die Gesamtperformance eines Investments bei Konstanz aller übrigen Faktoren untersucht, bei der Szenariorechnung hingegen werden Szenarios mit verschiedenen Annahmen bezüglich der einzelnen Risikofaktoren gerechnet und das Ergebnis des Investments bei unterschiedlichen Umwelteinflüssen dargestellt. Aussagen hinsichtlich der Streuung der Rendite in den diversen Szenarios bezogen auf einen oder mehrere Risikofaktoren erlauben sodann auch eine quantitative Einschätzung des Risikos.<sup>24</sup>

Im Rahmen der Asset – Allokationsentscheidung wird das Risiko dann letztendlich durch die Auswahl eines für den Investor akzeptablen und vertretbaren Risikolevels berücksichtigt. Dieses wird idR nicht nur an einer einzelnen Risikokenngröße orientiert sein, sondern sowohl eine Klassifizierung anhand ausgewählter Kriterien, zulässige Schwankungen bezogen auf die einzelnen Risikofaktoren, sowie Ergebnisbandbreiten, die sich aus diversen Szenariorechnungen ergeben, umfassen. Daraus abgeleitet ergeben sich einzelne Kennwerte bezüglich des akzeptierten Risikos für diverse Risikofaktoren.

---

<sup>24</sup> vgl. Wüstfeld, H.: Strategische Asset-Allokation in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 73



### **3.3. Verhalten des Entscheiders in einer Risikosituation<sup>25</sup>**

Die Entscheidungstheorie unterscheidet das Verhalten eines Entscheiders in Anbetracht einer Risikosituation in risikoaverses, risikoneutrales und risikofreudiges Verhalten. Diese Verhaltensarten definieren sich wie folgt:

#### **3.3.1. Risikoaversion oder Risikoscheu**

In diesem Fall bevorzugt ein Entscheider bei der Wahl zwischen mehreren Alternativen mit gleichem Erwartungswert (= Eintrittswahrscheinlichkeit x Höhe des Nutzens) diejenige Alternative, die das geringste Risiko mit sich bringt. Es wird also ein möglichst sicherer Gewinn angestrebt, auch wenn dieser klein ausfällt.

#### **3.3.2. Risikoneutralität**

Die Risikoneutralität beschreibt einen Entscheider, der hinsichtlich des Risikos indifferent ist, dh er trifft seine Entscheidung allein auf Basis des Erwartungswerts, ohne das Risiko in diese Entscheidung einzubeziehen.

#### **3.3.3. Risikosympathie oder Risikofreude**

In dieser Variante wird ein Entscheider bei der Wahl zwischen mehreren Alternativen diejenige bevorzugen, die das höchste Risiko, aber damit auch den höchsten Gewinn mit sich bringt. Man könnte also sagen, dass der risikofreudige Entscheider einen möglichst hohen Gewinn bevorzugt, auch wenn es unsicher ist, ob dieser dann auch tatsächlich realisiert werden kann.

---

<sup>25</sup> vgl. Dettelbacher, U.: Risikomanagement und Exit-Strategien (TU Skriptum 2008), S. 10

## 4. Anlagestrategien

Immobilien weisen durch ihre spezifischen Charakteristika, wie Lage, Zustand oder Art der Nutzung, aber auch Auslastung, Mieterstruktur und Finanzierungstechniken ganz unterschiedliche Risiko-Rendite-Profile auf. Aus diesen Merkmalen können verschiedene Anlagestrategien für Immobilien-Portfolios abgeleitet werden.

Nachfolgend soll dargestellt werden, in welche Kategorien sich diese Anlagestrategien einteilen lassen bzw. auf welchen Kriterien sie beruhen.

### ***4.1. Die verschiedenen Anlagestrategien***

Der Erfolg eines Portfolios wird idR relativ zu einem Benchmark-Portfolio beurteilt. Bei näherer Betrachtung reicht jedoch das Übertreffen einer beliebigen Benchmark nicht aus, um von einem Anlageerfolg sprechen zu können. Vielmehr ist zu untersuchen, wie viel Risiko eingegangen werden muss oder musste, um die jeweilige Rendite zu erwirtschaften.<sup>26</sup>

Es ist demnach nicht ausreichend, besser als der Marktdurchschnitt gewesen zu sein, wenn hierfür ein hochspekulatives Investment getätigt werden musste. Passende Vergleiche können sinnvoller Weise daher nur anhand von Benchmarks vorgenommen werden, die einen annähernd gleichen Risikograd repräsentieren. Im Immobilienbereich besteht die Schwierigkeit darin, geeignete Benchmarks zu identifizieren.

An den Immobilienmärkten, die sich traditioneller Weise eher intransparent und fragmentiert darstellen, herrschte lange Zeit wenig Einigkeit über Attribute, die Anlagestrategien voneinander unterscheidbar machen. So erlauben die meisten Performanceindices eine Charakterisierung und Unterscheidung nach Typologie, geographischer Lage, Leerstand, Größe, Wert und Baujahr. Eine kohärente Definition von Investitionsstilen oder entsprechende Indizes wurden bislang jedoch noch nicht erschaffen.

---

<sup>26</sup> vgl. Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 46

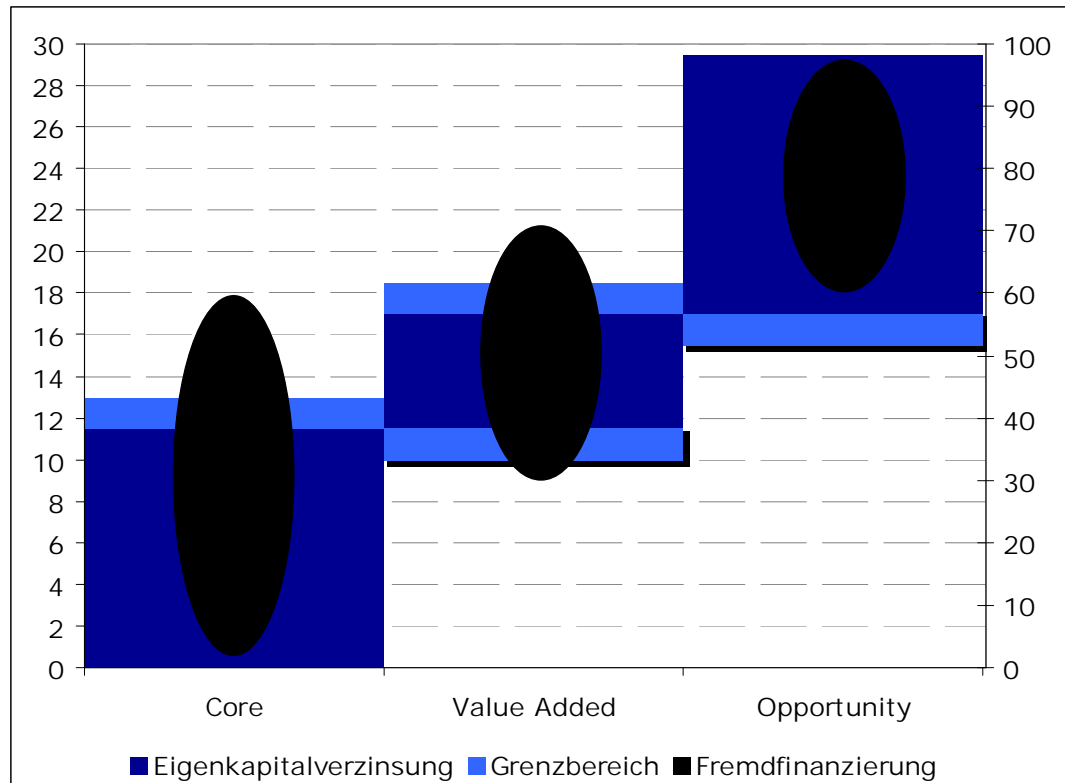
Organisationen wie das National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) und die European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) arbeiten darauf hin, Klarheit zu schaffen, indem einheitliche Standards etabliert und somit Wege für entsprechende Indices geebnet werden sollen. Im nordamerikanischen Raum herrscht ein Grundkonsens hinsichtlich folgender Begriffe oder ihrer Synonyme, die nunmehr auch Verwendung im europäischen Bereich finden:

- Core bzw. Balanced Investment
- Core-plus bzw. Enhanced Core Investment
- Value-added Investment
- Opportunistic Investment

Diese Einteilung entspricht dem erzielbaren Rendite-Risiko-Profil von Immobilien-Investments, beginnend bei der Kategorie Core, die sich durch geringes Risiko aber auch niedrige Renditen auszeichnet. Grad des eingegangenen Risikos, aber auch Rendite steigt sodann von Kategorie zu Kategorie an.

Die Abgrenzung zwischen Core-plus und Value-added ist ein sehr schmaler Grad, eine Vielzahl an Einteilungen unterscheidet deshalb nicht zwischen diesen beiden Stufen. Andere Einteilungen wiederum führen zwischen Core und Core-plus bzw. Value-added die Kategorie Core-listed (öffentlich gehandelte Immobilien-Wertpapiere), und wiederum andere eine Kategorie Development, die sie unabhängig vom Vorvermietungsstand oder anderen wichtigen Charakteristika neben, über oder unter Opportunistic ansiedeln.

Für die weiteren Ausführungen soll den Definitionen des NCREIF und der INREV gefolgt werden, die auf die Kategorie Core-plus verzichten und eine dreistufige Einteilung wählen, die sich wie folgt darstellen lässt:



	Core	Value-added	Opportunity
allgemeine Beschreibung	niedriges Risiko, niedrige Rendite	mittleres Risiko, mittlere Rendite	hohes Risiko, hohe Rendite
Eigenkapitalverzinsung	< 11,5 %	> 11,5 % und < 17 %	> 17 %
Grenzbereich	> 10 % und < 13 %	> 15,5 % und < 18,5 %	
Fremdfinanzierung	< 60 %	> 30 % und < 70 %	> 60 %

Abbildung 4-1: Grafische Darstellung der Klassifizierungskriterien nach INREV <sup>27</sup>

Als eindeutigste Unterscheidungskriterien zwischen den einzelnen Anlagestrategien gelten demnach zum einen die als IRR gemessene prognostizierte Eigenkapitalverzinsung und andererseits der Fremdfinanzierungsgrad im Sinne einer Loan-to-Value Ratio:

Die IRR ist hierbei als Eigenkapitalrendite nach Steuern, vor Abzug eventueller Managementgebühren und unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierung zu verstehen,<sup>28</sup> und ihre Höhe von sehr großer Bedeutung – und zwar aus dem einfachen Grund, da sie eine Kompensation für das eingegangene Risiko darstellt und sich ein

<sup>27</sup> vgl. Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 48

<sup>28</sup> ebenda, S. 49

Investor sicherlich nur durch eine angemessen hohe IRR zur Übernahme eines höheren Risikos motivieren wird können (oder wollen).

Auch der Verschuldungsgrad stellt ein sehr wichtiges Kriterium dar: ein hoher Fremdkapitalanteil kann zwar die Rendite erheblich verbessern (Leverage Effekt), ist jedoch andererseits auch mit einem deutlich erhöhten Risiko verbunden.

In Anlehnung an NCREIF und INREV kommen folgende Kriterien zur Anwendung, anhand derer eine objektivere Charakterisierung ermöglichen und eine Einteilung der Risikoklasse erleichtern sollen<sup>29</sup>:

- Prognostizierte Eigenkapitalverzinsung
- Fondsgröße (sowohl Anzahl der Investments als auch Anlagevolumen)
- Entscheidungsprozesse
- Einsatz von Fremdkapital/Verschuldungsgrad
- Andere Anlageklassen innerhalb des Portfolios
- typologische Diversifizierung
- geografische Diversifizierung
- Lebenszyklus und Bauzustand
- Besitzstruktur
- Industriediversifizierung
- Mietvertragslaufzeiten
- Vermietungsstand

Im Gegensatz zu den Wertpapiermärkten sind diese Kriterien also weniger auf quantitative Daten bezogen als vielmehr auf qualitative Elemente (Qualität des Objekts selbst, sowie des Mietvertrags) sowie die angewendeten Investitions- und Finanzierungsparameter.

---

<sup>29</sup> vgl. Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 49

Nachfolgend wird auf die einzelnen Anlagestrategien eingegangen:

#### **4.1.1. Core Investments**

Core Investments können generell als langfristige, risikoarme Investitionen mit stabilen Renditen in liquiden Märkten zusammengefasst werden. Kennzeichnend für diese Strategie ist vor allem, dass es sich bei den Investitionsobjekten um qualitativ hochwertige Immobilien handelt, die einem der Standardtypen wie z.B. Büro, Einzelhandel oder Wohnen angehören. Weitere Charakteristika sind vor allem ein gemäßigter bzw. teilweise nicht vorhandener Verschuldungsgrad, sowie eine relativ niedrige Eigenkapitalverzinsung. Des Weiteren hält der Investor meist das alleinige Eigentum am jeweiligen Objekt, Joint Venture-Konstruktionen kommen nur im absoluten Ausnahmefall zur Anwendung.

Da die Erzielung langfristiger, stabiler Cashflows und die Option auf eine solide Wertentwicklung im Vordergrund stehen, wird in der Regel bei Core Investments in moderne Objekte in ökonomisch etablierte Standorte investiert, die sich durch sehr gute Lage, sehr geringen Leerstand und langfristige Mietverträge auszeichnen.

Umgelegt auf ein Portfolio legt das NCREIF fest, dass ein Core-Portfolio überwiegend Objekte enthält, das von oben genannten Attributen dominiert ist. Das Portfolio sollte in seiner Gesamtheit sowohl ein geringes Vermietungsrisiko, als auch eine niedrige Fremdkapitalverzinsung aufweisen; es ist aber durchaus möglich, einen kleinen Anteil von Non-Core-Objekten ins Portfolio aufzunehmen.

Daraus resultiert für ein Core-Portfolio, dass der Großteil der Rendite durch laufendes Einkommen generiert wird und lediglich ein geringer Teil auf Wertsteigerungen basiert. Diversifizierte Mieterstruktur, entsprechende Bonität der Mieter und laufende Einnahmen aus den langfristigen Mietverträgen gewährleisten einen sicheren Kapitalfluss, durch den sich die Volatilität von Core-Portfolios auf einem relativ niedrigen Niveau bewegt.

Die einzelnen Kriterien, die ein Core Investment ausmachen, sind in folgender Übersicht dargestellt:

<b>Typologie und physische Charakteristika</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Herkömmliche Immobilientypen mit Wettbewerbsstandard (Büro, Einzelhandel, Wohnen, Industrieimmobilien)</li> <li>• hohe typologische und geografische Diversifikation.</li> </ul>
<b>Mieterbasis (Qualität und Dauer)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• hohe Anzahl an Mietern mit hoher Bonität</li> <li>• hohe Mieter-Diversifikation</li> <li>• gestaffelte Mietverträge zu Marktmieten</li> <li>• hohes Vermietungsniveau und langfristige Mietverträge (10 – 15 Jahre)</li> </ul>
<b>Marktbedingungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• überregionale Immobilienmärkte (Hochburgen)</li> <li>• regionale Märkte mit USP in bestimmten Immobilientypen</li> <li>• Top-Lagen, jeweiliger Citykern</li> <li>• hohe Liquidität</li> </ul>
<b>Einkommens- und Verkaufsgewinnanteil</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• substanzielles Einkommen, geringe Wertsteigerung: 80/20</li> <li>• geringe Volatilität</li> </ul>
<b>Kapitalstruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 0 – 60% Leverage, EK-orientiert (Versicherungen, offene Fonds)</li> <li>• Kapitalstruktur erlaubt nahezu uneingeschränkte Kontrolle</li> </ul>
<b>Eigentümerkompetenz (Management und Vermietung)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• meist im Besitz des Eigentümers</li> <li>• Joint Ventures nur bei Komplexität oder Größe</li> <li>• hohe Erfahrung in Vermietung</li> </ul>
<b>Risikograd der Investition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• sehr geringes Risiko aufgrund von hohem Einkommen und Lage</li> </ul>
<b>Portfolioebene</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• hauptsächlich Core-Immobilien</li> <li>• kleiner Anteil von Non-Core-Immobilien</li> <li>• insgesamt niedrige Fremdfinanzierung und stabile Mieterbasis</li> <li>• substanzielles Einkommen, Wertsteigerungen und Volatilität gering</li> </ul>

Abbildung 4-2: Kennzeichen einer Core Strategie<sup>30</sup>

<sup>30</sup> Quelle: Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 50

#### 4.1.2. Value-added Investments

Die Besonderheit von Value-added Investments liegt darin, dass Investitionen in risikoreichere Objekte getätigt werden, deren Kapitalrückfluss zum Großteil aus einer Wertsteigerung resultiert und nur teilweise aus laufenden Einnahmen. Sie weisen eine moderate Volatilität auf und/oder fallen aktuell nicht unter die Kategorie Core-Investments. Der Investor erwartet sich aufgrund des höheren eingegangenen oder einzugehenden Risiko auch eine höhere Rendite.

Was die Investitionsobjekte anbelangt ist charakteristisch, dass sich diese in der Regel in B- und Nebenlagen befinden, mit Problemen baulicher, management-spezifischer oder finanzieller Natur behaftet sind und sie häufig am Beginn oder am Ende ihres Lebenszyklus stehen. Auch werden geringere Mieterqualität und deutlich niedrigere Vermietungsquoten akzeptiert: der Leerstand liegt oft zwischen 40% und sogar 85%. Die Zielobjekte müssen nicht zwingend einem Standardimmobilientyp (Büro, Wohnen, Einzelhandel) angehören, sondern können auch sg. Spezialimmobilien (Hotels, Seniorenresidenzen, etc) sein.

Die für die Value-added Kategorie typischen Risiken liegen etwa in einer geringen Mieterdiversifikation und in Klumpenrisiken, die sich aus gleichzeitig auslaufenden Mietverträgen und Leerstandsdaten ergeben können. Auch der Fremdkapitalanteil von bis zu 75% birgt in Kombination mit der geringen Liquidität der Objekte ein gewisses Risiko.

Im Gegensatz zur Core-Kategorie werden hier durchaus Joint-Ventures eingegangen, die neben der finanziellen Risikoteilung optimalerweise auch den Vorteil der bestmöglichen Nutzung des Know-hows der Beteiligten bietet.

Was Value-added Portfolios anbelangt, so findet man in ihnen einen Mix aus Core- und Non-Core-Objekten, die einen weniger sicheren Kapitalfluss bieten. Ein deutlicher Fremdkapitalanteil ist eben so charakteristisch wie ein gewisses Vermietungsrisiko und eine geringere Risikostreuung (geografisch wie typologisch).

Die maßgeblichen Kriterien von Value-added Investments sind wiederum in einer Übersicht zusammengefasst:



<b>Typologie und physische Charakteristika</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Zusätzlich zu Core: Hotel, Seniorenresidenzen, Logistikimmobilien</li> <li>• Sanierungskosten notwendig</li> <li>• geringe typologische und geografische Diversifikation.</li> </ul>
<b>Mieterbasis (Qualität und Dauer)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• geringere Anzahl an Mietern mit hoher Bonität</li> <li>• Klumpenrisiken in Mietvertragslaufzeiten und Mietern</li> <li>• Mietverträge substanziell über Marktmieten</li> <li>• Vermietung auf Marktniveau oder darunter (&gt;25% Leerstand)</li> <li>• kurz- bis mittelfristige Mietverträge (5 – 10 Jahre)</li> </ul>
<b>Marktbedingungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• B-Lagen in überregionalen Immobilienmärkten (Hochburgen)</li> <li>• Top-Lagen in mittelgroßen regionalen Märkten</li> <li>• Märkte mit sich erholenden Ungleichgewichten</li> <li>• geringere Liquidität</li> </ul>
<b>Einkommens- und Verkaufsgewinnanteil</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• geringeres Einkommen und höheres Wertsteigerungspotenzial: 40/60</li> <li>• moderate Volatilität</li> </ul>
<b>Kapitalstruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 30 – 70% Fremdfinanzierung</li> <li>• substanzielle Fremdbestimmung durch Dritte: Banken, Partner</li> <li>• unbesicherte Positionen</li> </ul>
<b>Eigentümerkompetenz (Management und Vermietung)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• vornehmlich Joint Ventures</li> <li>• motiviertes Management mit anreizkompatiblen Verträgen</li> <li>• Erfahrung im Turnaround-Bereich</li> </ul>
<b>Risikograd der Investition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• höheres Risiko, da geringeres Einkommen und schlechtere Lage</li> </ul>
<b>Portfolioebene</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Core-Objekte gemischt mit Non-Core-Objekten</li> <li>• insgesamt schwächere Mieterbasis und erhebliche Fremdfinanzierung</li> <li>• signifikantes Wertsteigerungspotenzial, geringeres Einkommen bei moderater Volatilität</li> </ul>

Abbildung 4-3: Kennzeichen einer Value-added Strategie<sup>31</sup>

<sup>31</sup> Quelle: Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 52

### 4.1.3. Opportunistic Investments

Die opportunistische Investitionsstrategie liegt „am oberen Ende der Risikokurve“<sup>32</sup>: sie zielt konkret auf das Ausnutzen von Notlagen, Immobilienzyklen, Marktineffizienzen u.ä. ab, durch die ein günstiger Erwerb von Immobilien oder gar ganzen Portfolios möglich wird.

Der Kapitalrückfluss bei solchen Investitionen stammt zum Großteil aus Wertzuwächsen und nur zu einem geringen Teil aus laufender Bewirtschaftung oder weist eine hohe Volatilität auf. Der Grund dafür liegt vor allem an den Investitionsobjekten und -märkten: so sind die Objekte in weniger attraktiven Nebenlagen belegen, deren Marktentwicklung nicht absehbar ist, und befinden sich sehr häufig noch im Entwicklungsstadium oder in einer Situation zwingend notwendiger Revitalisierung. Das Vermietungsrisiko ist sehr hoch, da in der Regel zum einen die Vermietungsquote sehr gering ist (in Einzelfällen geht sie sogar gegen null) und die bestehenden Mietverträge wenig gestreut sind und zeitnah auslaufen. Sichere Einnahmen können hier daher nicht gewährleistet werden.

Wie bei Value-added-Investitionen auch begegnet man hier sehr oft Joint Venture-Strukturen, die einen hohen Grad an Fremd-/Mitbestimmung durch Kapitalgeber und Partner bedeuten, aber natürlich auch der Risiko- und Haftungsteilung dienen. Letzteres ist sicherlich nachvollziehbar, da wir bei Opportunistic-Investitionen von Fremdkapitalanteilen von i.d.R. 75%, manchmal sogar über 90% sprechen und vor allem der Mezzanine-Teil der Finanzierung sowie der externe Private-Equity-Anteil i.d.R. nicht durch Erst- oder Zweitverwertungsrechte besichert sind.

Wieder umgelegt auf die Portfolioebene kann man festhalten, dass sich opportunistische Portfolios vorwiegend aus Non-Core-Objekten zusammensetzen. Die Rendite solcher Portfolios resultiert hauptsächlich aus Wertzuwächsen, die aber einer erheblichen Volatilität unterworfen sind.

Nachstehend die Kriterien des opportunistischen Investitionsstils:

---

<sup>32</sup> vgl. Berg, B./Deisenrieder, B.: Versicherungsgesellschaften – Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und -dienstleistern, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 486

<b>Typologie und physische Charakteristika</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• alle Typologien kommen grundsätzlich in Frage</li> <li>• in der Regel hoher Investitionsrückstau: hoher Sanierungsbedarf, um Objekte an den Marktstandard zu führen</li> <li>• Diversifikation steht nicht im Vordergrund des Investments</li> </ul>
<b>Mieterbasis (Qualität und Dauer)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• hohe Anzahl an Mietern mit geringer Bonität</li> <li>• hohe Klumpenrisiken in Mietvertragslaufzeiten und Mietern</li> <li>• Mietverträge substanziell über Marktmieten</li> <li>• Vermietung substanziell unter Marktniveau, teilweise bei 0 – 50%</li> <li>• kurzfristige Mietverträge (0 – 5 Jahre)</li> <li>• komplexe Mietvertragsstrukturen (Sonderkündigungsrechte, Optionen, Indexierung)</li> </ul>
<b>Marktbedingungen</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• B-/C-Lagen in überregionalen Immobilienmärkten (Hochburgen)</li> <li>• mittlere Lagen in mittelgroßen regionalen Märkten</li> <li>• Märkte mit kaum prognostizierbaren Ungleichgewichten</li> <li>• geringere Liquidität</li> </ul>
<b>Einkommens- und Verkaufsgewinnanteil</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• kaum Einkommen und hohes Wertsteigerungspotenzial: 15/85</li> <li>• Rendite &gt;&gt; Benchmark: &gt; 20% IRR p.a.</li> </ul>
<b>Kapitalstruktur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 75% Leverage (teilweise &gt; 90%)</li> <li>• sehr hohe Fremdbestimmung durch Dritte: Banken, Partner</li> <li>• hohes Maß an unbesicherten Positionen</li> </ul>
<b>Eigentümerkompetenz (Management und Vermietung)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• vornehmlich Joint Ventures</li> <li>• motiviertes Management mit anreizkompatiblen Verträgen</li> <li>• hohe, nachgewiesene Erfahrung im Turnaround-Bereich</li> </ul>
<b>Risikograd der Investition</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (sehr) hohes Risiko, da kaum Einkommen</li> </ul>
<b>Portfolioebene</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• hauptsächlich Non-Core-Immobilien</li> <li>• Wertsteigerung als Hauptfaktor der Rendite</li> <li>• hohe Volatilität aufgrund von hoher Fremdfinanzierung, Vermietungsrisiken oder Projektentwicklung (oder Kombination)</li> </ul>

Abbildung 4-4: Kennzeichen einer opportunistischen Strategie<sup>33</sup>

<sup>33</sup> Quelle: Rottke, N./Schlump, P: Strategieentwicklung in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 54

## 5. Die Varianten der Immobilien-Investition

Traditionell wird man beim Stichwort „Immobilien-Investition“ oder „Immobilien-Anlage“ das Bild vor Augen haben, dass eine Liegenschaft erworben wird, auf der vielleicht bereits ein Gebäude besteht, oder für die erst ein maßgeschneidertes Konzept und Produkt im Wege einer Projektentwicklung geschaffen werden soll. Dieser Gedanke entspricht der so genannten direkten Immobilien-Investition.

Die vergangenen Jahre/-zehnte haben jedoch den Investoren einige weitere Möglichkeiten gebracht, Kapital in Immobilien zu stecken: im Wege der so genannten indirekten Investitionsformen wurde es möglich, entweder öffentlich gehandelte Immobilienwertpapiere zu erwerben (Immobilienaktien) oder sich an Investitionsvehikeln für Immobilien (Immobilien-Investmentfonds) zu beteiligen.

Folgende Übersicht will in aller Kürze die unterschiedlichen Abgrenzungskriterien zwischen einzelnen Anlageformen darstellen:

Abgrenzung Immobilienvermögen			
<b>Sach-/Finanzanlage</b>	Direkte Kapitalanlage		Indirekte Kapitalanlage
<b>Anlegerkreis</b>	Individuelle Anlage		Kollektive Anlage
<b>Rechtsform/ Anlageinstrument</b>	Wertpapiere	Personengesellschaften	Einzelinvestment
	– Immobilienaktie/Immobilienaktienfonds – Offene Immobilienfonds (Publikumsfonds, Spezialfonds) – Genussscheine	– Immobilienanleihen – Kommanditgesellschaften – Mitgeltübergemeinschaften	
<b>Verwaltung/ Management</b>	Eigenverwaltung		Fremdverwaltung
<b>Nutzungsart</b>	Wohnimmobilie	Gewerbeimmobilie	Sonderimmobilie
	– Ein- bzw. Zweifamilienhaus – Mehrfamilienhaus – Eigentumswohnung – Zinshaus	– Handelsimmobilie – Büroimmobilie – Industriemobilie – Logistikimmobilie	– Freizeitimmobilie – Hotel – Klinik, Seniorenheim – Wald, Wiesen, See
<b>Lage</b>	Inland/Ausland	Hauptstadt/Großstadt/Ballungszentrum	
<b>Entwicklungsstand</b>	Development	Fertig gestellter Neubau	(Saniertes) Bestandsobjekt

Abbildung 5-1: Abgrenzungskriterien<sup>34</sup>

<sup>34</sup> Quelle: Darstellung aus Bank Privat Broschüre: Investieren in Immobilien, 1. Auflage Juli 2006, Seite 19

Bevor auf die einzelnen Investitionsformen eingegangen wird, sollen anhand folgender Übersicht die positiven wie auch die weniger vorteilhaften Ausprägungen der direkten Investition, der Fonds sowie der Immobilienaktien vergleichend nebeneinandergestellt werden:

Kriterien	Direktinvestition	geschlossener Immo-Fonds	offener Immo-Fonds	Immobilienaktie
Kapitaleinsatz	hoch	hoch	gering	gering
Nebenkosten / Transaktionsaufwand	sehr hoch	hoch	mittel	gering
Risikostreuung	gering	gering / mittel	mittel / hoch	hoch
Fungibilität	gering	gering	mittel / hoch	hoch
Rendite / Risiko	gering	mittel / hoch	gering	mittel / hoch
Verwaltungsaufwand	hoch	mittel	gering	gering
Transparenz	hoch	gering	mittel	hoch
Mitgestaltungsmöglichkeiten für Anleger	hoch	gering	gering	mittel
Diversifikation innerhalb Asset-Klasse	gering	mittel	hoch	i.d.R. hoch
Diversifikation ggü anderen Asset-Klassen	hoch	hoch	hoch	mittel
Wertermittlung	schwierig	schwierig	Kurs	Kurs
Kursentwicklung	-	-	-	volatil

= Stärken, positive Ausprägung  
 = durchschnittlich  
 = Schwächen, unterdurchschnittliche Ausprägung

Abbildung 5-2: Stärken- und Schwächen der einzelnen Immobilienanlageformen<sup>35</sup>

<sup>35</sup> Darstellung inhaltlich größtenteils übernommen von der Homepage der CA IMMO AG: <http://www.caimmoag.com/aktie/produktvergleich/> teilweise ergänzt um Darstellung von Bernd Essler, gefunden auf der Homepage von e-fundresearch unter folgender URL: <http://at.efundresearch.com/article.php?aID=3612&pg=2#img2> (letztere leider ohne Angabe weiterer Details). Beide abgerufen am 06.01.2009

## **5.1. Die direkte Immobilien-Investition**

Wie eingangs erwähnt handelt es sich bei der Direktinvestition um den Ankauf eines bereits bestehenden Objekts oder auch einer Projektentwicklung, sei es durch einzelne Investoren oder durch Joint Ventures.

### **5.1.1. Vorteile der direkten Immobilien-Investition**

Direktinvestitionen weisen eine Reihe von Vorteilen auf: zum einen kann die direkte Kontrolle über das Objekt und den Zeitpunkt des Erwerbs sowie des Verkaufs mit großen Erfolgchancen verbunden sein. Weiters besteht hier – im Gegensatz zu Investitionen in andere Anlageklassen wie Aktien oder Anleihen – die Möglichkeit, die Wertsteuerung und Wertschöpfung aktiv zu gestalten, da das jeweilige Objekt ja dem direkten Einfluss und der Kontrolle des Eigentümers untersteht.

Überdies wird direktes Immobilieneigentum sehr oft in Verbindung mit einem Schutz vor erwarteter oder auch unerwarteter Inflation gebracht – es muss jedoch gesagt werden, dass hierzu angestellte Forschungsstudien nicht alle zu diesem Ergebnis gekommen sind, und somit keine eindeutige und letztgültige Beantwortung und Klärung der Frage, ob Immobilieneigentum vor Inflation schützt oder nicht erfolgen, kann.

### **5.1.2. Nachteile der direkten Immobilien-Investition**

Naturgemäß gibt es keinen Vorteil ohne Nachteil – im Falle der direkten Immobilien-Investition wäre hier zuerst einmal die eingeschränkte Flexibilität zu nennen, die zurückzuführen ist auf geringe Marktliquidität bei gleichzeitig beträchtlichem Verwaltungsaufwand, sowie auch hohe Such-, Bewertungs- und Transaktionskosten.

Nicht zu vernachlässigen ist auch das Faktum, dass ein hohes Maß an immobilienwirtschaftlichem Wissen und vor allem auch an Erfahrung im Betreiben und Verwalten von Immobilien erforderlich ist. Beides muss entweder intern vorhanden sein, oder aber extern – und kostenintensiv – zugekauft werden.

Außerdem führt das direkte Immobilieneigentum in der Regel zu Klumpenrisiken im Portfolio eines Investors, da der Anteil des Portfolios, der in Immobilien investiert

ist, nicht den gesamten Immobilienmarkt repräsentiert, sondern nur bestimmte Objekte und Lagen bzw. deren Charakteristika.

Ein unter Diversifikationsgesichtspunkten strukturiertes Portfolio, bei dem sich ein Teil der Objekte unter gleichen volks- und immobilienwirtschaftlichen Rahmenbedingungen möglichst gegenläufig zu anderen Objekten entwickelt und die Rendite des Portfolios insgesamt an Volatilität verliert wäre zwar wünschenswert. Eine derartige Risikobegrenzung gestaltet sich aber auf Immobilienmärkten sehr schwierig, da die einzelnen Direktinvestitionen eine hohe Kapitalbindung erfordern, gleichzeitig aber die Anlagemittel begrenzt sind und somit der Erwerb einer ausreichenden Anzahl an geeigneten Objekten oft ausgeschlossen ist.

Die Kriterien, nach denen diversifiziert wird, umfassen meist und hauptsächlich die geographische Lage, den Immobilientyp und den Immobilienlebenszyklus. Feinere Diversifikationsstrategien berücksichtigen auch etwa die Branchenzugehörigkeit der Mieter, die Mietvertragsgestaltung, die Kapitalstruktur und den Anlagestil.<sup>36</sup> Schließlich beschränkt sich die Anwendbarkeit der bestehenden Immobilien-Performanceindices auf institutionelle Immobilien-Portfolios, sodass zumindest für jene Marktsegmente, die sich strukturell von institutionellen Immobilienmärkten unterscheiden (z.B. Marktsegmente für Privatinvestoren) noch sehr wenig Transparenz besteht.

## **5.2. Die indirekte Immobilien-Investition**

Indirekte Immobilien-Investitionsformen bieten dem Investor die Möglichkeit, entweder öffentlich gehandelte Immobilienwertpapiere zu erwerben oder sich an Investitionsvehikeln für Immobilien zu beteiligen. Die letzten Jahre haben einen merkbaren Trend in Richtung der indirekten Anlageformen gebracht.

Ein wesentlicher Grund für die Attraktivität der indirekten Immobilienanlagen liegt sicherlich in der Möglichkeit der Einsparung von Fixkosten in der Verwaltung: der Kostenblock für eine eigene Immobilienverwaltung ist aus Investorensicht ganz erheblich.

---

<sup>36</sup> vgl. Del Casino, J.: Portfolio Diversification Considerations, in: Pagliari, J. (Hrsg.): The Handbook of Real Estate Portfolio Management, Boston et al. 1995, S. 912 – 966 (Verweis darauf in Schulte, K.-W.: Handbuch Immobilien-Investition, Seite 44).

So gibt es etwa in Deutschland Versicherungsgesellschaften, bei denen 50% der Mitarbeiter im Bereich „Vermögensanlage“ dem Immobilienbereich zuzuordnen sind.<sup>37</sup> Bei Immobilienquoten im Bereich von lediglich rd. 5% birgt dies sicherlich entsprechendes Optimierungspotenzial.

Die Fungibilität der Immobilienanlagen gewinnt bei Institutionellen mehr und mehr an Bedeutung, üblicherweise ist eine klar definierte Exit-Strategie bereits Teil der Investitionsentscheidung. Bei indirekten Immobilien-Anlageformen ist die Fungibilität in der Regel höher (vorausgesetzt sie sind weiterplatzierbar), da zB der Verkauf von Fondsanteilen einfacher durchzuführen ist als der Verkauf eines direkt gehaltenen Objekts; auch die Transaktionskosten sind in den meisten Fällen deutlich niedriger.

Bezüglich der Performancemessung gibt es keine prinzipiellen Vorteile der indirekten gegenüber den direkten Anlageformen – dies ist vielmehr eine Frage der eingesetzten Reporting Tools. Was den Investoren sicherlich zugute kommt ist, dass zwischen den Investmentmanagern ein lebhafter Wettbewerb besteht und die Lieferung eines aussagekräftigen Reportings einen ganz wesentlichen Vorteil bedeutet.

Auch ein entscheidendes Faktum ist, dass bei vielen institutionellen Investoren direkte An- und Verkäufe von Immobilien unabhängig vom jeweiligen Transaktionsvolumen vom Aufsichtsrat genehmigt werden müssen. Indirekte Immobilienanlagen lassen sich hingegen einfacher handhaben, da es oftmals lediglich einer Grundsatzentscheidung etwa zur Beteiligung an einem Fonds bedarf; die Entscheidung zur Investition in einzelne Objekte bleibt sodann meist Anlageausschüssen überlassen, in denen in der Regel Repräsentanten der institutionellen Investoren vertreten sind.

Nachstehend werden folgende beiden Varianten der indirekten Immobilienanlage besprochen:

- Immobilienaktien und
- Immobilien-Investmentfonds in diversen Ausprägungen

---

<sup>37</sup> vgl. Nack, U.: Direkte vs. indirekte Immobilieninvestition, in: Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, S. 150 – 151.



## **5.2.2. Immobilienaktien**

Bevor 2003 das Immobilien-Investmentfondsgesetz in Kraft trat, waren Immobilienaktien eines der gängigsten Veranlagungsinstrumente in Österreich. Es handelt sich dabei um börsennotierte Wertpapiere, die den Bestimmungen des Aktiengesetzes und auch der Börseaufsicht unterliegen.

Da es aber keine speziellen gesetzlichen Regelungen zu diesem Produkt gibt, existiert auch keine gesetzliche Einschränkung hinsichtlich Strategie, Diversifikation, Anteil Fremdfinanzierung etc. Verglichen mit den relativ streng reglementierten Immobilien-Investmentfonds ist die Transparenz somit gering. Vom Risiko – Profil her sind Immobilienaktien über den Immobilienfonds anzusetzen, wodurch auch die Erwartungen an die Rendite über jenen der Fonds liegen.

Zuletzt sind die Immobilienaktien im Kontext der weltweit vorherrschenden Immobilien- und Finanzkrise erheblich unter Druck geraten. Unter Kapitel 5.2.2.3. wird in aller Kürze darauf eingegangen.

### **5.2.2.1. Definition (Immobilien-)Aktien**

Aktien sind Wertpapiere, die von Investoren an der Börse käuflich erworben werden können und die Anteile am Grundkapital einer Aktiengesellschaft (AG) verbrieften; ihr Preis ergibt sich aus dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage. Sie sichern dem Inhaber bestimmte Rechte, wie beispielsweise Vermögens- oder Auskunftsrechte, aber auch das Recht der Teilnahme an Hauptversammlungen und der dortigen Stimmrechtsausübung. Für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft haftet die Gesellschaft mit ihrem Vermögen und nicht die einzelnen Aktionäre – diese können maximal ihre Einlage verlieren.

Das ist bei Immobilienaktien nicht anders – auch diese verbrieften Anteile an einer AG. Jedoch unterscheidet sich diese dadurch von anderen AGs, dass ihre Geschäftstätigkeit darin besteht, in Immobilien oder in ganze Immobilien-Portfolios zu investieren, bzw. dass ihr hauptsächlicher Zweck und dominante Ertragsquelle in der

Entwicklung und der dauerhaften Bewirtschaftung von Immobilien, einschließlich der damit im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen, besteht.<sup>38</sup>

Das bedeutet also, dass sich ein Anleger, der in Immobilieaktien investiert, an einem Unternehmen beteiligt und an dessen Immobilien-Portfolio teilnimmt.

#### **5.2.2.2. Bewertung von Immobilienaktien**

Der Wert einer Immobilien-AG wird an der Börse durch Angebot und Nachfrage gebildet, er spiegelt die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Ertragsentwicklung der Gesellschaft wider.

Der an der Börse zustande kommende Wert kann vom so genannten Net Asset Value (NAV) abweichen. Der NAV ist der Nettosubstanzwert der jeweiligen Immobilien-AG, der das wirtschaftliche Eigenkapital widerspiegelt: er bestimmt sich aus den Marktwerten des Gesellschaftsvermögens – das ist im Wesentlichen der Wert des Immobilienportfolios – abzüglich des Fremdkapitals der Gesellschaft.

Auf Basis der beiden vorgenannten Kenngrößen kann im Wege einer Division des Börsenkurses durch den NAV das Kurs/NAV – Verhältnis ermittelt werden. Dieses gibt an, wie teuer bzw. günstig eine Immobilien-Aktie ist, und wird neben anderen Messgrößen wie z.B. dem Kurs/Gewinn – Verhältnis (KGV) in der Aktienanalyse verwendet.

#### **5.2.2.3. Entwicklungen der letzten Zeit**

Immobilienaktien waren ursprünglich dafür gedacht, auch Privatinvestoren die Möglichkeit zu geben, sich an Immobilien zu beteiligen. Vor allem Banken haben Aktiengesellschaften gegründet, die Büro-, Wohn- und Gewerbeimmobilien erwarben und deren Aktien den Kunden zum Kauf angeboten. Im Vordergrund stand dabei nicht die Aktie, sondern die Sicherheit eines Immobilienportfolios. Über viele Jahre lag die Kursentwicklung dieser Aktien recht stabil bei 5 bis 7 Prozent Ertrag pro Jahr,

---

<sup>38</sup> vgl. Cadmus, A./von Bodecker, M.: Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition , S. 144

weshalb dieses Produkt den Anlegern teilweise sogar als eine Art Sparbuchersatz verkauft wurde – doch das hat sich in den letzten Jahren geändert<sup>39</sup>.

Maßgeblicher Treiber für die Veränderung waren die Entwicklungen in den neuen Märkten im CEE-Bereich: vor allem österreichische Unternehmen erkannten sehr früh das osteuropäische Potenzial und gehörten auch zu den Pionieren, was Immobilieninvestitionen anbelangt. Die ersten Objektkäufe fanden bereits Ende der 90er Jahre statt, in den folgenden Jahren wurden die Portfolios sukzessive vergrößert.

Hand in Hand mit den zunehmenden CEE-Investments ging die Gründung eigener Tochtergesellschaften von Immobiliengruppen wie Immoeast oder CA Immo International, in denen die Osteuropaaktivitäten gebündelt wurden. Das steigende Interesse ausländischer institutioneller Investoren, die am Ost-Boom „mitnaschen“ wollten, führte dazu, dass sich diese in sehr hohem Ausmaß an den großen Kapitalerhöhungen der heimischen Immobilien-Unternehmen beteiligten. Darauf wiederum basierte das beeindruckende Wachstum dieser Immobilien-AGs, die mit frischem Geld Schritt für Schritt ihre Portfolios erweitern konnten. Das neue Kapital brachte aber auch mehr Volatilität der Aktienkurse, da große Fonds ihr angelegtes Kapital unter dem Eindruck geänderter Erwartungen auch schnell wieder abziehen konnten.

Der Effekt: auf vorangehende Kursexplosionen, die anhand der Unternehmenszahlen nur schwer nachvollziehbar waren, folgten wahre „Talfahrten“ – und das bei Unternehmen, die an sich mit einwandfreien Zahlen aufwarten konnten.

Im Laufe der Immobilien- und späteren Finanzkrise der Jahre 2007 und 2008 kam es zu signifikanten Kurskorrekturen bei Immobilienaktien: als 2007 die US-Hypothekenkrise ausbrach, verloren nicht nur amerikanische Immobilienwerte massiv an Wert, sondern reagierten auch europäische Immobilienaktien mit zum Teil exorbitanten Preisabschlägen, als internationale Investoren Gelder aus Europa abzogen. Als sich die Immobilienkrise vertiefte und zu einer globalen Finanz- und Liquiditätskrise wurde, stieg weltweit die Risikoaversion von Investoren.

---

<sup>39</sup> vgl. Artikel von Wagner, P.: Immobilienaktien: Das Ende der Langeweile in Immobilienfokus Gewerbe, Ausgabe Juli/August 2007\_Nr. 6

Dies führte zu einer Reduktion der Veranlagungen in den Emerging Markets, speziell im CEE-Bereich, was vor allem die Bewertungen der in diesem Raum stark engagierten Immobilien-AGs negativ beeinflusste.

Zwischen Mitte 2007 und Ende 2008 kam es bei österreichischen Immobilien-AGs zu massiven Kursrückgängen, wobei der Immobilienindex der Wiener Börse (IATX), der die im Prime Market der Wiener Börse notierten Immobilienaktien widerspiegelt, im Zeitraum April 2007 bis November 2008 um über 89% gefallen ist (siehe nachstehende Übersicht):



**Abbildung 5-3: Kursentwicklung IATX<sup>40</sup>**

Aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Krise wird allgemein eine rasche Erholung als unwahrscheinlich eingestuft – allerdings lassen historische Tiefstände von Börsenkursen im Vergleich zum NAV auf signifikantes Aufwärtspotenzial bei einem späteren Wirtschaftsaufschwung schließen.

#### **5.2.2.4. Kurzüberblick über das Angebot in Österreich**

Das aktuelle Angebot (Stand Februar 2009) an österreichischen Immobilienaktien besteht im Wesentlichen aus folgenden Aktiengesellschaften, die im IATX der Wiener Börse zusammengefasst sind:

---

<sup>40</sup> Quelle: Wiener Börse, siehe [www.wienerboerse.at](http://www.wienerboerse.at), abgerufen am 07.02.2009

Titel	Anzahl Aktien	RF	FFF	Preis in EUR	Kapitalisierung in EUR	Anteil am Index in %
CA IMMO INTERNATIONAL AG	43.460.785	1,00	0,50	2,79	60.627.795	5,03%
CA IMMO ANLAGEN AG	87.258.596	0,86	1,00	3,58	268.651.765	22,30%
CONWERT IMMOBILIEN INVEST SE	85.359.273	0,87	1,00	4,55	337.894.682	28,04%
ECO BUSINESS-IMMOBILIEN AG	34.100.000	1,00	1,00	1,40	47.740.000	3,96%
IMMOEAST AG	833.824.123	0,53	0,50	0,87	192.238.152	15,96%
IMMOFINANZ AG	459.001.437	0,34	1,00	0,86	134.212.020	11,14%
SPARKASSEN IMMOBILIEN AG	68.118.718	1,00	1,00	2,08	141.686.933	11,76%
WARIMPEX FINANZ- UND BET. AG	36.000.000	1,00	0,50	1,21	21.780.000	1,81%
<b>Indekskapitalisierung in EUR</b>					<b>1.204.831.348</b>	<b>100,00%</b>

RF = Repräsentationsfaktor  
FFF = Streubesitzfaktor

Abbildung 5-4: Aktuelle Zusammensetzung des IATX<sup>41</sup>

### 5.2.2.5. Vor- und Nachteile von Immobilienaktien

Prinzipiell bietet die Immobilienaktie Investoren eine Reihe von Vorteilen: sie profitieren von Wertsteigerungen des Immobilienbestandes und von den Kursgewinnen, die sich durch die optimistische Einschätzung der Marktteilnehmer ergeben. So können die Immobilienaktien erheblich steigen, wenn ein Markt als besonders attraktiv eingestuft wird und die Immobilien-AG es durch eine geschickte Strategie versteht, neue Objekte zu erwerben oder bestehende Immobilien besser zu vermarkten.

Ein weiterer Vorteil der Immobilienaktien ist sicherlich, dass die Aktien relativ kurzfristig wieder verkauft werden können. Dies bietet dem Investor ein gewisses Maß an Sicherheit, setzt aber Markt- und Produktkenntnis, sowie rechtzeitiges Handeln voraus – denn für den Fall einer verspäteten Reaktion besteht für ihn ein sehr hohes Risiko, seine gesamte Investition zu verlieren.

Dieser potenzielle Verlust des eingesetzten Kapitals ist – neben der Volatilität des Kurses und dem geringen Anlegerschutz – auch gleichzeitig als größter Nachteil der Immobilienaktie anzusehen.

<sup>41</sup> Quelle: Wiener Börse, siehe [www.wienerboerse.at](http://www.wienerboerse.at), abgerufen am 07.02.2009

### **5.2.3. Immobilien-Fonds nach dem ImmoInvFG<sup>42</sup>**

Mit 01.09.2003 ist in Österreich das Immobilien-Investmentfondsgesetz (Immo-InvFG) in Kraft getreten, wodurch hierzulande die Rechtsgrundlage für Veranlagung in Immobilien über Immobilien-Investmentfonds geschaffen wurde. Zweck dieser Neu-Einführung war es, einem breiten Anlegerkreis langfristig sichere und ertragreiche Anlagemöglichkeiten in Immobilien zu bieten (lt. EBRV 97 BlgNr XXII. GP, 3ff) und gleichzeitig dem Vordringen ausländischer Immobilien-Fonds mit einem adäquaten Veranlagungsinstrument zu kontern.

#### **5.2.3.1. Definition Immobilien-Fonds**

Bei einem Immobilien-Investmentfonds handelt es sich laut § 1 Abs. (1) ImmoInvFG um ein Sondervermögen, das überwiegend aus Immobilienwerten zusammengesetzt ist und in gleiche, in Wertpapieren verkörperte Anteile zerfällt. Dabei steht das Fondsvermögen – anders als bei einem Wertpapierfonds – im Eigentum einer KAG, die dieses treuhändig für die Anteilsinhaber hält und verwaltet.

Das Immobilien-Fondsgeschäft ist ein Bankgeschäft und unterliegt als solches der Finanzmarktaufsicht. Die Verwaltung des Immobilienfonds und die Verfügungsgewalt über die darin befindlichen Vermögenswerte obliegen alleine der KAG – die Anteilsinhaber haben hierbei kein Mitspracherecht.

Der Fonds selbst hat als Sondervermögen keine Rechtspersönlichkeit und kann daher auch keine Liegenschaften grundbücherlich erwerben. Bei der Konzeption des ImmoInvFG wurde absichtlich nicht eine Miteigentumlösung wie bei Wertpapierfonds gewählt, da in diesem Fall bei jedem neuen Hinzukommen bzw. Wechsel von Anteilsinhabern eine grundbücherliche Intabulation erfolgen müsste.

Hinsichtlich der Veranlagungsstrategie der Immobilien-Fonds gilt prinzipiell der Grundsatz der Direktinvestition in Liegenschaftswerte – mit der Ausnahme des § 23 ImmoInvFG, der eine Veranlagung über Grundstücks-Gesellschaften zulässt.

---

<sup>42</sup> Abschnitt folgt inhaltlich König, E.: Besteuerung von Immobilienfonds in Bertl / Eberhatinger / Egger / Kalss / Lang / Nowotny / Riegler / Schuch / Staringer (Hrsg.): Immobilien im Bilanz- und Steuerrecht, S. 201 - 220

Vom Typus her wird im ImmoInvFG einerseits zwischen den Publikumsfonds (offenen Immobilien-Fonds), und andererseits den Immobilienspezialfonds unterschieden.

Der so genannte „geschlossene Immobilien-Fonds“ oder auch Objektfonds unterliegt nicht den Regelungen des ImmoInvFG, sondern allgemeinen handels- und gesellschaftsrechtlichen Bestimmungen. Weiteres dazu folgt aber in Punkt 5.2.4.

### 5.2.3.2. Offene Immobilien-Fonds

Offene Immobilien-Fonds sind hinsichtlich der Anlegerzahl nicht begrenzt, die Anzahl kann jederzeit erweitert werden. Laufender Ein- und Ausstieg von Anlegern ist möglich, im letzteren Fall kauft der Fonds die Anteile eines ausstiegswilligen Anlegers zurück. Es gelten strenge Veranlagungsvorschriften, sowie eine Einschränkung hinsichtlich der maximalen Fremdfinanzierung (50%).

Die Struktur eines offenen Immobilien-Fonds kann wie folgt skizziert werden:

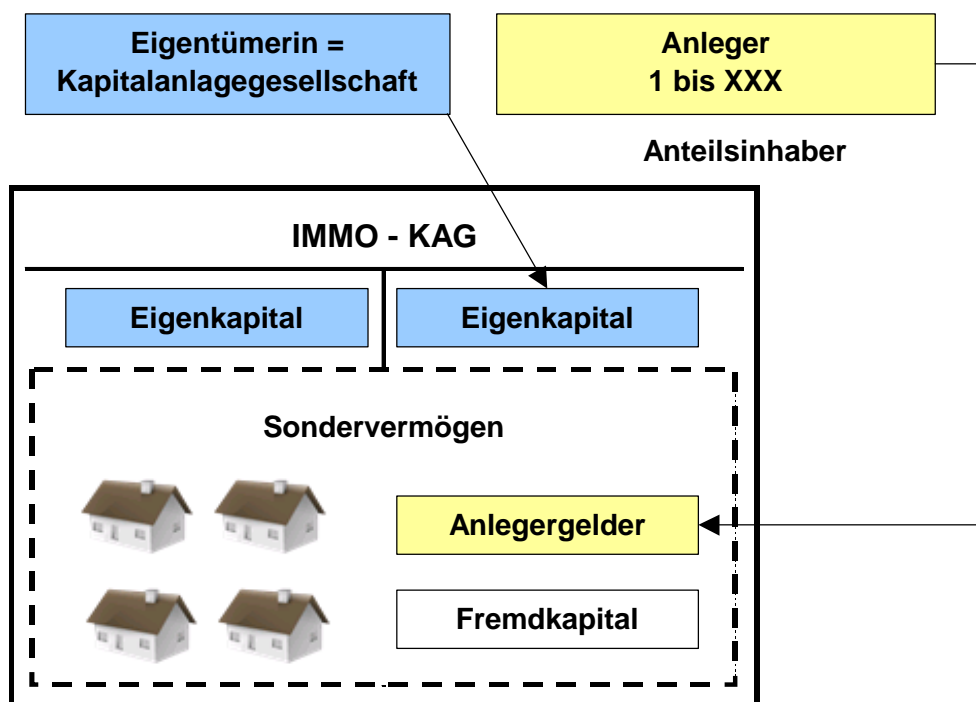


Abbildung 5-5: Offener Immobilien-Fonds<sup>43</sup>

<sup>43</sup> Quelle: Darstellung von Resch, E./TPA Horwath: Seminarunterlage „Immobilienfonds“ aus Juli 2008

Da Fondsanteile im Gegensatz zu Immobilienaktien jederzeit zu einem errechneten Kurs zurückgegeben werden können, müssen die KAGs relativ große Cashbestände halten. Diese Rücknahmeverpflichtung ist einerseits sicherlich ein Vorteil für die Anteilshaber, jedoch wird dadurch die Performance doch nach unten gedrückt.

### **5.2.3.3. Immobilienspezialfonds**

Immobilienspezialfonds hingegen bzw. deren Anteile stehen nur institutionellen Anlegern offen, natürliche Personen können sich hier nicht beteiligen. Weiters gibt es eine Einschränkung der Teilnehmerzahl auf insgesamt nicht mehr als zehn Anteilshaber, die alle der Kapitalanlagegesellschaft bekannt sein müssen. Für den Immobilienspezialfonds gelten Erleichterungen betreffend die Ermittlung des Rücknahme- und auch des Ausgabewertes, sowie der Veröffentlichungspflichten.

Frisches Kapital wird bei Immobilienspezialfonds nur abgerufen, wenn ein Immobilienkauf ansteht („Cash Call“). Dadurch kann idR die Bildung von überschüssiger Liquidität im Fonds, die auf die Performance drücken würde, hintangehalten werden.

### **5.2.3.4. Fondsvermögen und -kategorien**

Das Fondsvermögen darf sich aus folgenden Vermögenswerten zusammensetzen:

- § 21 ImmoInvFG: Grundstücke (bebaute, unbebaute, im Zustand der Bebauung befindliche), Baurechte, Superädifikate, Miteigentum sowie Wohnungseigentum.
- § 23 ImmoInvFG: Beteiligungen an Grundstücks-Gesellschaften (Gesellschaften, die gewisse Veranlagungsvorschriften einhalten müssen und ausschließlich in Werte gemäß § 21 ImmoInvFG investieren dürfen)
- § 32 ImmoInvFG: Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, Wertpapiere, sowie
- für Absicherungszwecke gemäß § 33 derivative Produkte von bestimmten und genau definierten Märkten.

Die Veranlagung des Fondsvermögens hat nach den Grundsätzen der Risikostreuung zu erfolgen: nach § 22 ImmoInvFG muss das Vermögen aus mindestens zehn Liegenschaften bestehen, wobei aber kein Vermögenswert im Zeitpunkt seines Erwerbs mehr als 20% des Gesamtwertes des Immobilien-Fonds ausmachen darf.



Die im Fonds gehaltenen Liquiditätswerte sowie die Beteiligungswerte an den Grundstücks-Gesellschaften dürfen je nach Veranlagungskategorie nie mehr als 49% des Fondsvermögens betragen. Als unterste Grenze hinsichtlich der Liquidität gilt ein Prozentsatz von 10% des Fondsvermögens (dh. mindestens 10% des Fondsvermögens müssen aus liquiden Mitteln bestehen).

Soweit die Fondsbestimmungen dies vorsehen, kann der Fonds seine Gewinne entweder ausschütten oder auch thesaurieren. Ertragssteuerlich macht es keinen Unterschied, ob eine Ausschüttung oder eine Thesaurierung der Gewinne vorgenommen wird: alle thesaurierten Gewinne gelten ohne Differenzierung als „ausschüttungsgleiche Erträge“.

#### **5.2.3.5. Anteilsschein**

Anteilsscheine sind Wertpapiere, durch die Rechte der Anteilsinhaber verkörpert werden; sie verbriefen die „schuldrechtliche Teilhabe an den Vermögenswerten des im Treuhandeigentum der Kapitalanlagegesellschaft stehenden Immobilien-Fonds“<sup>44</sup>. Der Wert eines Anteils ergibt sich aus der Teilung des Gesamtwerts des Immobilien-Fonds durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile<sup>45</sup>. Ausgabe und Rücknahme der Anteilsscheine erfolgt durch die Depotbank, der im übrigen auch die Verwahrung der zum Immobilien-Fonds gehörigen Wertpapiere, sowie die Führung der Konten des Immobilienfonds obliegt.

#### **5.2.3.6. Bewertung**

§ 29 ImmoInvFG zufolge muss mindestens einmal jährlich eine Bewertung der Liegenschaftswerte durch mindestens zwei von einander unabhängige Sachverständige durchgeführt werden. Jedenfalls sind aber Bewertungen im Falle des Erwerbs, der Veräußerung oder der Belastung durchzuführen, sowie auf Anordnung der Depotbank hin. Im Rahmen dieser Bewertung sind neben den Liegenschaften auch die Grundstücks-Gesellschaften zu erfassen, und zwar so, als läge eine Direktveranlagung vor.

---

<sup>44</sup> vgl. § 6 ImmoInvFG

<sup>45</sup> vgl. § 8 ImmoInvFG

### **5.2.3.7. Vor- und Nachteile von Immobilien-Fonds**

Die Vorteile gegenüber der Direktanlage bestehen einerseits sicherlich darin, dass der Investor an einem diversifizierten Portfolio teilnehmen kann, ohne dabei zwingend personelle Ressourcen für das Management bereitstellen zu müssen.

Andererseits bieten sich gegenüber der Direktanlage auch bilanzielle Vorteile, da im Jahresabschluss die als Wertpapiere gelisteten Fondsanteile und deren Erträge ausgewiesen werden – nicht aber die Aufwendungen.

Weitere Vorteile liegen darin, dass der jeweilige Anteilswert nicht durch Emotionen der Marktteilnehmer bestimmt wird (wie dies bei Immobilienaktien der Fall sein kann) oder in der konservativeren Veranlagung als z.B. bei Immobilienaktien – auch wenn das tendenziell sicherere, aber auch niedrigere Renditen mit sich bringt.

### **5.2.4. „Geschlossene Immobilien-Fonds“ (Objektfonds)**

Die Anlageform, die etwas irreführend als „geschlossener Immobilien-Fonds“ oder auch Objektfonds bezeichnet wird, unterliegt nicht dem ImmoInvFG, sondern den Bestimmungen des allgemeinen Handels-/Gesellschaftsrecht bzw. hinsichtlich der Besteuerung dem allgemeinen Steuerrecht.

Da geschlossene Fonds nicht dem ImmoInvFG unterliegen, sind sie auch nicht von Kapitalanlagegesellschaften aufzulegen. Weiters treffen sie weder spezielle Anlegerschutzvorschriften, noch gesetzliche Vorschriften hinsichtlich Portfoliozusammensetzung bzw. der Fremdfinanzierung.

Es handelt sich hier vielmehr um ein Vehikel, an dem sich eine begrenzte Anlegerzahl über einen Treuhänder als Kommanditisten beteiligen (KEG, Publikumsmodell) und das in der Regel nur in eine bzw. nur in einige wenige Immobilie(n) investiert. Wenn die erforderlichen Eigenmittel zur Finanzierung des/-r jeweiligen Objekts/-e aufgebracht sind, wird der Fonds geschlossen und die Ausgabe von Anteilen eingestellt.

Die Struktur des „geschlossenen“ Immobilien-Fonds kann wie folgt skizziert werden:

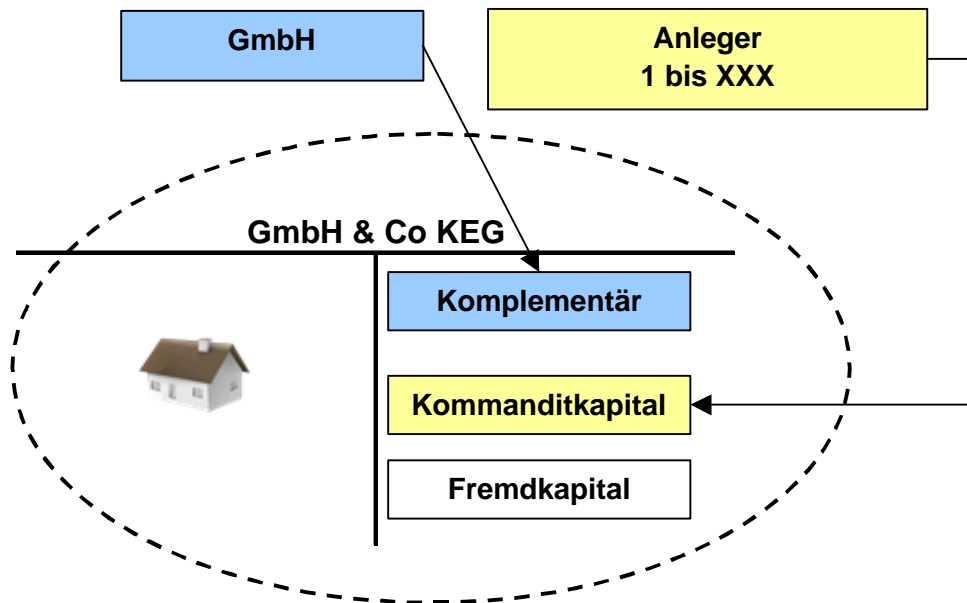


Abbildung 5-6: Geschlossener Immobilien-Fonds<sup>46</sup>

#### 5.2.4.1. Vor- und Nachteile geschlossener Immobilien-Fonds

Aufgrund der langen Laufzeit (10 – max. 30 Jahre) und des höheren Risikos ist die zu erwartende Rendite höher als bei offenen Immobilien-Fonds.

Jedoch besteht ein großer Nachteil dieser Anlageform im geringen Immobilienbestand: dadurch, dass nur in eine bzw. einige wenige Immobilie/n investiert wird gibt dadurch naturgemäß keine bzw. kaum Risikostreuung bzw. kommt es zu einer Risikokonzentration.

Weiters können Anleger ihre Anteile nicht jederzeit kaufen oder verkaufen, überdies ist eine Veräußerung nur an Dritte möglich; es gibt zudem keinen Anspruch auf Anteilsrücknahme durch den Fonds.

---

<sup>46</sup> Quelle: Darstellung von Resch, E./TPA Horwath: Seminarunterlage „Immobilienfonds“ aus Juli 2008

## **Teil B: Versicherungsunternehmen als Immobilien–Investoren**

### **6. Einleitung**

Im Zentrum der vorliegend Arbeit steht eine ganz spezielle Gruppe innerhalb der institutionellen Investoren und ihre Kapitalanlagetätigkeit in Immobilien: die Versicherungsunternehmen. In den nachstehenden Abschnitten soll daher zunächst die Frage geklärt werden, wieso sich Versicherungen überhaupt als Investoren betätigen. Weitere Fragen, mit denen es sich zu beschäftigen gilt sind unter anderem jene nach den (aufsichts-) rechtlichen Rahmenbedingungen, an die sich Versicherungsunternehmen halten müssen, sowie die Frage, welche Anlagemöglichkeiten überhaupt in Betracht kommen.

#### ***6.1. Kapitalanlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen***

Der breiten Öffentlichkeit ist nicht immer bewusst, wie groß der Beitrag der Versicherungsbranche zu einer erfolgreichen Volkswirtschaft ist. In Österreich waren lt. Jahresbericht des Verbands der Versicherungsunternehmen („VVO“) zum 31.12.2007 rund 27.000 Menschen in der Versicherungswirtschaft beschäftigt; die Summe der Prämieinnahmen österreichischer Versicherungsunternehmen belief sich in diesem Geschäftsjahr auf rund 5,8 Prozent des gesamten Bruttoinlandsprodukts, ihr Beitrag zum heimischen Steuer- und Abgabenaufkommen betrug über EUR 2 Milliarden.

Abgesehen davon stellten Versicherungsunternehmen eine der größten, lt. Verband der Versicherungen Österreichs sogar die größte institutionelle Anlegergruppe in unserem Land dar: das Gesamtvolumen der Kapitalanlagen österreichischer Versicherungsunternehmen bewegte sich 2007 in einer Größenordnung von rund EUR 71 Milliarden<sup>47</sup>.

Wie sich diese Kapitalanlagen aufgliedern, ist auf der folgenden Seite dargestellt:

---

<sup>47</sup> vgl. Jahresabschluss des Vereins der Versicherungsunternehmen Österreichs zum 31.12.2007

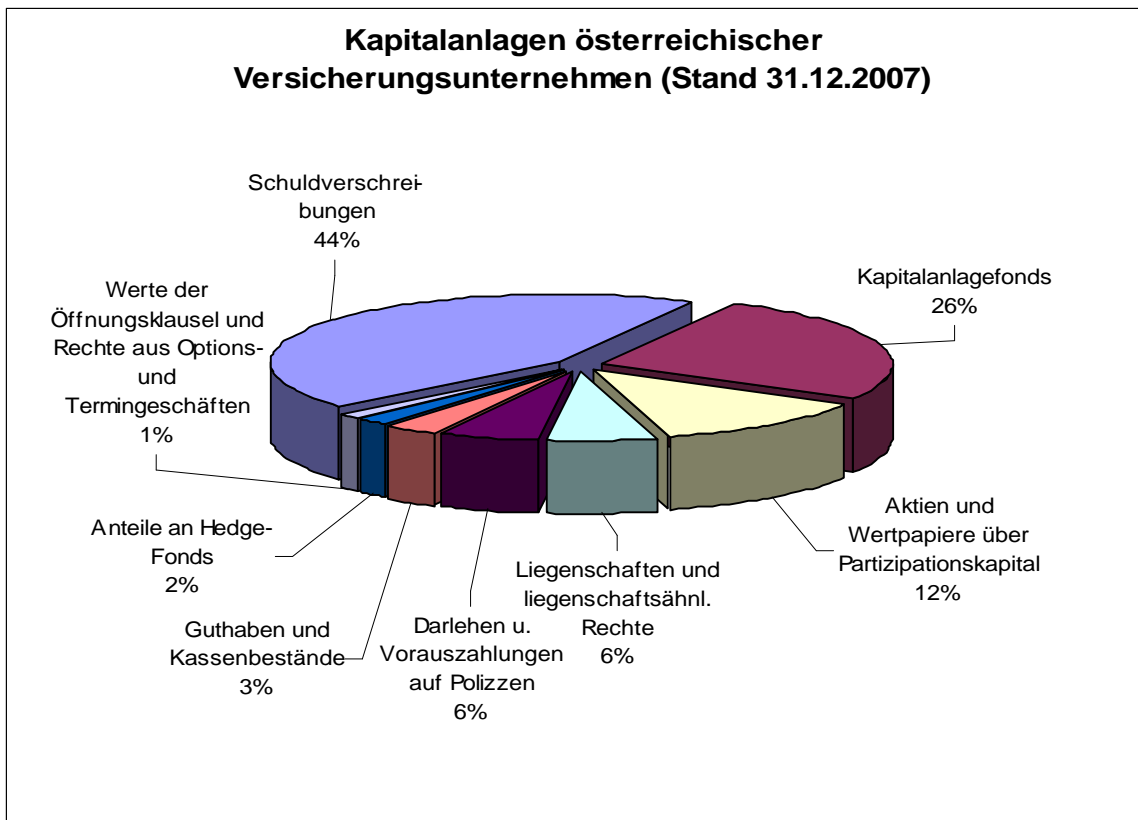


Abbildung 6-1: Kapitalanlagen österr. Versicherungsunternehmen per 31.12.2007<sup>48</sup>

**Kapitalanlagen österr. Versicherungsunternehmen nach Anlagegruppen (in 1.000 €)**

	31.12.2007		31.12.2006		Abweichg
	Wert	Anteil (%)	Wert	Anteil (%)	
1. Schuldverschreibungen	31.068.807	44%	30.639.617	45%	1%
2. Aktien und Wertpapiere über Partizipationskapital	8.858.648	12%	6.120.119	9%	45%
3. Kapitalanlagefonds	18.335.937	26%	18.264.847	27%	0%
<i>davon Aktienfonds</i>	3.333.046	18%	3.473.571	19%	-4%
<i>davon Rentenfonds</i>	9.401.746	51%	9.468.363	52%	-1%
<i>davon gemischte Fonds</i>	5.156.694	28%	4.920.816	27%	5%
<i>davon Immobilienfonds</i>	444.451	2%	402.097	2%	11%
4. Darlehen u. Vorauszahlungen auf Polizzen	4.089.815	6%	4.724.533	7%	-13%
5. Liegenschaften und liegenschaftsgl. Rechte	4.407.573	6%	4.191.021	6%	5%
6. Guthaben und Kassenbestände	2.174.241	3%	2.232.861	3%	-3%
7. Werte der Öffnungsklausel und Rechte aus Options- und Termingeschäften	1.056.575	1%	2.097.944	3%	-50%
8. Anteile an Hedge-Fonds	1.183.412	2%	-	0%	-
<b>SUMME</b>	<b>71.175.008</b>	<b>100%</b>	<b>68.270.942</b>	<b>100%</b>	

Abbildung 6-2: Kapitalanlagen nach Anlagegruppen<sup>49</sup>

<sup>48</sup> Quelle: Jahresabschluss des Vereins der Versicherungsunternehmen Österreichs zum 31.12.2007

<sup>49</sup> Quelle: Jahresabschluss des Vereins der Versicherungsunternehmen Österreichs zum 31.12.2007

Außenstehende oder auch Versicherungsnehmer fragen sich – berechtigterweise – wieso gerade Versicherungsunternehmen als Investoren in den unterschiedlichsten Anlagekategorien, sei es nun am Kapitalmarkt oder im Bereich der Immobilien, auftreten; ein oft gehörtes Zitat in diesem Zusammenhang ist (sinngemäß): „Die Versicherungen sollen nicht Geld für Investitionen rauswerfen, sondern mir gefälligst meine Ansprüche zahlen“.

Die Grundlage für die Beantwortung der Frage steckt aber bereits im angeführten Zitat – konkret darin, dass ein Versicherungsunternehmen im so genannten Fall der Fälle entstehende Ansprüche auch tatsächlich zahlen können muss. Die primäre Aufgabe des Versicherungsunternehmens besteht nämlich in der Bereitstellung von Risikoschutz für seine Versicherungsnehmer, deren Prämien und Beiträge ihm als liquide Mittel zufließen<sup>50</sup>.

Da die aus dem Geschäftsbetrieb resultierenden Verpflichtungen aus aufrechten Versicherungsverträgen (Stichwort versicherungstechnische Rückstellungen, siehe Kapitel 7.1) aber höher sind als der Wert der Vermögensgegenstände, die unmittelbar für den Betrieb benötigt werden, müssen Versicherungsunternehmen einen Ausgleich im Wege von Veranlagungen in betriebsfremde, kapitalbringende Anlagen schaffen<sup>51</sup>. Über diese Anlagetätigkeit müssen sie sicherstellen, dass die versicherungstechnischen Verpflichtungen jederzeit und unabhängig vom übrigen Gesellschaftsvermögen (was natürlich auch speziell im Insolvenzfall von Wichtigkeit ist) erfüllt werden können. Man könnte also sagen, dass die Anlagetätigkeit der Versicherungsunternehmen den Zeitraum zwischen Beitragszahlung und Fälligkeit einer Versicherungsleistung überbrückt.<sup>52</sup>

Für die Versicherungswirtschaft stellt sich daher nicht die Frage nach der Beschaffung von Kapital für bestimmte Investitionsvorhaben – vielmehr müssen hier geeignete Anlagemöglichkeiten für bereits vorliegendes Vermögen gesucht und gefunden werden, die mit den speziellen gesetzlichen Vorschriften vereinbar sind.

---

<sup>50</sup> vgl. Berg, B./Deisenrieder B.: Versicherungsgesellschaften – Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und –dienstleistern in Schulte (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Details, S. 466

<sup>51</sup> vgl. KPMG/UNIQA: Seminarunterlage Jahresabschlüsse von Versicherungen.

<sup>52</sup> siehe Fußnote Nr. 50.

## **6.2. Bedeutung der Versicherungszweige für die Immobilien-Anlage**

Die dem Versicherungsunternehmen zufließenden Mittel sind also entsprechend zu veranlagen, und zwar abhängig von der jeweiligen Versicherungssparte und den damit verbundenen Leistungsverpflichtungen. Dabei ist die Anlagepolitik der unterschiedlichen Versicherungssparten nach Art der jeweils betriebenen Versicherungsgeschäfte zwangsläufig unterschiedlich:

Schadensversicherungen werden eine andere Anlagepolitik verfolgen als Lebensversicherungen, da sie Kapital für Schadensfälle bzw. deren Regulierung benötigen und so ein recht hoher Kapitalbedarf, also Bedarf an Liquidität besteht.

Lebensversicherungen hingegen legen das Sparkapital langfristig im Interesse des Kunden an, um möglichst hohe Überschussbeteiligungen zu erwirtschaften.

Aufgrund des höheren Liquiditätsbedarfs ist daher die langfristig ausgerichtete Immobilienanlage bei Schadens- und Krankenversicherungen weniger stark ausgeprägt als bei Lebensversicherungen.

## **6.3. Einschränkungen der Kapitalanlagetätigkeit**

Versicherungsunternehmen können hinsichtlich ihrer Kapitalanlagepolitik nicht völlig frei agieren, sondern unterliegen der Aufsicht durch die Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA), sowie verschiedenen Anlagevorschriften, die unter anderem im Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG), sowie in der Verordnung der FMA über Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen durch Unternehmen der Vertragsversicherung (im Folgenden kurz KAVO) geregelt sind.

Der Schutzzweck des Versicherungsaufsichtsgesetzes als solcher ist im VAG zwar nicht explizit geregelt, eines der vorrangigen Ziele des VAG und der KAVO ist jedoch die Wahrung der Interessen der Versicherten<sup>53</sup> – es soll sichergestellt werden, dass das Versicherungsunternehmen den Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen jederzeit nachkommen kann.

---

<sup>53</sup> vgl. Baran, P.: Österreichisches Versicherungsaufsichtsrecht, S. 13

Zweck der Anlagetätigkeit bei Versicherungsunternehmen ist es, durch Art, Umfang und Qualität der Deckungsmittel die dauerhafte Erfüllbarkeit der Versicherungsverträge sicherzustellen.<sup>54</sup> Allerdings werden hinsichtlich der Vermögensanlage heute noch größere Anforderungen an die Versicherungsunternehmen gestellt als in der Vergangenheit, da die Auswahl an Anlageprodukten deutlich größer, aber teilweise nicht unbedingt transparenter geworden ist.

Überdies herrscht ein schärferer Wettbewerb in der Versicherungswirtschaft durch vermehrte Produktvergleiche und zunehmende Konkurrenz durch Bank- und Investmentprodukte. Versicherungsunternehmen messen daher nunmehr dem Kapitalanlageergebnis deutlich mehr an Bedeutung bei als in der Vergangenheit.

Aufgrund dessen kommt einem qualifizierten Anlagemanagement, der Etablierung geeigneter interner Kapitalanlagegrundsätze und Kontrollverfahren, einer perspektivischen Anlagepolitik sowie weiteren organisatorischen Maßnahmen eine sehr große, wenn nicht überragende Bedeutung zu.

---

<sup>54</sup> vgl. Berg, B./Deisenrieder B.: Versicherungsgesellschaften – Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und –dienstleistern in Schulte (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Details , S. 467



## 7. Rechnungslegung der Versicherungsunternehmen

Die Rechnungslegung erfüllt im Versicherungsbereich zwei Zwecke: einerseits wie bei anderen Unternehmen jenen, Unternehmensorgane und Öffentlichkeit über die Lage des Unternehmens zu informieren. Andererseits ist sie wesentliche Grundlage für die aufsichtsbehördliche Überwachung des Geschäftsbetriebes. Das VAG regelt die Rechnungslegungsvorschriften für Versicherungen nicht selbständig, sondern nur insoweit, als durch die Eigenart des Versicherungsgeschäfts Abweichungen von den allgemeinen Vorschriften (UGB, AktG) erforderlich sind.

Versicherungsunternehmen, die Mutterunternehmen im Sinne des § 244 UGB sind, müssen neben dem Einzel- auch einen Konzernabschluss aufstellen. Sofern das Mutterunternehmen an der Börse notiert ist, muss der Konzernabschluss nach internationalen Rechnungslegungsstandards (IAS/IFRS) erstellt werden; nicht börsennotierte Mutterunternehmen können dies wahlweise tun, sind aber nicht dazu verpflichtet. Im Einzelabschluss sind Bilanz und Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) nach den Abteilungen Lebensversicherung, Krankenversicherung und Schaden- und Unfallversicherung zu gliedern; im Konzernabschluss ist lediglich die GuV in Lebensversicherung und allgemeines Versicherungsgeschäft zu gliedern, die Bilanz muss hier nicht unterteilt werden.

Ein weiterer grundlegender Unterschied zu Jahresabschlüssen anderer Unternehmen liegt darin, dass die Bilanz nicht zwischen Anlage- und Umlaufvermögen unterteilt und die GuV in einen versicherungstechnischen und einen nicht versicherungstechnischen Teil untergliedert wird:

- Die versicherungstechnische Rechnung enthält alle Positionen, die unmittelbar mit dem Betrieb des Versicherungsgeschäftes zusammenhängen, also in erster Linie die Prämien (Erträge) und Versicherungsleistungen (Aufwendungen).
- Die nicht versicherungstechnische Rechnung umfasst hingegen die Ergebnisse der Kapitalanlage und weiters die Ergebnisse der außerordentlichen Gebarung.

Das Schema dieser GuV isoliert somit die Auswirkungen der versicherungstechnischen Risiken von jenen der Kapitalanlage, wodurch eine erste grobe Analyse der Finanzlage möglich wird.

Durch die Besonderheiten des Versicherungsgeschäfts wird das Bilanzbild im Gegensatz zu Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft vorwiegend durch die Posten der Passivseite bestimmt: einerseits erwachsen dem Versicherungsunternehmen im Verhältnis zum Versicherungsnehmer regelmäßig nur Verpflichtungen und keine Forderungen, da das Versicherungsunternehmen zunächst eine Prämie vereinnahmt, der erst in Zukunft eine Versicherungsleistung folgt – der Versicherer befindet sich also gegenüber dem Versicherungsnehmer in einem Erfüllungsrückstand. Andererseits hängt die vom Versicherer versprochene finanzielle Leistung vom unsicheren Eintritt (die genaue Höhe und der Zeitpunkt des Eintretens sind ja vorab nicht bekannt) bestimmter versicherter Tatbestände ab.<sup>55</sup>

Das Versicherungsunternehmen muss diese Umstände im Wege der Bildung von entsprechenden Rückstellungen in seiner Bilanz berücksichtigen.

### **7.1. Die versicherungstechnischen Rückstellungen**

Es ist gehört zu den allgemeinen kaufmännischen Pflichten, für ungewisse Verbindlichkeiten und für drohende Verluste aus schwebenden Geschäften Rückstellungen zu bilden (§ 198 Abs 8 Z1 UGB). Was Versicherungsunternehmen betrifft, so haben diese neben den allgemeinen Rückstellungen, wie etwa der Abfertigungs-, der Steuer oder auch der Pensionsrückstellung die so genannten „versicherungstechnischen Rückstellungen“ vorzusehen. Dabei handelt es sich um jene Rückstellungen, die gebildet werden müssen, um die dauernde Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen zu gewährleisten (§ 81 i Abs 1 VAG).

Aus aufsichtsrechtlicher Sicht ist die ausreichende Bildung versicherungstechnischer Rückstellungen das wichtigste Element der Rechnungslegung eines Versicherungsunternehmens, da diese entscheidend dazu beitragen, dass ausreichende Mittel zur Erfüllung der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen zur Verfügung stehen<sup>56</sup>. Es herrschen daher strikte Vorschriften hinsichtlich deren Bedeckung, die in detaillierter Form in der KAVO geregelt sind: diese legt fest, was in diesem Zusammenhang ein „geeigneter Vermögenswert“ ist.

---

<sup>55</sup> vgl. Mahlberg, Bernhard / Url, Thomas: Die Rolle der versicherungstechnischen Rückstellung in der Versicherungswirtschaft, S. 3

<sup>56</sup> vgl. Baran, P.: Österreichisches Versicherungsaufsichtsrecht, S. 76

§ 81 i Abs 2 VAG bietet eine demonstrative Aufzählung der versicherungstechnischen Rückstellungen – zu den wichtigsten davon zählen

- die Prämienüberträge,
- die Deckungsrückstellung,
- die Rückstellung für noch nicht abgewickelte Versicherungsfälle,
- die Rückstellung für erfolgsabhängige Prämienrückerstattung und
- die Schwankungsrückstellung

## **7.2. Vermögensblöcke einer Versicherung**

Die Kapitalanlagen eines Versicherungsunternehmens werden ihrer Funktion nach eingeteilt – nämlich in das so genannte gebundene Vermögen und in das freie Vermögen.

### **7.2.1. Gebundenes Vermögen**

Hierbei handelt es sich um jene Vermögenswerte, die zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen dienen. Sie unterliegen den in den Folgekapiteln 8 und 9 näher erläuterten besonderen Anlagevorschriften nach VAG (§§ 77 – 79) und der KAVO und müssen im Inland oder in anderen EWR – Vertragsstaaten belegen sein (§ 79 a Abs. 1 VAG).

Besondere Bedeutung innerhalb des gebundenen Vermögens kommt dem Deckungsstock zu. Darunter versteht man ein Sondervermögen eines Versicherungsunternehmens, das getrennt vom übrigen Vermögen zu verwalten ist und der Bedeckung des so genannten Deckungserfordernisses dient.<sup>57</sup> Als Deckungserfordernis werden die bedeckungspflichtigen versicherungstechnischen Rückstellungen in der Lebensversicherung, in der Krankenversicherung nach Art der Lebensversicherung und in der Unfallversicherung nach Art der Lebensversicherung definiert.

Da der Deckungsstock in diesen Versicherungszweigen der zentrale Mechanismus zum Schutz des Anspruches der Versicherungsnehmer bzw. zur Erfüllbarkeit ihrer rechtlichen Ansprüche ist, haben die Versicherungsunternehmen dafür zu sorgen,

---

<sup>57</sup> Siehe Glossar auf der Homepage der FMA unter folgender URL:  
<http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/glossar.html?channel=CH0061&doc=CMS1138704678340>;  
abgerufen am 05.02.2009

dass das Deckungserfordernis durch die dem Deckungsstock gewidmeten Vermögenswerte stets voll erfüllt ist.<sup>58</sup> Die im Deckungsstock enthaltenen Vermögenswerte müssen daher auch in einem so genannten Deckungsstockverzeichnis eingetragen werden. Für dem Deckungsstock gewidmete Immobilien gibt es eine weitere Vorschrift: ihre Deckungsstockwidmung muss im Grundbuch eingetragen werden (Eintragungspflicht).

Im Konkursfall ist der Deckungsstock eine Sondermasse, aus der die Ansprüche der Versicherungsnehmer bevorzugt zu befriedigen sind. § 20 Abs 2 VAG zufolge ist für jede Bilanzabteilung (siehe oben) auch eine gesonderte Abteilung des Deckungsstocks zu bilden.

Das übrige gebundene Vermögen soll die verbleibenden versicherungstechnischen Rückstellungen, die Verbindlichkeiten aus dem Versicherungsgeschäft und passive Rechnungsabgrenzungsposten aus Versicherungsverhältnissen bedecken.

### **7.2.2. Freies Vermögen**

Beim freien Vermögen handelt es sich um alle anderen Kapitalanlagen, die nicht zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellung dienen und die auch keinen aufsichtrechtlichen Restriktionen unterliegen. Hinsichtlich dieses Vermögens gibt es gemäß EWG- bzw. EG – Richtlinien sogar ein ausdrückliches Verbot gegenüber den Mitgliedstaaten, Kapitalanlagevorschriften zu erlassen (Art 18 Abs 1 der RL 73/239/EWG und Art 31 Abs 1 der RL 2002/83/EG).

Wenn aber eine bereits durchgeführte Kapitalanlage die Zahlungsfähigkeit des Versicherungsunternehmens gefährdet (zB indem sie geeignet ist, unabsehbare Zahlungsverpflichtungen nach sich zu ziehen, die den Wert der Anlage erheblich übersteigen), so hat die FMA gemäß § 104a Abs 5 VAG Anordnungen zur Beseitigung dieser Gefahr zu treffen.<sup>59</sup>

---

<sup>58</sup> Siehe Glossar auf der Homepage der FMA unter folgender URL:  
<http://www.fma.gv.at/cms/site/DE/glossar.html?channel=CH0061&doc=CMS1138704678340>;  
abgerufen am 05.02.2009

<sup>59</sup> vgl. Baran, P.: Österreichisches Versicherungsaufsichtsrecht, S. 97

## **8. Aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen**

Für das gebundene Vermögen gelten bestimmte Anlagegrundsätze, sowie Beschränkungen hinsichtlich der zulässigen Anlageformen und deren Quoten. Maßgeblich hierfür sind §§ 77 – 79 VAG, sowie die auf Grundlage der § 78 Abs 3, § 79 Abs 3 und § 79c VAG erlassene Kapitalanlageverordnung (KAVO).

### **8.1. Anlagegrundsätze**

Basierend auf dem vorrangigen Ziel des Schutzes der Interessen der Versicherten leiten sich vier in § 1 (1) der KAVO geregelte allgemeine Anlagegrundsätze ab, die maßgeblich für die Kapitalanlage zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen sind. Es handelt sich dabei um die Grundsätze der Sicherheit, der Rentabilität, der Liquidität, sowie der Mischung und Streuung.

#### **8.1.1. Sicherheit**

Die Sicherheit der Kapitalanlage steht im Hinblick auf die jederzeitige Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungsverträgen im Vordergrund; gegenwärtige und zukünftige Risiken (sofern erkennbar) sind auszuschließen. Dies erfordert eine permanente Überwachung und schließt spekulative Kapitalanlagen aus.

#### **8.1.2. Rentabilität**

Rentabilität kennzeichnet den finanziellen Erfolg einer Kapitalanlage und resultiert als Kapitalanlageziel oder –grundsatz direkt aus den Verpflichtungen des Versicherungsgeschäfts inklusive Verzinsungsvereinbarungen. Die Erzielung einer Mindestendite ist dabei nicht vorgeschrieben, jedoch sind Verzinsungen, die unterhalb der rechnungsmäßigen Verzinsung der Deckungsrückstellung liegt, nicht akzeptabel.

#### **8.1.3. Liquidität**

Liquidität drückt die Fähigkeit eines Unternehmens aus, mit den vorhandenen Vermögensbestandteilen allen Zahlungsverpflichtungen fristgerecht nachkommen zu können. Die Liquidität einer Kapitalanlage ist umso höher, je kurzfristiger das Geld der Anlage dem Anleger wieder zur Verfügung gestellt werden kann. Daher muss auch der Gesamtbestand an Vermögensanlagen so zusammengesetzt sein, dass stets ein betriebsnotwendiger Betrag an liquiden oder ohne Schwierigkeiten liquidierbaren

Anlagen vorhanden ist, was eine umfassende Finanz- und Liquiditätsplanung im Unternehmen unumgänglich macht.<sup>60</sup>

#### **8.1.4. Mischung und Streuung**

Unter Mischung versteht man die Aufteilung des Kapitalanlagebedarfes auf verschiedene Anlagearten. So soll eine einseitige Anlagepolitik vermieden werden und in Folge ein Risikoausgleich zwischen den einzelnen Anlagearten geschaffen werden. Streuung hingegen bedeutet die Diversifikation innerhalb einer Anlageart. Für Immobilien ist die zum Zweck der Risikodiversifikation gebotene Verteilung der Anlagen auf verschiedene Objekte zu beachten, wobei ortsgebundene Schwerpunktbildungen zu vermeiden sind.

#### **8.2. Konflikte der genannten Grundsätze und Kompromisse**

In der Praxis zeigt sich, dass die genannten Grundsätze Sicherheit, Liquidität und Rentabilität nicht ohne Kompromisse miteinander vereinbar sind<sup>61</sup>:

Es kann keiner der drei Grundsätze dieses „magischen Dreiecks der Vermögensanlage“ zu hundert Prozent verwirklicht werden, ohne dass es zu Konflikten mit den anderen beiden Grundsätzen käme, denn einerseits muss zur Erzielung eines möglichst hohen Grades an Sicherheit eine tendenziell niedrigere Rendite in Kauf genommen werden.

Andererseits entsteht dadurch, dass liquidere Anlagen oft mit Renditenachteilen verbunden sind auch ein Konflikt zwischen Liquidität und Rentabilität. Ein Kompromiss wird durch den letzten der genannten Grundsätze herbeigeführt: jenen der Mischung und Streuung, da dieser die in Konflikt stehenden anderen Grundsätze berücksichtigt.

---

<sup>60</sup> vgl. Berg, B./Deisenrieder, B.: Versicherungsgesellschaften – Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und –dienstleistern. in: Schulte, K.W. (Hrsg.): Handbuch Immo-Portfoliomanagement, S. 470

<sup>61</sup> ebenda.

## 9. Zulässige Vermögenswerte lt. VAG und KAVO

§ 78 Abs. 1 VAG teilt die zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen geeigneten Vermögenswerte in folgende Kategorien ein:

- Schuldverschreibungen, Anleihen und andere Geld- und Kapitalmarktpapiere
- Aktien und andere Anteile an schwankendem Ertrag
- Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren und anderen gemeinschaftlichen Kapitalanlagen
- Darlehen und Kredite
- Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte
- Guthaben bei Kreditinstituten und Kassenbestände

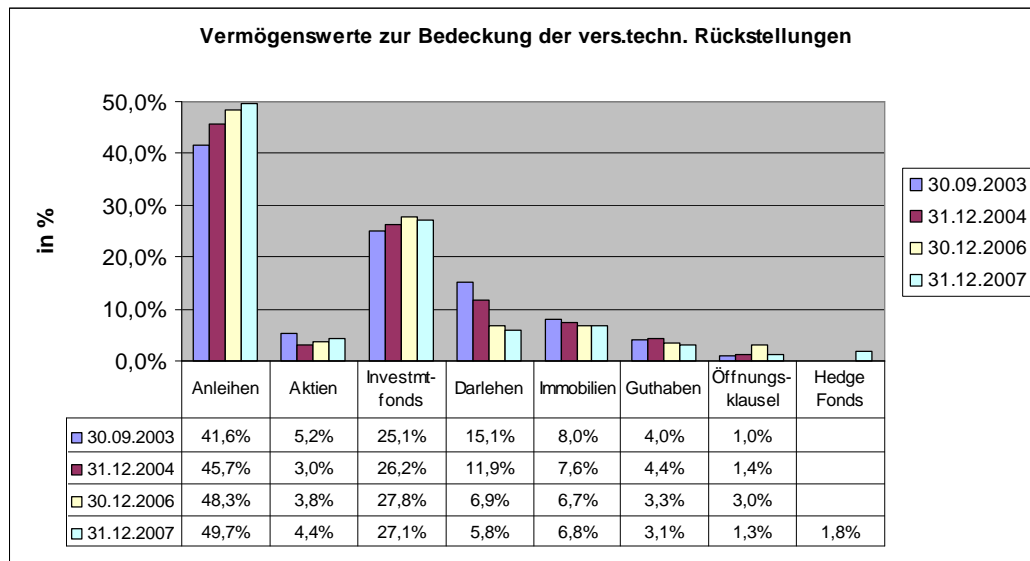
Darauf aufbauend enthält § 2 KAVO einen detaillierten Katalog der zur Bedeckung geeigneten Vermögenswerte, dieser engt die vorgenannten Kategorien durch genauere Definitionen ein. Dabei gelten unterschiedlichen Anrechnungsgrenzen für die verschiedenen Arten von Vermögenswerten.

Der Katalog enthält auch eine so genannte Öffnungsklausel. Diese besagt, dass Vermögenswerte, die nicht unter diesen Katalog, wohl aber unter die Kategorien gemäß § 78 Abs. 1 VAG fallen, einzeln bis zu 1% und insgesamt bis zu 5% der versicherungstechnischen Rückstellung zur Bedeckung herangezogen werden dürfen (§ 2 Abs. 1 Z 9, § 3 Abs. 1 Z 12 KAVO). Darüber hinaus dürfen derartige Vermögenswerte nur bei Vorliegen besonders berücksichtigungswürdiger Gründe mit Genehmigung der FMA herangezogen werden.<sup>62</sup>

Nachstehende Übersicht zeigt die Verteilung der herangezogenen Vermögenswerte zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen österreichischer Versicherungsunternehmen in den Bereichen Lebens-, Kranken- und Schaden-/ Unfallversicherung:

---

<sup>62</sup> vgl. Baran, P.: Österreichisches Versicherungsaufsichtsrecht, S. 87



**Abbildung 9-1: Vermögenswerte zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen<sup>63</sup>**

Um nicht den Rahmen zu sprengen, sollen für die vorliegende Arbeit nur folgende beiden Kategorien im Detail besprochen werden:

- Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen (Fonds) und
- Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte

### **9.1. Anteile an Organismen für gemeinsame Anlagen (Fonds)**

Hier muss zwischen Kapitalanlage-Fonds (sie investieren in Wertpapiere, und Immobilien-Fonds (sie investieren in Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte) unterschieden werden, wobei Kapitalanlage-Fonds auch Anteile an Immobilien-Fonds enthalten können.

Kapitalanlage-Fonds dürfen lt. § 2 Abs. 1 Z 3 lit. a KAVO zur Bedeckung herangezogen werden, wenn sie den Bestimmungen der RL 85/611/EWG über Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) oder den Bestimmungen des österreichischen Investmentfondsgesetzes, BGBl 2006/48 entsprechen.

Immobilien-Fonds müssen entweder solche nach dem österreichischen ImmoInvFG, oder nach dem Recht anderer EWR-Vertragsstaaten sein, um zur Bedeckung herangezogen werden zu dürfen (§ 2 Abs. 1 Z 3 lit. c KAVO).

<sup>63</sup> Quelle: Ulreich, O. / FMA: Unterlage zum Seminar Kapitalanlage von Versicherungen und deren Bewertung der Akademie für Recht, Steuern und Wirtschaft, September 2008, S. 123



## **9.2. Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte**

Folgende Vermögenswerte dürfen lt. § 2 Abs. 1 Z 5 KAVO zur Bedeckung herangezogen werden. Das jeweils höchstmögliche Ausmaß wird durch die Anrechnungsgrenzen des § 3 Abs. 1 KAVO festgelegt.

- Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte, die in einem EWR – Vertragsstaat belegen sind und einen ausreichenden Ertrag abwerfen oder erwarten lassen, sofern die Angemessenheit des Kaufpreises nachgewiesen ist,
- Anteilsrechte an Kapitalgesellschaften und Kommanditeinlagen bei Kommanditgesellschaften mit Sitz in einem EWR – Vertragsstaat, an denen ausschließlich oder mehrheitlich eines oder mehrere Versicherungsunternehmen mit Sitz im Inland oder einem anderen Vertragsstaat beteiligt sind und deren Hauptzweck der Erwerb von Liegenschaften, die Errichtung von Gebäuden auf diesen Liegenschaften und die Verwaltung dieser Liegenschaften ist,
- Darlehen an solche Kapitalgesellschaften oder Kommanditgesellschaften.

## **9.3. Anrechnungsgrenzen des § 3 Abs. 1 KAVO**

Durch die Anrechnungsgrenzen wird der Grundsatz der Mischung und Streuung konkretisiert. Sie geben mittels Prozentsätzen an, welchen maximalen Anteil eine bestimmte Anlageform an der versicherungstechnischen Rückstellung haben darf. Hinsichtlich der Immobilien – Kapitalanlagen (das sind Liegenschaften und liegenschaftsgleiche Rechte, Anteilsrechte an Liegenschaftsgesellschaften, Darlehen an solche Gesellschaften und Anteile an Immobilien-Fonds) sind die so genannten Gesamtanrechnungsgrenzen und Einzelanrechnungsgrenzen von Relevanz, wobei folgendes gilt:

- Gesamtanrechnungsgrenzen (das sind Grenzen für Vermögensanlagen einer bestimmten Art): Insgesamt dürfen die oben genannten Immobilien – Kapitalanlagen maximal 30% der versicherungstechnischen Rückstellung betragen.
- Einzelanrechnungsgrenzen (das sind Grenzen für einzelne Vermögensanlagen): einzelne der oben genannten Anlagen dürfen maximal 10% der versicherungstechnischen Rückstellung betragen.

## 10. Immobilienanlagen als Teil der Kapitalanlage-Strategie

Die bereits in den vorhergehenden Kapiteln dargestellte Funktion der Kapitalanlage im Versicherungsbereich erklärt die strategische Bedeutung des Kapitalanlagemanagements. Dieses hat zur Aufgabe, vorhandenes wie neu zufließendes Kapital so anzulegen, dass die Anlageziele unter Berücksichtigung externer wie interner Anlage-restriktionen des Unternehmens optimal erfüllt werden. Die Aufgaben des Kapital-anlagemanagements lassen sich wie folgt beschreiben:<sup>64</sup>

- Identifikation der Ziele sowie der Restriktionen für die Kapitalanlage
- Sammlung und Analyse von Informationen über Kapitalanlagen und Märkte
- Entwicklung von Portfoliostrategien und Auswahl der optimalen Strategie
- Umsetzung der Strategie im Kapitalanlagenportfolio
- Kontrolle des Strategieerfolgs und gegebenenfalls Revision der Strategie.

### 10.1. *Prozess der Immobilienanlageentscheidung*

Die Entscheidung über die Anlage in Immobilien ist integraler Bestandteil des all-gemeinen Kapitalanlagemanagements. Wie am anfänglich dargestellt, verfügen Ver-sicherungen über gemischte Kapitalanlageportfolios, die neben Vermögenswerten wie z.B. Aktien auch Immobilien beinhalten können. Immobilienanlagen stehen da-her mit anderen Anlageklassen in Konkurrenz um die verfügbaren Gelder. Zur Ab-klärung, welche Rolle Immobilien letztendlich im Gesamtportfolio spielen sollen, be-darf es somit der Beantwortung folgender Fragen:<sup>65</sup>

- Sollen Immobilienanlagen grundsätzlich Teil des Kapitalanlagenportfolios sein?
- Welchen wertmäßigen Anteil sollen Immobilienanlagen am gesamten Kapital-anlageportfolio haben, d.h. wie hoch soll die Immobilienquote sein?
- Welche Struktur soll das Immobilienportfolio hinsichtlich seiner Zusammen-setzung beispielsweise nach Anlageform oder nach geographischer (international, national, regional etc) und sektoraler (Büro, Handel, Wohnen etc) Streuung der Anlagen aufweisen?

---

<sup>64</sup> vgl. Walz, E./Walbröhl, V.: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S. 189

<sup>65</sup> Ebenda, S. 190

Um diese Fragen beantworten zu können, ist ein systematischer Planungsprozess erforderlich, der theoretisch und idealtypisch aus folgenden Phasen besteht:<sup>66</sup>

- Analyse des vorhandenen Immobilienbestandes und Anlageziele
- Definition der Handlungsalternativen
- Identifikation von Anlagerestriktionen
- Auswahl des optimalen Portfolios
- Umsetzung des Zielfortfolios
- Kontrollphase

### **10.2. Analyse des vorhandenen Immobilienbestandes und Anlageziele**

In der Regel verfügen Versicherungen bereits über einen historisch gewachsenen Immobilienbestand, daher ist es sinnvoll, am Beginn des Planungsprozesses eine Bestandsaufnahme bzw. –analyse durchzuführen. Da der Planungsprozess idealtypischerweise nicht nur einmalig stattfindet, sondern sich in regelmäßigen Abständen wiederholt, ist die laufende Portfolioanalyse eine wesentliche Begleitfunktion für den gesamten Prozess. Auf diese Art wird eine Datenbasis geschaffen, die etwaige Probleme des Portfolios erkennen lässt und die auch später im Rahmen der Umsetzungs- und auch der Kontrollphase bedeutend ist.

Die Beurteilung der Objekte im Immobilienbestand erfolgt häufig anhand zweier Klassen von Beurteilungskriterien:

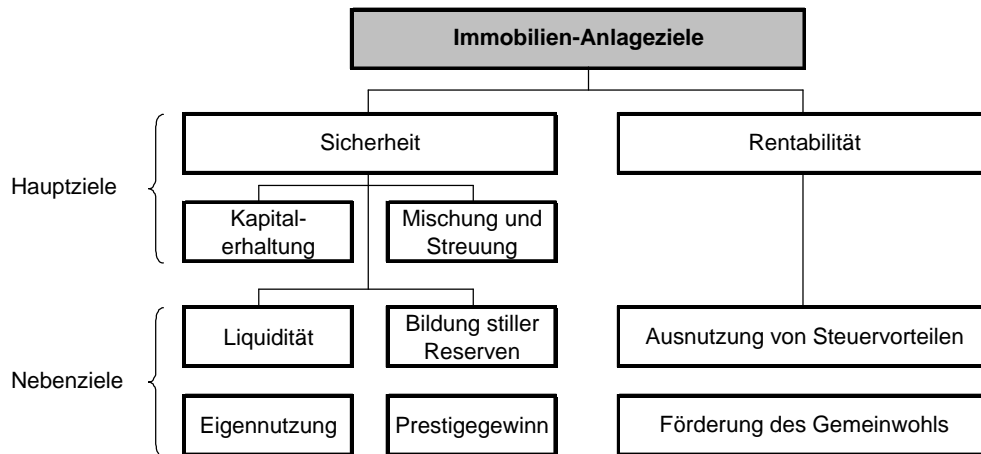
- Kriterien, die sich auf die Wettbewerbsposition beziehen und sich mit den Eigenschaften des einzelnen Objekts im Vergleich zu konkurrierenden Objekten beschäftigen.
- Kriterien, mit deren Hilfe sich die Attraktivität des Marktes klassifizieren lässt, in dem sich das Objekt befindet.

Am Beginn des Planungsprozesses sollte die Definition eines Zielsystems, also Auswahl und Priorisierung der relevanten Anlageziele, für die Immobilienanlage

---

<sup>66</sup> vgl. Walz, E./Walbröhl, V.: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition. Die obige Aufzählung folgt im Wesentlichen Abb. 7 „Prozess der Immobilienanlageentscheidung“ auf S 190 und den Erläuterungen auf S. 191 – 200

stehen. Die den Versicherungen durch VAG und KAVO vorgegebenen Anlageziele Sicherheit, Rentabilität, Liquidität, Mischung und Streuung bilden die Basis der nachstehend dargestellten Zielhierarchie:



**Abbildung 10-1: Zielhierarchie der Immobilien-Anlageentscheidung<sup>67</sup>**

Wie jedoch in Kapitel 8.2 erläutert stehen diese Ziele teilweise in konkurrierender Beziehung zueinander, sodass eine gleichzeitige Maximierung aller Ziele nicht möglich ist (z.B. die Konkurrenz zwischen Rentabilitäts- und Sicherheitsziel: diese beiden Ziele können wohl nicht simultan maximiert werden, da höhere Renditeerwartungen idR mit höherem Risiko einhergehen). Daher müssen die Ziele im Rahmen des Kapitalanlagemanagements in eine Reihen- bzw. Rangfolge gebracht werden und auch Randbedingungen für die Nebenziele definiert werden. Übergeordnetes Ziel sollte hierbei sein, im Hinblick auf einen langfristigen Kapitalanlageerfolg die optimale Balance von Rendite und Risiko durch Mischung unterschiedlicher Anlageformen zu finden.<sup>68</sup>

Im nächsten Schritt sind Kenngrößen für die Anlageziele zu definieren, anhand derer der Grad der Zielerreichung quantifiziert werden kann (zB Rendite-, Risikokennzahlen). Darüber hinaus sollten Vorgaben zum gewünschten Zielerreichungsgrad festgelegt werden (zB Vorgabe von geforderten Mindestrenditen), an denen sich die tat-

<sup>67</sup> Quelle: Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger. S. 82

<sup>68</sup> vgl. Walz, E./Walbröhl, V.: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S. 193

sächlich erreichten Ergebnissen dann messen lassen. Diese Aufgabe stellt sich jedoch bei Immobilien schwieriger dar als bei diversen anderen Anlageklassen.

### **10.3. Definition der Handlungsalternativen**

Nach Analyse des Zielsystems sind in einem nächsten Schritt mögliche Handlungsalternativen festzulegen. Diese Handlungsalternativen bestehen in der Verwirklichung verschieden ausgeprägter Immobilienportfolios.

Aus der Kombination der Zielvorgaben und den Charakteristika der unterschiedlichen Anlagestrategien ergibt sich eine Bandbreite an möglichen Anlageprodukten bzw. -optionen. Es gibt also für jeden Entscheidungszeitpunkt eine Vielfalt an alternativen Portfolios, die sich hinsichtlich der Immobilienquote (Anteil Immobilien am Gesamtanlageportfolio) und der Zusammensetzung des Immobilienportfolios unterscheiden. Um eine Eingrenzung zu treffen, muss das relevante Immobilienanlageuniversum definiert werden, was so viel bedeutet, dass jene Immobilienanlageformen zu bestimmen sind, die Basis für das optimale Immobilienportfolio sein können.

Die für österreichische Versicherungsunternehmen zulässigen Formen der Immobilienanlage sind durch VAG und KAVO klar definiert und wurden bereits unter Kapitel 9 dieses Teiles ausführlicher behandelt.

### **10.4. Anlagerestriktionen**

Nachdem man das Anlagespektrum definiert hat, ist als nächstes zu klären ob bzw. welche Restriktionen hinsichtlich der Immobilienanlage bestehen. Durch diese Abwägung lässt sich das zuvor ermittelte Handlungsspektrum um nicht realisierbare bzw. nicht erwünschte Varianten reduzieren.

Restriktionen können unternehmensexterner oder –interner Natur sein. Hievon wurden die externen Restriktionen, die dem Versicherungsunternehmen durch die gesetzlichen Vorschriften auferlegt werden, bereits in den vorangehenden Kapiteln behandelt. Was die internen Restriktionen angeht, so begründen sich diese mit den unternehmensspezifischen Charakteristika, wie etwa der Verfügbarkeit von Immobilien-Knowhow im Unternehmen oder auch dem vorhandenen Kapitalanlagevolumen.

Nachstehende Übersicht zeigt die möglichen Restriktionen, die hinsichtlich einer Immobilienanlage bestehen können:

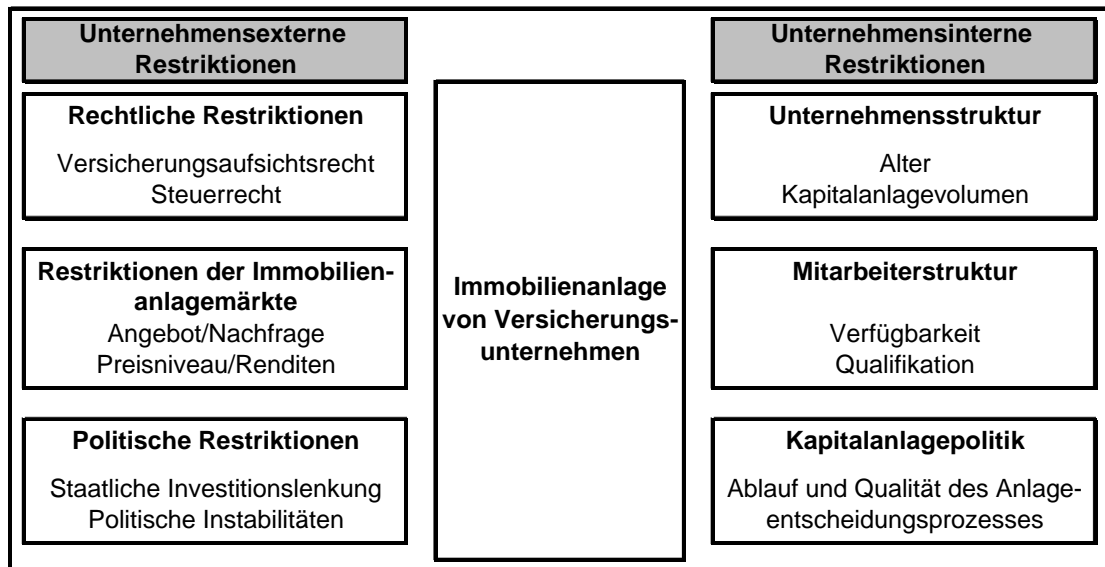


Abbildung 10-2: Restriktionen für die Immobilienanlage<sup>69</sup>

Als wichtige unternehmensinterne Restriktionen hinsichtlich der Frage, in welcher Form die Immobilienanlage erfolgen soll, erweisen sich die Größe des vorhandenen Immobilienbestands, das verfügbare Anlagevolumen p.a., sowie die Qualität des internen Portfoliomanagements.<sup>70</sup>

Auf Basis dieser Faktoren bzw. deren unterschiedlicher Ausprägungen können Normstrategien für die geeignete Form der Immobilienanlage abgeleitet werden.

Eine Vorselektion kann durch nachstehende Strategiematrix (Abbildung 10-3 auf der folgenden Seite) erleichtert werden, die auf das Wechselspiel der genannten Kriterien eingeht bzw. eine Orientierung für die Anlagemöglichkeiten in Abhängigkeit von den Kriterien Immobilienanlagenbestand, Anlagevolumen p.a. sowie interne Kompetenzen bietet.

---

<sup>69</sup> Quelle: Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger. S. 194

<sup>70</sup> vgl. Walz, E./Walbröhl, V.: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition S. 195

		Immobilienanlagevolumen p.a.		
		gering (< EUR 5 Mio.)	mittel (EUR 5 - 10 Mio.)	hoch (> EUR 10 Mio.)
Immobilien-spezifische Managementkompetenz im Unternehmen	hoch	Beteiligung an Immobilien-Spezialfonds	Beteiligung an Grundstücksgesellschaften / Direktanlage	Direktanlage
	mittel	Beteiligung an Immobilien-Spezialfonds	Beteiligung an Grundstücksgesellschaften / Spezialfonds	Direktanlage
	gering	Immobilienaktien / Anteile an offenen Immobilienfonds	Exit-Strategie oder Akquisition von Knowhow	Exit-Strategie oder Akquisition von Knowhow
		gering (< EUR 25 Mio.)	mittel (EUR 25 - 100 Mio.)	hoch (> EUR 100 Mio.)
		Immobilienanlagebestand		

Abbildung 10-3: Normstrategien für die Immobilienanlage<sup>71</sup>

### 10.5. Auswahl des optimalen Portfolios

Ein optimales Portfolio erfüllt die festgelegten Anlageziele bestmöglich. Um zu einem derartigen Portfolio zu gelangen, müssen zuerst die Immobilienquote festgelegt und dessen Struktur bestimmt werden. Dabei sollte nicht übersehen werden, dass die Optimierungsprozesse auf Ebene des Gesamtportfolios und auf Ebene des Immobilienportfolios interdependent sind: So hängt die Gewichtung der Immobilienanlagen am Gesamtportfolio von den Rendite-Risiko-Eigenschaften des Immobilienportfolios ab, die wiederum auf den jeweiligen Profilen der Einzel-Investments basieren. Und umgekehrt hat auch die Festlegung der Immobilienquote (also des Anteils der Immobilien-Anlagen am Gesamtportfolio) und das damit verbundene Anlagevolumen Auswirkungen auf das Immobilienportfolio, insbesondere auf die geeignete Art der Immobilienanlagen.

In der Vergangenheit verfolgten Versicherungsunternehmen durch ein passives Bestandsmanagement Buy-and-Hold-Strategien, für die lange Haltedauern und geringe Umstrukturierungen im Bestand charakteristisch waren. Erst im letzten Jahrzehnt ist das Bewusstsein gewachsen, dass für eine Optimierung der Performance von Immobilien-Portfolios ein aktives Bestandsmanagement erforderlich ist.

<sup>71</sup> Quelle: Walbröhl, V.: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger. S. 205

## **10.6. Umsetzung des Zielfolios**

Die strategische Portfoliooptimierung mündet in der Definition des optimalen Zielfolios, das die Kriterien des tatsächlichen Immobilienfolios vorgibt. Das Zielfolio ist dabei als langfristige strategische Zielvorgabe zu verstehen, und weicht idR in seiner Zusammensetzung von bestehenden Folios ab.<sup>72</sup> Im Wege einer taktischen Folioplanung werden kurz- bis mittelfristige Maßnahmen definiert, anhand derer die sukzessive Umsetzung des Zielfolios erfolgen soll.

Grundlage dafür eine detaillierte Analyse und Segmentierung des Bestands in

- Kernbestand: Immobilienanlagen, die in die Struktur des Zielfolios passen und bereits ein optimiertes Risiko-Rendite-Profil aufweisen,
- Managementbestand: Immobilienanlagen, die in die Struktur des Zielfolios passen aber hinsichtlich der Performance noch Optimierungsbedarf aufweisen,
- Handelsbestand: Immobilienanlagen, die nicht in die Struktur des Zielfolios passen

Neben der Optimierung bzw. Bereinigung bestehender Folios sind auch Anforderungen für Neuerwerbungen zu definieren, die aus der angestrebten Zielstruktur abgeleitet werden können. Diese sind im nächsten Schritt auf Ebene des operativen Folio-Managements umzusetzen. Dabei können die Erwerbsvoraussetzungen sowohl qualitativer Natur sein (zB Eingrenzung regionaler Teilmärkte) als auch quantitativ formuliert sein (zB durch Vorgabe des verfügbaren Anlagevolumens, des optimalen Investitionsvolumens und von Renditebenchmarks).

## **10.7. Kontrollphase**

Die Umsetzung des Zielfolios muss laufend überwacht werden. Dabei bezieht sich die Überwachung einerseits auf die Effektivität, also den Grad der Erfüllung der angestrebten Anlageziele des Investors. Andererseits wird durch das Controlling auch die Effizienz des taktischen und operativen Folio-Managements bei der Umsetzung der Planungsvorgaben überprüft. Dabei aufscheinende Diskrepanzen zwischen Soll und Ist sind im Wege einer Revision des jeweiligen Prozessschrittes zu behandeln.

---

<sup>72</sup> vgl. Walz, E./Walbröhl, V.: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen in Schulte, K.-W. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, S. 199



## 11. Schlussfolgerungen

Aufgrund des steigenden Interesses internationaler Investoren haben sich Immobilien in den vergangenen Jahren nach und nach als eigenständige Asset – Klasse etabliert, was langfristig auch zu einer Veränderung der Kapitalanlagepolitik und –kriterien in Hinsicht auf institutionelle Investoren generell und Versicherungsunternehmen im Speziellen führen sollte.

Der Entscheidung, ob ein (Versicherungs-) Unternehmen überhaupt in Immobilien investiert bzw. in welcher Form und auch in welchem Ausmaß das geschehen soll, liegt idR ein systematischer Planungsprozess zu Grunde, in dessen Rahmen sich die Entscheidungsträger auf Basis vordefinierter Anlageziele klar werden müssen, Kapital welchen Ausmaßes überhaupt für Kapitalveranlagungen zur Verfügung steht, wie das Gesamt-Anlageportfolio strukturiert sein soll und darauf aufbauend wie hoch der Anteil der Immobilien-Anlagen daran sein soll.

Aufgrund der Besonderheiten des Versicherungsgeschäfts und der bestehenden Risiken, die auf der Passivseite der Versicherungsbilanz in den diversen versicherungstechnischen Rückstellungen ihren Niederschlag finden, sind Versicherungsgesellschaften im Allgemeinen eher als risikoaverse Investoren einzustufen – dies gilt auch für Veranlagungen im Immobilienbereich.

Nicht zuletzt durch die Aufsicht und Kontrolle, der Versicherungsunternehmen hinsichtlich ihrer Anlagetätigkeit unterworfen sind, verfolgen sie allgemein eher konservative Anlagestrategien im Sinne eines überschaubaren Risikos bei entsprechender Rendite. Dem Sicherheits- und Nachhaltigkeitsgedanken sowie einem langfristigen Wertsteigerungspotenzial wird der Vorrang gegenüber etwaigen kurzfristig erzielbaren höheren Erträgen bzw. Renditen eingeräumt. Die Investments sind daher idR langfristig bzw. zumindest längerfristig ausgelegt und im Allgemeinen den Kategorien Core oder maximal Value-added zugehörig. Durch die langfristige Ausrichtung wird den Versicherungsunternehmen eher eine an Marktzyklen angepasste Investition ermöglicht als es bei einem rein auf Opportunitäten ausgerichteten Geschäftsmodell der Fall wäre.

In der Regel verfügen Versicherungen über einen historisch gewachsenen Immobilienbestand, die Form der Direktanlage in bestehende oder zu entwickelnde Objekte steht bzw. stand somit lange Zeit im Vordergrund. Hierbei gab es in der Vergangenheit häufig eine Mischung aus passiven Buy-and-Hold-Strategien (lange Haltedauer der Objekte und Konzentration auf die Rendite als einziges Ziel- und Entscheidungskriterium) und einer naiven Diversifikation der Anlagen. Die zunehmende Anpassung an internationale Standards in den vergangenen Jahren haben jedoch zu einer weiteren Professionalisierung bei der Anlageentscheidung geführt, wobei nunmehr auch aktive Buy-and-Sell Strategien verfolgt werden.

Die angesprochene Professionalisierung wirkt sich auch auf den Anteil indirekter Veranlagungsformen aus. So haben die letzten Jahre einen gewissen Trend zur indirekten Anlage mit sich gebracht: Versicherer nutzen mehr und mehr die Investitionsmöglichkeiten über Immobilienspezialfonds und teilweise auch geschlossene Fonds. Dies vor allem aus Gründen der (verbesserten) Risikostreuung in ihren Gesamtanlageportfolios, die sich durch die Möglichkeit der Ausnutzung internationaler Marktzyklen ergibt; aber sicherlich auch die erhöhte Fungibilität und die Möglichkeit zum Outsourcing von Managementfunktionen bei indirekten Anlageformen tragen wesentlich zu verstärkten Veranlagungen in diesem Bereich bei.

## Kurzfassung

Auch wenn ein Blick in die Bilanzen und Statistiken zeigt, dass Immobilien-Anlagen noch immer einen relativ geringen Anteil an den Gesamt-Kapitalanlageportfolios von Versicherungsunternehmen ausmachen, hat die Immobilie allgemein in den vergangenen Jahren für die Kapitalveranlagung institutioneller Investoren an Bedeutung gewonnen: diese nutzen nunmehr die Immobilien-Anlage bzw. deren verschiedene Spielarten, um ihre Anlageportfolios zu mischen und so von Diversifikationseffekten zu profitieren.

War ursprünglich die Direktinvestition in bestehende Objekte oder Projektentwicklungen die einzige Veranlagungsmöglichkeit, die erhebliche Nachteile mit sich brachte (wie z.B. die langfristige Bindung von Kapital und damit eingeschränkte Flexibilität, einen beträchtlichen Verwaltungsaufwand, relativ hohe Bewertungs- und Transaktionskosten etc.), so haben die vergangenen Jahre bzw. Jahrzehnte eine Vielzahl an indirekten Investitionsmöglichkeiten hervorgebracht, deren Vorteile vor allem in einem vergleichsweise niedrigen Kapitaleinsatz, geringem Verwaltungsaufwand, sowie – je nach Produkt – teilweise in einer kurzfristigen Wiederverkaufs- oder auch Rückgabemöglichkeit liegen.

Versicherungsunternehmen, die zu den größten institutionellen Investoren in Österreich zählen, sind im Rahmen ihrer Kapitalanlagetätigkeit teilweise, dh. was die Veranlagung der so genannten Deckungsmittel anbelangt, an sehr strikte Anlagevorschriften gebunden, durch die ihnen zulässige Anlageformen sowie allgemeine Grundsätze vorgegeben werden. Was letztere anbelangt, so spielen vor allem Sicherheit und Rentabilität der Anlage eine große Rolle, aber auch die Ziele der Liquidität, Mischung und Streuung dürfen keinesfalls vernachlässigt werden. Des Weiteren ist mittlerweile die Fungibilität zu einem wichtigen Schlagwort geworden.

Der Entscheidung, ob in Immobilien investiert wird bzw. in welcher Form und auch in welchem Ausmaß, liegt in der Regel ein mehrstufiger systematischer Planungsprozess zu Grunde, in dessen Rahmen sich die Entscheidungsträger auf Basis vordefinierter Anlageziele klar werden müssen, wie das Immobilien-Portfolio strukturiert werden soll, und welche Auswirkung es folglich auf das Gesamtanlagen-Portfolio bzw. dessen Performance haben wird.

## Abbildungsverzeichnis

### Teil A

Abbildung 2-1: Unterscheidungskriterien zwischen privaten und institutionellen Investoren .....	6
Abbildung 2-2: Unterschiedliche Portfoliostruktur bei institutionellen Investoren...	10
Abbildung 3-1: Renditekombinationen .....	19
Abbildung 4-1: Grafische Darstellung der Klassifizierungskriterien nach INREV ..	26
Abbildung 4-2: Kennzeichen einer Core Strategie .....	29
Abbildung 4-3: Kennzeichen einer Value-added Strategie .....	31
Abbildung 4-4: Kennzeichen einer opportunistischen Strategie .....	33
Abbildung 5-1: Abgrenzungskriterien.....	34
Abbildung 5-2: Stärken- und Schwächen der einzelnen Immobilienanlageformen ..	35
Abbildung 5-3: Kursentwicklung IATX .....	42
Abbildung 5-4: Aktuelle Zusammensetzung des IATX.....	43
Abbildung 5-5: Offener Immobilien-Fonds.....	45
Abbildung 5-6: Geschlossener Immobilien-Fonds .....	49

### Teil B

Abbildung 6-1: Kapitalanlagen österr. Versicherungsunternehmen per 31.12.2007.	51
Abbildung 6-2: Kapitalanlagen nach Anlagegruppen .....	51
Abbildung 9-1: Vermögenswerte zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen.....	62
Abbildung 10-1: Zielhierarchie der Immobilien-Anlageentscheidung .....	66
Abbildung 10-2: Restriktionen für die Immobilienanlage .....	68
Abbildung 10-3: Normstrategien für die Immobilienanlage .....	69

### **Verzeichnis der verwendeten Literatur:**

BARAN, Peter: Österreichisches Versicherungsaufsichtsrecht. MANZ'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung GmbH, Wien 2008

BERTL, R. / EBERHARTINGER, E. / EGGER, A. / KALSS, S. / LANG, M. / NOWOTNY, Ch. / RIEGLER, Ch. / SCHUCH, J. (Hrsg.): Immobilien im Bilanz- und Steuerrecht, Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien 2007

BIENERT, Sven / FUNK, Margaret (Hrsg.): Immobilienbewertung Österreich, Edition ÖVI Immobilienakademie – ÖVI Immobilien Betriebs – GmbH, Wien 2007

BRAUER, Kerry-U. (Hrsg.): Grundlagen der Immobilienwirtschaft, Verlag Dr. Th. Gabler, 5. Auflage, Wiesbaden 2006

HELLERFORTH, Michaela: BWL für die Immobilienwirtschaft, Verlag Oldenburg, 1. Auflage 2007

WALBRÖHL, Victoria: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger. Immobilien Informationsverlag Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2001

SCHULTE, Karl-Werner, u.a. (Hrsg.): Handbuch Immobilien – Investitionen. Immobilien Informationsverlag Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2005

SCHULTE, Karl-Werner, u.a. (Hrsg.): Handbuch Immobilien – Portfoliomanagement, Immobilien Informationsverlag Rudolf Müller GmbH & Co. KG, Köln 2007

### **Skripten:**

DETTELBACHER, Udo: Risikomanagement und Exit-Strategien. TU, Wien 2008

MUHR, Hans: Bewertung von Sonderimmobilien. TU, Wien 2008

TEUFELSDORFER, Herwig: Immobilienfonds und Portfoliomanagement. TU, Wien 2008

### **Seminarunterlagen / Broschüren / Artikel:**

BANK PRIVAT: Investieren in Immobilien. Broschüre, 1. Auflage Juli 2006

KPMG/UNIQA: Jahresabschlüsse von Versicherungen – Grundlagen für Analysen. Unterlage zum gleichnamigen internen Seminar aus November 2006

MAHLBERG, Bernhard / URL, Thomas: Die Rolle der versicherungstechnischen Rückstellung in der Versicherungswirtschaft. Studie des Österreichischen Instituts für Wirtschaftsforschung im Auftrag des Verbandes der Versicherungsunternehmen Österreichs aus März 2003

RESCH, Erich / TPA Horwath: Immobilienfonds. Unterlage zum Seminar „Immobilienveranlagungen“ des Institute for International Research aus Juli 2008

ULREICH, Oskar / FMA: Kapitalanlage von Versicherungen und deren Bewertung Unterlage zum gleichnamigen Seminar der Akademie für Recht, Steuern und Wirtschaft aus September 2008

WAGNER, Peter: Immobilienaktien: Das Ende der Langeweile in Immobilienfokus Gewerbe, Ausgabe Juli/August 2007\_Nr. 6

**Sonstige Unterlagen:**

ERSTE GROUP: Sector Report – INSURANCE, 10 December 2008

Jahresabschluss des Verbands der Versicherungsunternehmen Österreichs (VVO) zum 31. Dezember 2007

Konzernjahresabschluss der UNIQA Versicherungen AG zum 31. Dezember 2007

Konzernjahresabschluss der WIENER STÄDTISCHE Versicherung AG Vienna Insurance Group zum 31. Dezember 2007

Bundesgesetz vom 18. Oktober 1978 über den Betrieb und die Beaufsichtigung der Vertragsversicherung (VERSICHERUNGSAUFSICHTSGESETZ – VAG) in der Fassung bis einschließlich BGBl. I Nr. 56/2007

Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Kapitalanlagen zur Bedeckung der versicherungstechnischen Rückstellungen durch Unternehmen der Vertragsversicherung (Kapitalanlageverordnung – KAVO) vom 3. Oktober 2003, BGBl. II Nr. 468/2003 in der Fassung der Verordnung vom 9. Oktober 2007, BGBl. II Nr. 272/2007

**Besuchte Internetseiten:**

CA Immo AG: <http://www.caimmoag.com>

e-fundresearch (österreichische Seite): <http://at.e-fundresearch.com>

FMA Österreichische Finanzmarktaufsicht: <http://www.fma.gv.at>

Raiffeisen Capital Management: <http://www.rcm.at>

UNIQA Versicherungen AG: <http://www.uniqua.at>

Verband der Versicherungsunternehmen Österreichs: <http://www.vvo.at>

Wiener Börse: <http://www.wienerboerse.at>

Wirtschaftslexikon 24: <http://www.wirtschaftslexikon24.net/>