

Renditevergleich von Immobilienaktien und Immobilienfonds mit „Vorsorgewohnungen“ für den Privatanleger

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades
„Master of Science“

eingereicht bei
DI Herwig Teufelsdorfer, MRICS

Mag. Gernot Weixler

8712374

Wien, August 2009

Eidesstattliche Erklärung

Ich, **MAG. GERNOT WEIXLER**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "RENDITEVERGLEICH VON IMMOBILIENAKTIEN UND IMMOBILIENFONDS MIT „VORSORGEWOHNUNGEN“ FÜR DEN PRIVATANLEGER", 82 Seiten, gebunden, selbständig 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, 20.10.2009

Unterschrift

Vorwort

Als ich gegen Ende des Jahres 2007 meine Bewerbung für die Aufnahme in den Universitätslehrgang für Immobilienmanagement und Bewertung in Angriff genommen habe, war die Immobilienwelt - oder besser die Welt der Immobilienveranlagungen – eine andere - als heute in den ersten Monaten des Jahres 2009, wo diese Masterthese entstanden ist.

Das Jahr 2007 war, wie die vorangegangenen Jahre, noch gekennzeichnet durch einen hohen Investitions-Optimismus für Zentral- und Osteuropa, durch massive Mittelzuflüsse in Immobilienfonds, durch eine große Anzahl an Kapitalerhöhungen von Immobilien-Aktiengesellschaften – kurzum die beste aller Welten. Heute sehen wir um einiges klüger aber auch neidvoll auf diese Zeit der Hochkonjunktur zurück, bevor uns immer wieder die Realität der globalen Finanzkrise einholt. Darniederliegende Aktienkurse von Immobilienaktiengesellschaften, eingefrorene Anleger-Vermögen in Immobilienfonds, sowie restriktive Kreditvergaben für Neuprojekte kennzeichnen die Immobilien-Investmentwelt im Jahre 2009.

Dazwischen lagen für mich 38 Kurs-Module des Immobilienlehrganges, eine Vielzahl von persönlichen und beruflichen Erfahrungen, einige Phasen der extremen Belastung, sowie das Kennenlernen einer Menge netter Lehrgangskollegen. All jenen die mich in dieser Zeit immer wieder erneut motiviert und angespornt haben, gilt mein inniger Dank.

Mit geschichtlich langer Tradition wurden Immobilieninvestments seit Generationen als sicheres und renditeträchtiges Investment gesehen. Die Investition in Grund und Boden bzw. in ein Immobilienobjekt wird oftmals in der Werbung sowie auch in der breiten öffentlichen Wahrnehmung als konservativ, dennoch hinreichend wertschaffend und zukunftsorientiert dargestellt.

Dem Erwerber des Immobilieninvestments bzw. dem Liegenschaftseigentümer wird in Aussicht gestellt mit den Erträgen, welche aus der Liegenschaft stammen, einen sicheren zukünftigen Zahlungsstrom in den Händen zu halten, welcher ihm ein arbeitsunabhängiges Einkommen garantiert.

Dies ist auf den ersten Blick natürlich ein toller Anreiz – bei näherem Hinsehen jedoch ist die Materie weitaus komplexer und das garantierte Einkommen aus der scheinbar risikolosen Veranlagung ist in der Realität weitaus unsicherer als man annehmen möge.

In dieser Arbeit wird näher auf drei Anlageklassen eingegangen, nämlich Immobilienfonds, Immobilienaktien und Vorsorgewohnungen – unter diesen soll erhoben werden, welche der Anlageklassen in einer Periode der in etwa letzten 10 Jahre die höchste Rendite für den Individualinvestor abgeliefert hätte.

Die drei Anlageklassen - Immobilienfonds, Immobilienaktien und Vorsorgewohnungen - unterliegen unterschiedlichen Rahmenbedingungen, welche im Hinarbeiten zur Vergleichbarkeit der Renditen auf eine gemeinsame Basis gebracht werden müssen. Hier soll die Betrachtungsweise des steuer-ehrlichen Investors bzw. Anlegers gewählt werden, der der steuerlichen Höchstprogression unterliegt.

Nach der Lektüre meiner Master-These soll der interessierte Leser über einen detaillierten Überblick verfügen, welche Form des Immobilien-Investments in den vergangenen Jahren die renditestärkste gewesen wäre, und selbständig in der Lage sein, daraus seine Schlussfolgerungen für seine zukünftigen Investments in diese Anlage-Kategorie zu ziehen.

Inhaltsverzeichnis

Vorwort	1
Abkürzungsverzeichnis	5
1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen	6
1.1 Die Zinsentwicklung im EURO-Raum	6
1.2 Das Wirtschaftswachstum in den EU-Ländern	7
1.3 Das Wirtschaftswachstum in den CEE-Ländern	8
1.4 Die Arbeitslosenrate in den EU-Ländern	9
1.5 Die Inflationsrate in den EU-Ländern	10
2. Die Beweggründe des Immobilien-Investors	11
2.1 Historische Betrachtung der Immobilien-Investments	11
2.2 Allgemeine Motive für Immobilien-Investments	12
2.2.1 Investments in Immobilienaktien	13
2.2.2 Investments in Immobilienfonds	18
2.2.3 Investments in Vorsorgewohnungen	23
3. Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen	25
3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen	25
3.1.1 Rahmenbedingungen für Immobilienaktien	25
3.1.2 Rahmenbedingungen für Immobilienfonds	28
3.1.3 Rahmenbedingungen für Vorsorgewohnungen	32
3.2 Steuerliche Rahmenbedingungen	32
3.2.1 Rahmenbedingungen für Immobilienaktien	32
3.2.2 Rahmenbedingungen für Immobilienfonds	34
3.2.3 Rahmenbedingungen für Vorsorgewohnungen	35
4. Determinanten des Immobilien-Investment-Erfolges	37
4.1 Erfolgsfaktoren für Investments in Immobilienaktien	37
4.2 Erfolgsfaktoren für Investments in Immobilienfonds	38
4.3 Erfolgsfaktoren für Investments in Vorsorgewohnungen	39
5. Der Markt für Immobilien-Investments	42
5.1 Der Markt für Investments in Immobilienaktien	43

5.2 Der Markt für Investments in Immobilienfonds	44
5.3 Der Markt für Vorsorgewohnungen	46
6. Der Renditebegriff	48
6.1 Die Rendite von Immobilienaktien	48
6.2 Die Rendite von Immobilienfonds	49
6.3 Die Rendite von Vorsorgewohnungen	49
7. Renditemessung-Risikomessung	50
7.1 Renditekennzahlen	50
7.2 Risikokennzahlen	51
7.3 Renditemessung	53
7.3.1 Renditemessung Immobilienaktien	53
7.3.2 Renditemessung Immobilienfonds	54
7.3.3 Renditemessung Vorsorgewohnungen	55
7.4 Risikomessung	56
7.4.1 Risikomessung Immobilienaktien	56
7.4.2 Risikomessung Immobilienfonds	57
7.4.3 Risikomessung Vorsorgewohnungen	57
8. Performancevergleich	59
8.1 Performance von Immobilienaktien	59
8.2 Performance von Immobilienfonds	60
8.3 Performance Vorsorgewohnungen	61
8.4 Conclusio	63
Kurzfassung	66
Anhang: Datensätze	67
Literaturverzeichnis	75
Internetquellen	77
Sonstige Quellen	80
Abbildungsverzeichnis	81

Abkürzungsverzeichnis

AfA	Aufwand für Abschreibungen
BAFIN	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BörseG	Börsegesetz
BWG	Bankwesengesetz
CPB	Constantia Privatbank
DBA	Doppelbesteuerungsabkommen
EPRA	European Public Real Estate Association
EStG	Einkommenssteuergesetz
FMA	Finanzmarktaufsicht
GrESt	Grunderwerbssteuer
IATX	Immobilien-Austrian-Traded- Index
ImmoInvFG	Immobilien-Investmentfonds-Gesetz
ImmoKAG	Immobilien-Kapitalanlage-Gesellschaft
InvFG	Investmentfonds-Gesetz
KG	Kommanditgesellschaft
KEST	Kapitalertragsteuer
KÖST	Körperschaftssteuer
MIFID	Markets in Financial Instruments Directive
NAV	Net Asset Value
ÖNB	Österreichische Nationalbank
SWX	Swiss Exchange
ÜbG	Übernahmegesetz
WAG	Wertpapieraufsichtsgesetz
WEG	Wohnungseigentumsgesetz

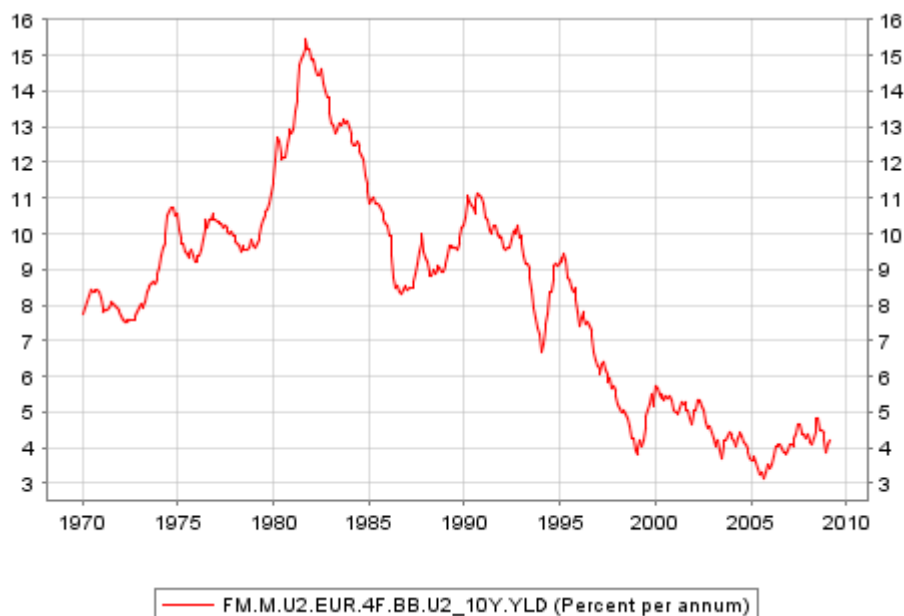
1. Wirtschaftliche Rahmenbedingungen

Zu Beginn der Arbeit soll dem Leser ein kleiner Überblick über die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen gegeben werden, welche ja als Rahmengerüst sämtlicher Investitions-Entscheidungen allgegenwärtig sind und das Entscheidungsverhalten der Investoren in die jeweilige Ausrichtung - Investition oder Desinvestition - beeinflussen.

1.1 Die Zinsentwicklung im EURO-Raum

Nimmt man die Entwicklung der Rendite von langlaufenden Staatsanleihen aus dem EURO-Raum näher unter die Lupe, so stellen wir einen langfristigen Abwärtstrend fest, welcher von 1980 bis in etwa 2007 andauerte. Dieser Abwärtstrend der Renditen (bei scheinbar risikoloser Veranlagung) in Staatsanleihen spiegelt sich in etwa parallel – wenn auch nicht in demselben Ausmaß – in der Immobilien-Veranlagung wieder. Diese Tendenz der jahrelang anhaltenden „Yield Compression“ brachte dem Immobilien-Investmentmarkt einerseits respektable Aufwertungsgewinne als auch in der Folge immer wieder neue rekordverdächtige Mittelzuflüsse.

Abb. 1: Entwicklung der Rendite von 10jährigen Staatsanleihen 1970-2009



Quelle: ECB, Statistical Data Warehouse

1.2 Das Wirtschaftswachstum in den EU-Ländern

Die Beobachtungsperiode von 1999 bis 2009 ist gekennzeichnet durch eine anfängliche Phase des robusten wirtschaftlichen Wachstums von 1999 bis 2001 – insbesondere gespeist durch die expansive Geldpolitik der US-Notenbank in ihrem Gegensteuern angesichts der bevorstehenden Jahr-2000 Problematik. In einer darauf folgenden Abschwächung, welche insbesondere durch die Terroranschläge 2001 als auch durch das Platzen der „Dot-com Blase“ hervorgerufen wurde, fiel das Wirtschaftswachstum im EURO Raum in den Folgejahren auf unter 1% per anno zurück. Nach einer Phase der „gesunden Konsolidierung“ in den Jahren 2002 und 2003 folgen wieder eine Phase des respektablen Wachstums bis etwa Mitte 200. Das Wachstum in diesen Jahren war vor allem durch massive Bau- und Infrastrukturinvestitionen induziert, was über den hohen Multiplikator jener Investitionen positive Effekte für alle Bereiche der Wirtschaft mit sich brachte. Als sich das Wachstum im Jahr 2007 - von den USA ausgehend - abschwächte „reagierte die FED mit einer Niedrigzinspolitik, die mit als Ursache für die Finanzkrise von heute gesehen wird.“¹ Trotz niedriger Zinsen blieb die wirtschaftliche Aktivität am Boden, Investitionen wurden zurückgeschraubt und die liquiden Mittel wurden bevorzugterweise als Cash-Reserve gehortet.

Abb. 2: Entwicklung des BIP-Wachstums EU 1999-2009



Quelle: ECB, Statistical Data Warehouse

¹ vgl. www.wikipedia.org

1.3 Das Wirtschaftswachstum in den CEE Ländern

Das Wirtschaftswachstum in den CEE-Ländern wurde in den Jahren vor dem tatsächlichen Beitrittsdatum am 1. Mai 2004 in den Staaten Estland, Lettland, Litauen, Polen, Tschechien, Slowakei, Ungarn, Slowenien, Malta und Zypern von einer massiv positiven Investitionsneigung anlässlich des bevorstehenden EU-Beitritts getragen. Man registrierte in fast allen Ländern Zentral- und Osteuropas einen Investitionsschub - vor allem im Bereich der Industrie und der Infrastruktur - welcher bis ins Jahr 200 anhielt. „Am 1. Januar 200 sind nach einem EU-Beschluss unter strikten Auflagen auch Bulgarien und Rumänien in die Europäische Union aufgenommen worden.“² Im Jahre 200 mehrten sich jedoch schon die Anzeichen der aufkeimenden Finanzkrise, welche auch das Investitionsklima in die neuen EU-Länder eintrübte und es in der Folge zu einem Abschwächen des Wirtschaftswachstums in den Ländern Osteuropas kam.

Abb. 3 Entwicklung des BIP-Wachstums CEE 1999-2008

BIP Wachstum	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Czech Republic	1,3	3,2	2,5	1,9	3,7	4,5	7,3	7,8	7,0	3,2
Croatia	-0,9	2,9	4,4	5,7	5,3	4,3	4,3	4,8	5,7	2,3
Hungary	4,2	5,2	4,1	4,1	4,2	4,8	4,0	4,1	1,1	0,7
Poland	4,5	4,3	1,2	1,4	3,9	5,3	3,7	7,2	7,5	4,8
Romania	-1,2	2,1	5,2	5,1	5,2	8,5	4,2	5,9	7,2	4,1
Serbia	0,0	0,0	4,8	0,5	2,8	8,2	7,0	5,7	6,1	7,1
Slovakia	0,0	1,4	3,4	4,8	4,8	5,2	7,7	8,5	10,4	7,8
Ukraine	-0,4	5,9	9,2	5,2	9,5	12,1	2,7	6,1	8,7	4,1

Quelle: Erste Bank AG, CEE Research

Im Vergleich dazu soll der Leser hier einen kurzen Überblick erhalten über die im Gegensatz zum CEE-Raum in der Tat bescheidenen Wachstumsraten der beiden großen Wirtschaftsräume Euroland und USA in derselben Zeitspanne.

Abb. 4 Entwicklung des BIP-Wachstums Euroland, USA 1999-2008

BIP Wachstum	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Euroland	3,7	2,2	1,9	0,9	0,8	1,8	1,5	2,9	2,7	0,8
United States	4,4	3,1	0,8	1,7	2,5	3,7	3,1	2,8	2,0	1,2

Quelle: Erste Bank AG, CEE Research

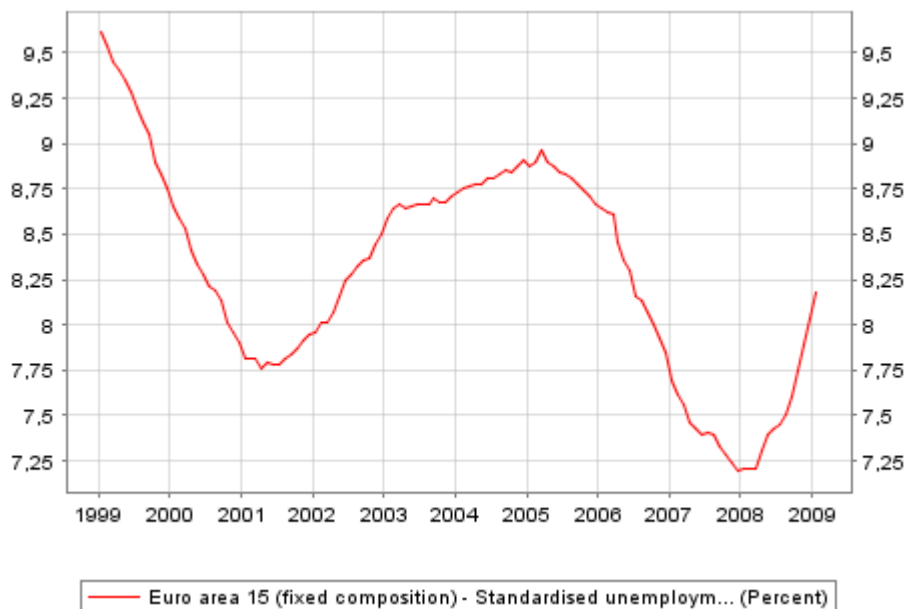
² vgl. www.wikipedia.org

1.4 Die Arbeitslosenrate in den EURO Ländern

Mit dem respektablen Wirtschaftswachstum im Zuge des New-Economy-Booms gegen Ende des alten Jahrtausends kam es im EU-Raum in den Jahren 1999 -2001 zu einer stetigen Verringerung der Arbeitslosenrate. Die Entwicklungen waren jedoch regional sehr unterschiedlich. Während beispielsweise in Österreich die ohnehin im Vergleich zum EU-Durchschnitt beneidenswert niedrige Arbeitslosigkeit in jenen Boomjahren nur marginal sank – genauer genommen von 3,9% auf 3,2% im Jahr 2001³ – konnten wir in den Konjunkturmotor-Ländern wie Großbritannien, Irland, Spanien,... Rückgänge in der Arbeitslosenrate von 2-3 vollen Prozentpunkten beobachten.

Analog verliefen dann allerdings auch der Wieder-Anstieg und das erneute Absinken der Arbeitslosigkeit in Österreich nur schaumgebremst. Im Frühjahr 2008 erreichte die österreichische Arbeitslosigkeit dank des starken Wirtschaftswachstums in den CEE- Ländern ein Rekordtief von 3,2%, was den niedrigsten Wert für die letzten 12 Jahre darstellte.⁴ Im Jahr 2009 hingegen konnte man schon einen merklichen Anstieg der Arbeitslosigkeit infolge der Finanzkrise beobachten.

Abb. 5 Entwicklung der Arbeitslosigkeit im EURO-Raum 1999-2009



Quelle: ECB, Statistical Data Warehouse

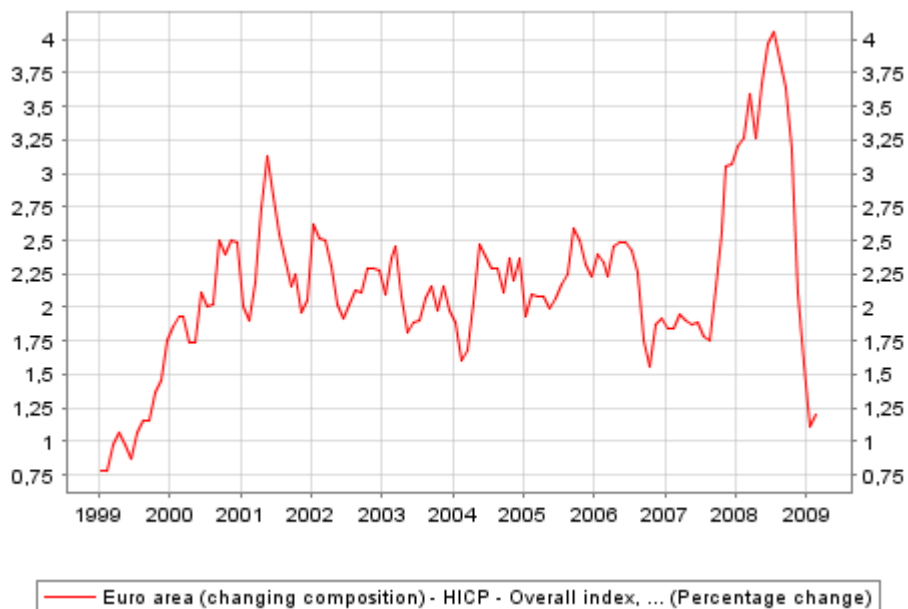
³ Vgl. www.statistik.at

⁴ Vgl. www.stats.oecd.org

1.5 Die Inflationsrate in den EURO Ländern

Das robuste Wirtschaftswachstum und die massive Ausweitung der Geldmenge insbesondere in den USA angesichts des New Economy Booms gegen Ende der 90er Jahre brachte auch der Wirtschaft im EURO-Raum eine höhere Inflation als in den Jahren davor. Von 2002 bis 2008 blieb die Inflation größtenteils unter Kontrolle. Erst mit Entstehen der Spekulationsblase auf den Rohstoffmärkten infolge hoher Mittelzuflüsse und Spekulation auf steigende Rohstoff-Kurse (Ölpreis bei 140 US\$ pro Fass im Juni 2008, Kupferpreis bei fast 9000 US\$ pro Tonne im Sommer 2008,.....) kam es zu einem Import von inflationären Tendenzen, welcher Mitte 2008 seinen Höhepunkt erreichte. In den Folgemonaten bereitete sich die Unsicherheit auf den Finanzmärkten massiv aus, was zum Abziehen von Spekulationsgeldern von den Rohstoffmärkten führte. Die anhaltende Unsicherheit und die restriktive Kreditvergabe der Banken bewirkte ein gesamtkonjunkturell verhaltenes Investitionsklima, welches auch weltweit sämtliche Inflationsindikatoren wieder auf ein erträgliches Maß zurück brachten. Für das 1. Quartal 2009 wird sogar mit einer leicht deflationären Tendenz gerechnet.⁵

Abb. 7 Entwicklung der Inflation im EURO-Raum 1999-2009



Quelle: ECB, Statistical Data Warehouse

⁵ vgl. www.stats.oecd.org

2. Die Beweggründe des Immobilien-Investors

Allen Investments in Immobilienprodukte liegen ähnlicher aber doch unterschiedliche Motive zugrunde, welche in den kommenden Kapiteln erläutert bzw. differenziert werden sollen.

2.1 Historische Betrachtung

Werfen wir zu allererst einen Blick auf die historische Betrachtung der Immobilien-Investments, so datieren die Anfänge vermutlich irgendwo im Mittelalter mit den typischen Großgrundbesitzern und Lehensherren im ländlichen Raum und setzen sich mit der Ausprägung der sog. Hausherren (Eigentümer von sogenannten „Bürgerhäusern“) in den letzten 200 Jahren im urbanen Raum fort.

Über lange Jahrzehnte hindurch waren Immobilien-Investitionen exklusiv einer sehr vermögenden Bevölkerungsschicht vorbehalten – Zinshäuser wurden fast ausschließlich weiter vererbt und als Versorgungsgarant für die nachfolgenden Generationen gesehen. Ein Hausherr hatte in der Regel auch keinen anderen Beruf oder keine andere Tätigkeit, außer dem Besitztum und der Verwaltung seiner Immobilie. Dies war bis weit in das 20. Jahrhundert hinein gang und gäbe.

Erst gegen Mitte des 20. Jahrhunderts folgte mit dem WEG 1948 ein erster Schritt in Richtung einer Verbreiterung der Immobilieneigentümer-Basis – sozusagen eine „Öffnung des Immobilien-Besitztums“. Durch eine Vielzahl von Gesetzesnovellen und Vereinfachungen auf juristischer Ebene wurde der Immobilienerwerb stetig vereinfacht und einer breiteren Gesellschaftsschicht der Zugang zum Immobilien-Investment ermöglicht.

Heute haben Immobilien-Investments jedoch den Stellenwert einer eigenen Asset-Klasse erlangt. Je nach Kategorie des gewählten Instruments, verfügt das Immobilien-Investment über eine schwache Korrelation zu traditionellen Asset-Klassen wie Aktien oder Anleihen, und kann demnach die komfortable Rolle eines risikominimierenden Puffers in einem Portfolio einnehmen. In manchen Jahren boten Immobilien-Investments sogar eine tolle Outperformance gegenüber traditionellen Asset-Klassen. Dennoch verlangt das Immobilien-Asset-Management eine sehr sophistizierte Vorgangsweise, welche sowohl den objektspezifischen Risiken als auch dem Timing von Marktzyklen Rechnung trägt und auf der anderen Seite die Ertragserwartung, die maximale Risikobereitschaft und den angestrebten Anlagehorizont unter einen Hut bringt.⁶

⁶ vgl. Gondring/Lammel 2003, Seite 11

2.2. Allgemeine Motive für Immobilien-Investoren

Zu Beginn jeglicher Investitionsentscheidung betreffend Immobilien-Investments, muss jeder Investor für sich 4 Punkte vordefinieren:

- Investitionsdauer bzw. Dauer der Kapitalbindung
- Ertragserwartung bzw. Risikoprofil des Investors
- Kapitaleinsatz bzw. Mindestinvestment der Anlageform
- Direktes bzw. indirektes Immobilieninvestment

Aus der Kombination dieser Einflussfaktoren ergeben sich mehrere Investmentziele, für welche im Anschluss in einer zweiten Stufe der Selektion die passenden Immobilienmärkte gefunden werden.

In einer Grob-Selektion kann man 3 Investmentstile feststellen:

- 1) Ertrags- bzw. Einkommensorientiert
- 2) Wertzugewinn- bzw. Wachstumsorientiert
- 3) Opportunistisch

Ad1) Der Anleger in ertrags- und einkommensorientierten Immobilien-Investments strebt nach kontinuierlich wiederkehrenden Mieteinnahmen und ist in der Regel nur sehr beschränkt zur Risikoübernahme bereit. Die Ertragserwartungen dieser Asset-Kategorie liegen zwischen Aktien und Anleihen und sollten unter Berücksichtigung des langfristigen Anlagehorizonts zwischen 4% und 8% liegen.

Ad2) Der Investor in wachstums- bzw. wertsteigerungsorientierten Immobilien übernimmt zumeist neben dem Risiko der Vermietung auch noch in geringem Ausmaß Developer-Risiken. Diese Art der Immobilien-Investments wird zumeist unter Beimischung einer überschaubaren Fremdkapitalfinanzierung (bis 25% vom Gesamtinvestitionsvolumen) getätigt. Der angestrebte Ertrag liegt bei in etwa % bis 14% per annum.

Ad3) Der Investor mit opportunistischem Investmentstil hat ein ähnliches Anlageverhalten wie ein Private-Equity-Fonds, der auch durchaus bereit ist hohe Developer-Risiken zu nehmen, und auch in der Regel einen höheren Grad der

Fremdkapitalfinanzierung eingeht. Die erwarteten Renditen liegen hier eindeutig im zweistelligen Bereich – nämlich zwischen 12% und 25%.

Charakteristisch scheint für alle privaten Investoren die Überbetonung des steuerlichen Aspekts, die Überfinanzierung, unvollständige Investitionsrechnung und mangelndes Controlling zu sein – sowie auch die Exit-Überlegungen zumeist vernachlässigt werden.⁷

2.2.1 Motive der Investoren für Investitionen in Immobilienaktien

„Immobilienaktien sind Anteile an Aktiengesellschaften, die als Geschäftstätigkeit Liegenschaften kaufen und verwalten. Der Grundgedanke dabei ist denkbar einfach: Nicht jeder besitzt das Kapital, um eine oder sogar mehrere Objekte zu erwerben - ganz abgesehen von der Risikostreuung, die nur mit einer Vielzahl von Immobilien zu erreichen ist. In Immobilienaktien kann aber schon mit geringeren finanziellen Mitteln angelegt werden.“⁸

Die Vorteile von Investments in Immobilienaktien stellen sich wie folgt dar:

- Erträge werden aus Vermietung und Development erzielt
- Professionelles Fonds- und Objekt-Management
- Wertsteigerung ist nach 12 Monaten Behaltdauer steuerfrei
- Einstieg ist auch schon mit kleinen Beträgen möglich
- Kauf/Verkauf jederzeit möglich

Als Nachteile kann man folgendes anmerken:

- Aktienkurs kann vom NAV abweichen
- Unzureichende Liquidität am Sekundärmarkt
- Geringes Mitbestimmungsrecht
- Gesetzliche Regelungen des BörseG und ÜbG finden Anwendung

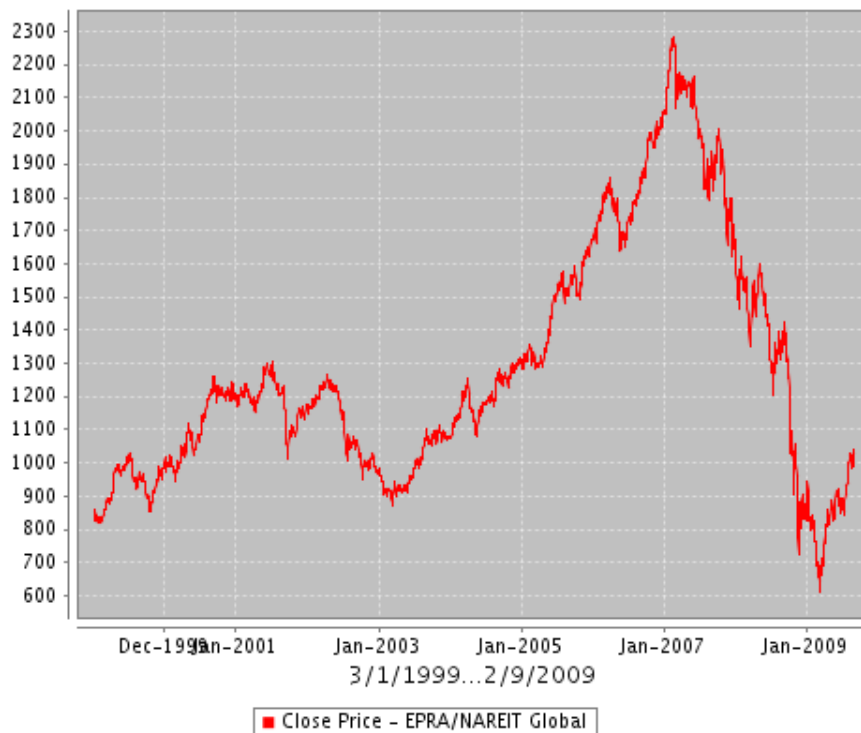
⁷ vgl. Schulte-Bone-Winkel-Thomas, Seite 73ff

⁸ vgl. www.financevergleich.at

Auch für Immobilienaktien-Investments hat die alte Regel Gültigkeit: Je höher die Renditeerwartung, desto höher auch das damit verbundene Risiko.

In den Jahren 2000-2009 konnte man im international verwendeten EPRA (European Public Real Estate Association) Index - er beschreibt die Performance der größten europäischen und nordamerikanischen börsennotierten Immobiliengesellschaften – eine durchschnittliche Jahresperformance von lediglich nur minus 2,1% erzielen, doch das Bild trügt etwas – in der Phase der großen Kurssteigerungen in den Jahren 2004-2007 war es möglich eine Performance von mehr als 27% pa zu erzielen.

Abbildung : EPRA/NAREIT Kursentwicklung 2000-2009



Quelle: EPRA-European Public Real Estate Association

In den Boomjahren 2000-2007 konnte man auch bei eingehender Recherche nicht feststellen, dass in einigen Ländern ein größerer Hang zur Spezialisierung gegeben ist als in anderen Ländern. Zweifellos ist die Mehrheit der europäischen Immo-Aktiengesellschaften in durchmischten Bereichen vertreten, die vermutlich aus Diversifikationsüberlegungen alles Mögliche von Altbauwohnungen bis Zinshäusern im Portfolio haben. In der europäischen Anlage-Landschaft findet sich aber auch eine Vielzahl von Immobilien-Aktiengesellschaften, welche sich jeweils auf einen unterschiedlichen Teilbereich des Immobilien-Investment-Spektrums spezialisiert haben wie zB die österreichische Conwert (HighEnd Wohnimmobilien), die

französisch/niederländische Unibail-RODAMCO (PremiumShoppingCenters) oder die Deutsche Logistik Immobilien AG (Logistik Immobilien in Westeuropa). Insbesondere im Laufe der Finanzkrise 2008-2009 allerdings sieht es so aus, als ob der Markt nun eine klare Fokussierung auf einen Spezialbereich der Immobilienwirtschaft eher honorieren würde, als eine zu breite Diversifikation.

„Bei der aktuellen Marktlage achten Investoren genau auf das Geschäftsmodell der Gesellschaften. Wir sehen kurzfristig vor allem Geschäftsmodelle mit einer klaren Fokussierung im Vorteil“⁹.

Aber man kann noch eine weitere interessante Beobachtung machen, und zwar im Zusammenhang mit der Performance der Immobilienaktien und der Performance des gesamten Aktienmarktes. So wie es aussieht, kommt ein Großteil der Performance von Immobilienaktien von der Performance des Aktiengesamtmarktes (Beta) und nicht von der Tatsache, dass es sich bei den gegenständlichen Unternehmen um Unternehmen handelt, welche im Immobiliensektor aktiv sind (Alpha). Die Kennziffer Beta misst den Return einer Aktie in Bezug auf eine Benchmark wie zB ein Aktien-Index.

Ist der Wert des Beta größer Eins, sind die implizierten Kursschwankungen des Aktie größer als die des Vergleichsindex - ist der Wert kleiner Eins, so ist die im Verhältnis zur Benchmark weniger volatil. Wir stellen also fest, dass einzelne Immobilienaktien über eine höhere Volatilität verfügen als der Gesamtmarkt und auch über eine höhere Volatilität als offene Immobilienfonds.

„In Aufschwungsphasen lehnen sich die Kurse von Immobilienaktien stärker an den Aktienmarkt an und entwickeln sich in Aufschwungsphasen zumeist dynamischer als Immobilienfonds. In Abschwungsphasen machen sie die Bewegungen aber ebenfalls mit, wie die aktuellen Entwicklungen zeigen. Die Aktien der neun an der SWX kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften sind mit einer Minus-Performance von fast 10 Prozent im Jahresverlauf wesentlich stärker betroffen als Immobilienfonds.“¹⁰

Besonders dramatisch verlief die Kursperformance in den börsennotierten österreichischen Immobilienaktien wie man anhand des nachfolgenden Charts des IATX (ImmobilienAustrianTradedIndex) erkennen kann. Vom Jahr 2000 bis zum Jahr 200 verdoppelte sich der Index um danach vom Höchststand von 397,29 Indexpunkten im Jänner 200 bis April 2009 fast wiederum 90% der Performance zu verlieren. Insbesondere zu beachten ist auch noch der massive Anstieg der Volatilität im IATX, wo sich die Schwankungen der Indexwerte ebenfalls vervielfachten und die Anleger zutiefst verunsicherten.

⁹ vgl. Bankhaus Lampe, Seite 1

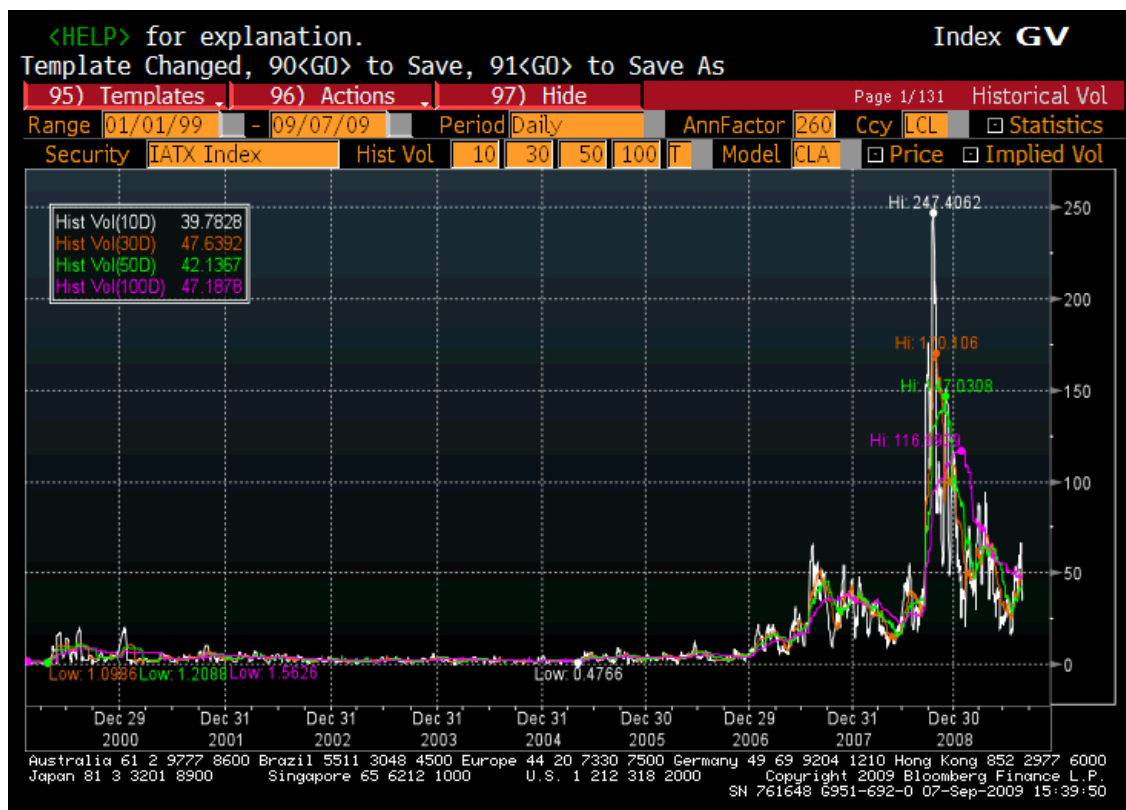
¹⁰ vgl. www.immofonds.ch, Seite 68

Abbildung 8: IATX- Chart, Zeitraum 2000-2009



Quelle: Bloomberg

Abbildung 9: IATX Volatilität, Zeitraum 2000-2009



Quelle: Bloomberg

Exkurs: Umwandlung von Immobilienaktien in offene Immobilienfonds

Da insbesondere die Immobilienaktien an der Wiener Börse nur noch zu einem Bruchteil ihres aktuellen NAVs notieren, muss man sich die Frage stellen, ob es der ursprünglichen Idee - nämlich solider Investments in Grund und Boden - nicht eher Rechnung tragen würde, die börsennotierten Immobiliengesellschaften einfach in offene Immobilienfonds umzuwandeln. Ein erster augenscheinlicher Vorteil wäre die Tatsache dass es zu keinerlei Kursausschlägen kommt, weil sich ihr Wert am NAV orientiert. Die Umwandlung ist eine große juristische Herausforderung und sinnvoller Weise sollte dieser Schritt nur von jenen Immobilienaktiengesellschaften in Erwägung gezogen werden, welche auch über eine solide Eigenkapitalquote verfügen. Diese könnte durch selektives Einstellen von einzelnen Vorhaben in der Projektentwicklung, durch die Veräußerung von Immobilien und folglich Verwendung der Erlöse zur Schuldtilgung, sowie durch Umwandlung bestehender Verbindlichkeiten in Aktien bzw. später in Fondsanteile voran getrieben werden. Insbesondere alle illiquiden Wandelanleihen, welche nur noch zum Bruchteil des Nominalwertes notieren, könnten – notfalls auch kreditfinanziert – zB im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Angebots zu 50 % des Nominales zurückgekauft werden. Ein rascher kostengünstiger Ausstieg aus bestehenden Managementverträgen scheint ebenfalls dort oder da möglich zu sein. In der Tat gäbe es reichlich Spielraum für konstruktive Lösungen, die eine Win-Win-Situation für alle Beteiligten – nämlich Investoren, Kreditgeber und den Aktiengesellschaften selbst - hervorbringen würde. Sollte eine Umwandlung Erfolg haben, ersparen sich Banken reichlich Kreditausfälle bei endfälligen Finanzierungen, die mit Immobilienaktien als Tilgungsträger besichert wurden. Ebenso können die Anleger und ihre Berater in eine bessere Position kommen. Für die Immobilienaktiengesellschaften und den vertriebsverbundenen Finanzintermediären könnte die anrollende Prozesslawine wieder etwas abflauen. Angesichts dieser- auf breiter Front positiven Auswirkungen- sollte laut über den gewagten Vorschlag nachgedacht werden. m Falle der Gefahr von Liquiditätsabflüssen nämlich, könnten die offenen Immobilienfonds wieder vorübergehend geschlossen werden. So könnte unter Umständen eine längere Krise mit jahrelang weit unter dem NAV notierenden, darniederliegenden Immobilienaktienkursen verhältnismäßig gut ausgesessen werden.

2.2.2 Motive der Investoren für Investitionen in Immobilienfonds

Vorneweg soll hier eine Unterscheidung zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds getroffen werden.

Offene Immobilienfonds: „Offene Immobilienfonds investieren die ihnen von den Anlegern zufließenden Mittel (gesetzlich vorgeschrieben ist ein Immobilienanteil von mindestens 51 Prozent) überwiegend in gewerblich genutzte Immobilien an ausgesuchten Standorten. So erfolgt ein breit gestreuter Mix der Immobilienbestände nach Nutzungsart, Mieterstruktur, Größenklasse und Standort. Seit September 2003 sind offene Immobilienfonds auch in Österreich zugelassen.“¹¹

Offene Immobilienfonds sind gekennzeichnet durch folgende Vorteile

- Anteile sind täglich handelbar
- Wertsteigerung ist nach 12 Monaten Behaltdauer steuerfrei
- Aufwertungsgewinne im Fonds steuerfrei
- Professionelles Fonds- und Objektmanagement
- Gute Risikostreuung im Vergleich zur Einzel-Immobilie

Als Nachteile werden angeführt:

- Ausgabeaufschlag macht den Einstieg teuer
- Liquiditätsengpass im Fonds kann entstehen
- Fondsvermögen kann eingefroren werden

Offene Immobilienfonds sind in der Regel hauptsächlich Käufer – seltener Käufer/Developer- von Gewerbeimmobilien aller Art (Bürohäuser, Fachmarktzentren, Einzelhandelsimmobilien,...) und versuchen, durch die Kombination von Mieterträgen und Wertsteigerungen der Objekte überdurchschnittliche Renditen für den Anleger zu erwirtschaften. Zumindest in der Theorie entwickelt sich der offene Immobilienfonds völlig unabhängig vom volatilen Aktienmarkt und bietet so einen angenehmen Sicherheitspuffer im Depot und trägt

¹¹ vgl. www.finanzvergleich.at

in vielen Depots zur notwendigen Diversifizierung zwischen den Investmentklassen bei. Die angestrebte Rendite liegt in etwa bei 3,50% bis 7,00% pro Jahr – bei einer Volatilität die in den vergangenen Jahren zwischen 0,80 und 1,2 gelegen ist. Im Vergleich dazu schwankten Rentenfonds in etwa mit einer Volatilität von 2,9 und Aktienfonds mit einer Volatilität von 19,2.¹² Es gehört zum Ziel des offenen Immobilienfonds den Zugang zu dieser Art von Immobilien auch für Kleinanleger börsentäglich verfügbar zu machen. Da die Fondsanteile jederzeit gehandelt werden können, sollten die Fondsmanager die Gelder der Investoren deshalb nicht ausschließlich in Anlagevermögen, sondern auch in kurzfristige festverzinsliche Wertpapiere oder ähnlich rasch verfügbare Instrumente (wie zB Geldmarktfonds,.....) allozieren. Werden jedoch mehr Fondsanteile zurückgegeben, als liquide Mittel vorhanden sind, ist der Fonds gezwungen Fremdkapital aufzunehmen, was die Rendite verwässert, oder er muss einzelne Immobilien abverkaufen. Diese prekäre Situation entsteht, wenn der Kapitalabfluss sehr rasch sehr hoch ist und deshalb zügig viele Objekte verkauft werden müssen. Der enorme Verkaufsdruck mindert den Preis der am Markt erzielbar ist. Allerdings dürfen die Objekte nicht zu Preisen unter den vom Gutachter festgestellten Wert verkauft werden. Das bedeutet, dass oft nur die sehr ertragsstarken Objekte veräußert werden können, was die Rendite des Portfolios weiter belastet. „Die Liquiditätsreserve des Fonds muss mindestens 5 Prozent des Fondsvermögens betragen, darf aber höchstens auf 49 Prozent steigen. Die Kapitalanlagegesellschaft ist verpflichtet, einen Fonds zeitweilig zu schließen, wenn die Liquiditätsreserve weniger als 5 Prozent des Fondsvermögens ausmacht.“¹³

Geschlossene Immobilienfonds: „Ein geschlossener Immobilienfonds, ist eine Sub-Kategorie eines Fonds der in Immobilien investiert. Ein solcher wird i. d. R. aufgelegt, um ein einzelnes Projekt zu finanzieren. Ist das benötigte Kapital eingezahlt, wird der Fonds geschlossen; weitere Ein- und Auszahlungen sind ohne Weiteres nicht mehr möglich.“¹⁴ Der Erwerber eines Anteils an einem geschlossenen Fonds wird de facto Unternehmer (zumeist Kommanditist) mit allen verbundenen Risiken. Der Markt geschlossener Fonds unterliegt in Deutschland keiner staatlichen Kontrolle außer der Prospektprüfung durch die BAFIN - es erfolgt keinerlei technische oder betriebswirtschaftliche Prüfung des ins Auge gefassten Investitionsvorhabens.

¹² vgl. SCOPE Analysis Report, Seite 3

¹³ vgl. www.wikipedia.org

¹⁴ vgl. www.wikipedia.org

Geschlossene Immobilienfonds sind gekennzeichnet durch folgende Vorteile:

- Anleger beteiligt sich mit einem festen Betrag
- Fremdkapitalaufnahme bringt Leverageeffekt
- Professionelles Fonds- und Objektmanagement
- Steuerstundung durch hohe Verlustzuweisung am Anfang
- Steuerliche Optimierung durch Spezialkonstruktionen (zB progressive Abschreibung auf Sonderimmobilien,.....)

Als Nachteile sind festzustellen:

- Ausgabeaufschlag macht den Einstieg teuer
- Anteile sind oft nicht täglich handelbar
- Wenig Risikostreuung im Vergleich zu offenen Immobilienfonds
- Anlagedauer ist sehr langfristig
- Ausstieg ist von der Nutzungsdauer bzw. vom Verkaufszeitpunkt des Anlageobjektes abhängig
- Keine Barmittel im Fonds

„Im Jahr 2004 wurden 49,2% des Anlagevolumens der deutschen geschlossenen Fonds in Büroimmobilien investiert.“¹⁵ Der Anleger eines geschlossenen Immobilienfonds investiert in der Regel in Gewerbeimmobilien, Büroimmobilien oder Einzelhandelsstandorte, Fachmarktzentren oder Logistikparks. Er ist einfacher Mitinhaber, demnach Unternehmer, mit allen damit verbundenen Risiken, aber auch allen Chancen, welche das Investment bietet. Im Jahr 2004 investierten die deutschen Anleger knapp 3 Mrd. Euro in geschlossene Immobilienfonds. Die Fondsgesellschaften nahmen zusätzlich zu den Investorenmitteln auch noch Fremdkapital auf, sodass von geschlossenen Immobilienfonds in diesem Jahr mehr als 10 Mrd. € in Anlageimmobilien investiert, etwa die Hälfte davon in Deutschland, während dieser Markt in Österreich in etwa eine Größe von 700-800 Mio. Euro pro Jahr haben dürfte. Diese Zahlen zeigen uns die volkswirtschaftliche Bedeutung dieser Anlageform sowohl bei institutionellen als auch privaten Investoren.

Die einzelnen Anlageimmobilien werden zumeist in einem Emissionsprospekt detailliert dargestellt, was für den Anleger – im Gegensatz zum offenen Immobilienfonds – mehr Transparenz bei seiner Investitionsentscheidung mit sich

¹⁵ vgl. Schröter/Nowak, Seite 14

bringt. Wird das angestrebte Investitionsvolumen bei den Anlegern plazierte, wird die Zeichnung geschlossen, und es werden keine weiteren Gelder mehr angenommen - der Investorenzirkel ist damit komplett.

Geschlossene Immobilienfonds sind zumeist in der Rechtsform einer Kommanditgesellschaft (KG) angesiedelt. Der Anleger wird zum Gesellschafter, bei der KG also wird er zum Kommanditisten, sein maximales Risiko ist wenngleich auf die von ihm zu Beginn geleistete Einlage beschränkt. Der Anleger hat jedoch auch keinen Anspruch auf die Rückgabe der Kommanditanteile und eine Auszahlung eines etwaigen Erlöses. Dies wird innerhalb der Gesellschaft ausschließlich durch einen Gesellschafterbeschluss herbeigeführt.

Bei geschlossenen Immobilienfonds kommt der Anleger zumeist in den Genuss verschiedener steuerlicher Vergünstigungen durch sog. Doppelbesteuerungsabkommen (DBA), die dem Anleger eine vorteilhafte Besteuerung im Investitionsland (Belegenheitsprinzip) ermöglichen. Zudem können oft ausländische Steuerfreibeträge genutzt werden. Allerdings zeigt sich auch in den letzten Jahren eine starke Tendenz zum Abbau von Steuervorteilen.“¹⁶

Vorteile und Nachteile von geschlossenen Immobilienfonds:

Von einer generellen Betrachtungsweise heraus kann man sagen, dass geschlossene Immobilienfonds den Anlegern einen einfachen Zugang zu einer professionell gemanagten, finanzmarktunabhängigen Veranlagung in Immobilien mit dem Zusatzfeature der Inflationsindexierung bieten. Niedrige Managementgebühren kombiniert mit relativ hoher Transparenz sind ein Garant für die effiziente Struktur dieses Modells. Diese Art der einfachen Miteigentümerschaft bietet aber den individuellen Investoren auch eine Reihe von steuerlichen Spielräumen und Gestaltungsmöglichkeiten. Als nachteilig anzumerken wäre das nur in Ausnahmefällen existente Kontroll-Recht der Investoren auf das Management. Weitaus nachteiliger ist allerdings die sehr eingeschränkte Verfügungsmöglichkeit über den schlichten Miteigentumsanteil, welcher ja nicht laufend zu einem Markt- oder Börsepreis gehandelt wird, sondern zumeist nur auf einem grauen Markt quotiert wird.

¹⁶ vgl. Schröter/Nowak, Seite 21

Exkurs: Die ImmoKAG

Die Kapitalanlagegesellschaft für Immobilien – abgekürzt auch ImmoKAG genannt – ist gem. § 1 Abs. 1 BWG ein Kreditinstitut und ist demnach den Bestimmungen des BWG sowie der Aufsicht durch die Finanzmarktaufsichtsbehörde unterworfen. „Die ImmoKAG kann entweder in der Rechtsform einer Aktiengesellschaft oder einer GmbH bestehen, wobei sie (im Unterschied zu einer Kapitalanlagegesellschaft nach dem InvFG) unabhängig vom Fondsvermögen über ein Anfangskapital (Gesellschaftskapital) von mindestens 5 Mio EUR verfügen muß, das zur Gänze bar eingezahlt ist“¹⁷.

Die ImmoKAG verfügt direkt über die einzelnen Vermögenswerte, handelt im eigenen Namen auf Rechnung der Anteilsinhaber und muss auch dabei immer die Interessen der Anteilsinhaber wahren.

Die Geschäftsleitung der ImmoKAG hat mit Zustimmung seines Aufsichtsrates eine Depotbank zu bestellen. Die ImmoKAG darf ausschließlich mit Zustimmung der Depotbank Liegenschaften, Baurechte,..... erwerben, veräußern oder verpfänden. Ohne Zustimmung der Depotbank - welche prüft ob die Vermögenstransaktion mit dem ImmoInvG und den einzelnen Fondsbestimmungen vereinbar ist – ist die Vermögenstransaktion rechtlich unwirksam.

Die Bestellung und auch der Wechsel der Depotbank sind Gegenstand der Bewilligung durch die Finanzmarktaufsichtsbehörde und sind zu veröffentlichen.

Ich möchte hier noch kurz auf die Auswirkungen eingehen, welche die Finanzkrise für die ImmoKAG mit sich gebracht hat. Im Augenblick benötigt ein Zulassungswerber in etwa 7-8 Monate um die begehrte Konzession zu erlangen. Das regulatorische Umfeld ist hinreichend schwieriger und selektiver geworden, sämtliche Prüfungen werden akribisch und detailliert durchgeführt, sodass es nur allzu verständlich scheint, dass nach den Gründungen der ImmoKAGs durch die am Finanzplatz Wien vertretenen Tochtergesellschaften von Banken keinerlei Neugründungen mehr stattgefunden haben.

2.2.3 Motive der Investoren für Investitionen in Vorsorgewohnungen

In Österreich, insbesondere in Wien, erlebten wir zu Beginn der 90er Jahre einen regelrechten Immobilien-Boom, welcher im Vorfeld der beabsichtigten Weltausstellung EXPO Wien-Budapest stattfand. Einzelne Zinshäuser wechselten

¹⁷ vgl. www.e-fundresearch.com

innerhalb von einigen Jahren zu immer höheren Preisen den Besitzer, Grundstücke in allen innerstädtischen Lagen sowie an der Donau wurden verzweifelt gesucht, der Preisauftrieb schien kein Ende zu nehmen. Nach dem Platzen der EXPO-Blase blieben eine Menge Spekulanten auf Ihren Althäusern bzw. auf ihren Abbruchobjekten sitzen und suchten nach Verwertungsalternativen. Im Zuge der Evaluierung der Alternativen wurde ein neues Immobilien-Anlageprodukt geboren: die sogenannte „Vorsorgewohnung“

„Vorsorgewohnungen sind eine durchaus attraktive Anlageform für langfristig agierende Investoren. Relativ geringes Risiko und eine stabile Rendite zeichnen dieses Investment aus. Das Modell sieht vor, dass eine Eigentumswohnung teilweise eigen-, und teilweise fremdfinanziert und dann langfristig vermietet wird. Die Mieteinnahmen (nach Steuern) decken die Rückzahlungsraten für das Darlehen, sodass spätestens bei Pensionsantritt eine schuldenfreie Immobilie vorhanden ist. Spätere Mieteinnahmen oder Veräußerungserlöse dienen der Aufbesserung der eigenen Pension.“¹⁸

„Der Anlegertypus stehe Aktien und Anleihen nach den bitteren Erfahrungen der vergangenen Monate mit gemischten oder negativen Gefühlen gegenüber, so die CPB. So war die Diversifikation laut einer von der CPB unter Vorsorgewohnungskäufern durchgeführten Umfrage Hauptgrund (34%), gefolgt von den steuerlichen Möglichkeiten (21%), der Nutzung durch Verwandte und der spätere Eigenbedarf (13%). Der eigentliche Zweck (Zusatzpension) wurde von elf Prozent als Kaufgrund genannt.“¹⁹

Die Vorteile der Vorsorgewohnungen stellen sich wie folgt dar:

- Erträge kommen aus breiter Basis (Mietträge, Wertsteigerung, steuerliche Vorteile...)
- Kosten für Fremdkapital und AfA können steuerlich abgesetzt werden
- Wertsteigerung ist nach 10 Jahren Behaltdauer steuerfrei
- Inflationssichere Anlageform durch Mieten-Indexierung
- Erwerb eines konkreten Objektes – kein Miteigentum
- Umsatzsteuerrückvergütung auf den Kaufpreis
- Cash Flow Ströme sind größtenteils prognostizierbar
- Neubauwohnungen unterliegen keiner Mietzinsbeschränkung
- Risikominimierende Zusatzkomponenten möglich (Mietenpool,...)

¹⁸ vgl. www.finanzzvergleich.at

¹⁹ vgl. www.wirtschaftsblatt.at

Als Nachteile möchte der Verfasser folgende anführen:

- Hohe Einstiegsbarriere durch hohen Eigenkapital-Betrag
- Hohe Transaktionskosten durch Steuern und Gebühren
- Kein rascher Exit möglich – Anlagehorizont in etwa 20 Jahre
- Verbund-Dienstleistungen sind meist sehr kostenintensiv
- Risikominimierungs-Features sind meist sehr kostenintensiv
- Oftmals kein professionelles Objektmanagement vorhanden

Zusammenfassend kann man sagen, dass ein Investor, der beabsichtigt aus seinem Immobilien-Investment regelmäßige Cash-Flows aus den Mieterlösen zu erhalten, mit diesem Modell und seiner hohen Prognostizierbarkeit sehr gut aufgehoben ist.

Die meisten dieser Modelle haben den Vorteil, daß die Ausstattung und Lage der Wohnung meist sehr gut auf den Markt abgestimmt sind und sie in der Tat die Bedürfnisse der Nachfrager – insbesondere nach gehobenen Singles- oder Kleinfamilienwohnungen mit Balkon und Garage – sehr gut treffen. "Vor drei bis vier Jahren waren Garçonnières noch der Renner", sagt Michael Griesmayr, Geschäftsführer der InvestConsult. Er ist gerade dabei, Vorsorgewohnungen in der Gentzgasse im 18. Wiener Gemeindebezirk zu verkaufen, die im Jahr 2006 fertig gestellt werden. "Diese Wohnungen sind vorwiegend Zwei-Zimmer-Appartements", sagt Griesmayr. "Der Markt verlangt nach grösseren Wohnungen mit rund 50 Quadratmetern."²⁰ Dieser Trend ist auch mitunter ein Garant, daß die Prognoserechnungen diverser Anbieter im Hinblick auf die Vermietbarkeit grosso modo eintreffen. „Experten gehen davon aus, dass über eine Strecke von 20 Jahren gesehen bis zu sieben bis acht Prozent Ertrag zu realisieren sind. Die Voraussetzung: Die Wohnung sollte in einer Top-Lage gelegen sein, um die langfristige Vermietung zu gewährleisten.“²¹ Was die von den Entwicklern von Vorsorgewohnungen in Aussicht gestellte Prognoserechnung im Hinblick auf die Wertsteigerung der Vorsorgewohnungen angeht, werden wir später in dieser Arbeit noch eine genauere Betrachtung dieses Themas finden. Dieser Zuschnitt auf eine kaufkräftige Schicht trägt auch stark dazu bei, dass das Mietzinsausfallrisiko bei Vorsorgewohnungen ein überschaubares bleibt, obgleich risikominimierende Zusatz-Features wie zB ein Mietenpool oder eine Absicherung gegen das Mietzinsausfallrisiko angeboten werden.

²⁰ vgl. www.wirtschaftsblatt.at

²¹ vgl. www.immobilien.oe24.at

3. Rechtliche und steuerliche Rahmenbedingungen

Diese Kapitel soll eine grundlegende Übersicht über die rechtlichen Besonderheiten und die steuerlichen Aspekte der Immobilienveranlagung durch den Privatanleger geben, welche für den Investor in der jeweiligen Anlage-Kategorie von Relevanz sind.

3.1 Rechtliche Rahmenbedingungen

3.1.1 Rechtliche Rahmenbedingungen für Immobilienaktien

Bei Immobilienaktien handelt es sich um börsennotierte Wertpapiere, welche ein Miteigentum an einer Aktiengesellschaft verbriefen. Die Emittenten müssen sich lediglich an die Vorgaben der FMA, des Aktiengesetzes und des Börsegesetzes halten und sind damit in der Art ihrer Veranlagung ungebunden.²²

Die Wiener Börse und das Börsegesetz: „Die Wiener Börse ist die einzige Wertpapierbörse und zugleich auch die einzige allgemeine Warenbörse in Österreich“²³. Das Börsewesen ist in Österreich durch das Börsegesetz 1989 - zuletzt geändert durch das Bundesgesetz BGBl. I Nr. 70/200 - geregelt. Die Wiener Börse AG ist ein Börseunternehmen und verfügt über eine Konzession zum Betrieb geregelter Märkte. Die Börsegesetz-Novellen der letzten Jahre brachten maßgebliche Änderungen und Verbesserungen der rechtlichen Rahmenbedingungen für Investoren wie zB.

- strafrechtliche Sanktionen für den Missbrauch von Insiderinformation (§ 48b BörseG) und Marktmanipulation (§ 48c) sowie
- Verpflichtung der Emittenten zur Veröffentlichung kursrelevanter Informationen (82 Abs. 5 BörseG)
- Erweiterung der Meldepflichten bei Änderungen bedeutender Beteiligungen an zum Handel an einem geregelten Markt zugelassenen Aktien eines Emittenten (wenn Stimmrechten von 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 35 %, 40 %, 45 %, 50 %, 5 % oder 90 % erreicht, überschritten oder unterschritten werden; § 91 BörseG)
- Pflicht zur Erstellung von Zwischenberichten (§ 8 BörseG)
- Ermöglichung bzw. Erleichterung der Börsemitgliedschaft (Handelsteilnahme) für Unternehmen aus Drittstaaten (§ 15 BörseG)

²² vgl. www.wbag.at

²³ vgl. www.wbag.at

Das Übernahmerecht: Seit 1.1.1999 gibt es auch in Österreich für börsennotierte Unternehmen im Übernahmengesetz 1998 (ÜbG) - entsprechend internationalen Vorbildern - Grundsätze und Regelungen für freiwillige und obligatorische Übernahmeangebote. Die Übernahmekommission - eine unabhängige und weisungsfreie Kollegialbehörde der Republik Österreich mit richterlichem Einschlag - ist mit der Überwachung von Übernahmeangeboten betraut und für Entscheidungen nach diesem Bundesgesetz zuständig. Das österreichische Übernahmerecht strebt eine Gleichbehandlung der Aktionäre (wer die Kontrolle über eine börsennotierte Gesellschaft erlangt, hat auch den übrigen Kleinaktionären ein Kaufangebot zu machen) und angemessene Berücksichtigung der Interessen aller Beteiligten an.

Der bisher allgemein anerkannte flexible Kontrollbegriff (Beteiligung, die einen beherrschenden Einfluss ermöglicht; Kontrollvermutung bei 30 % und unter bestimmten Voraussetzungen auch schon bei 20 %) wurde 200 durch eine starre Regelung, Kontrollwechsel erst bei mind. 30 % Aktienanteil, abgelöst. Dies ermöglicht aufgrund der niedrigen Hauptversammlungspräsenzen in Österreich eine relativ leicht zu erlangende faktische Beherrschung von börsennotierten Unternehmen ohne Abgabe eines Pflichtangebotes (nur ca 15 % des Streubesitzes ist in Österreich bei der Hauptversammlung anwesend; zum Vergleich: Deutschland 27 %, England 40 – 50 %). Während wichtige europäische Staaten (Frankreich, Deutschland, skandinavische Länder) die Möglichkeiten der EU-Übernehmerichtlinie nützen und ihre Unternehmen gegen unfreundliche Übernahmen stärken, sieht das österreichische Übernahmerecht weiterhin eine strenge Neutralitätspflicht von Vorstand und Aufsichtsrat bei Übernahmen vor. Das bedeutet, dass Vorstand und Aufsichtsrat im Übernahmefall weiterhin die Hände gebunden sind und keine Maßnahmen setzen dürfen, um die Übernahme zu verhindern (strenge Neutralitätspflicht). Österreichische Unternehmen sind damit gegenüber ihren Mitbewerbern aus Deutschland, Frankreich oder den skandinavischen Ländern benachteiligt.²⁴

WAG 2007 und MiFID: Die Umsetzung der neuen EU-Richtlinie MiFID (Market in Financial Instruments Directive) in österreichisches Recht findet im Wertpapieraufsichtsgesetz (WAG) 200 statt und regelt ab 1. 11. 200 die Erbringung von Finanzdienstleistungen in Österreich neu. Betroffene Bereiche dieser

²⁴ vgl. Wirz (2006), Seite 126ff

rechtlichen Rahmenbedingungen sind die Kunden- und Risikoeinstufungen, die Informationspflichten, die Interessenskonflikte sowie deren Behandlung.

„Die Hauptziele der europaweiten Regelung des Kapitalmarktes und seiner Teilnehmer sind daher in erster Linie der Anlegerschutz, die Marktintegrität und die Einheitlichkeit. Diese Ziele sollen vor allem durch strengere Regeln und die Überprüfung der Beziehung zwischen Finanzdienstleister und Anleger erfolgen. Es wird sowohl zu Änderungen bei der Organisation innerhalb der Unternehmen, als auch beim Auftreten nach außen kommen, wobei dies sowohl die Vermarktung von Produkten, den Prozess der Geschäftsanbahnung, als auch den Geschäftsabschluss selbst betreffen wird. Hierfür werden einerseits verschärfte Bedingungen im Bereich der Organisations-, Wohlverhaltens- und Auftragsausführungspflichten geschaffen, andererseits wird durch die MiFID vorgegeben, wie Kunden zu behandeln sind und wie geworben werden darf.“²⁵

Prospektpflicht: Die Prospektpflicht bezeichnet die Pflicht ex lege, vor der Emission von Wertpapieren einen Prospekt zu veröffentlichen. Von dieser Prospektpflicht sind Wertpapiere ausgenommen, die vom Bund und den Ländern eines Staates emittiert werden. Weiters sind Emissionen von Organisationen des öffentlichen Rechts, Schuldverschreibungen, Investmentzertifikate, Genussscheine, Schuldverschreibungen mit kurzer Laufzeit (ein Jahr), Wertpapiere mit der vorgeschriebenen Mindeststückelung und Wertpapiere mit dem im Gesetz vorgeschriebenen Höchstgesamtwert ausgenommen. Einfache Werbeprospekte für Anlageprodukte dürfen nicht mit der Prospektpflicht verwechselt werden, diese erhalten oft auch den Hinweis wo das gesetzlich relevante Dokument (Emissions-Prospekt) zu finden ist.

Überwachungsorgan Finanzmarktaufsicht: Im Jahr 2008 kam es zu einer Neuordnung der österreichischen Finanzmarktaufsicht im FMAG (Finanzmarktaufsichtsgesetz), welches eine funktionale Gliederung vorsieht, die sich an den Kernfunktionen des Finanzsystems orientiert, dh sämtliche Aufsichtsbereiche wie Banken-, Versicherungs-, Pensionskassen- und Wertpapieraufsicht wurden in der FMA gebündelt. Zur Verbesserung der Durchsetzbarkeit von Aufsichtsmaßnahmen wurde die FMA mit Verwaltungsstrafkompetenz, Verordnungserlassungsrecht und der Kompetenz zur Vollstreckung der von ihr zu erlassenen Bescheide ausgestattet. Trotz der

²⁵ vgl. Widerhofer, Seite 10

Errichtung der FMA als hoheitliche Allfinanzaufsichtsbehörde fällt auch der OeNB in im Bankenbereich eine hohe Bedeutung zu. Klar definierte Schnittstellen zwischen der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) und der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB), eine wesentliche Aufstockung der Ressourcen für die Analyse und Prüfung von Banken und im Bereich der Wertpapieraufsicht sowie ein umfangreiches Corporate-Governance-Paket stärken die Aufsicht in Österreich. Die OeNB und die FMA bekennen sich zu einer engen partnerschaftlichen Zusammenarbeit bei der Banken- und Börsenaufsicht. Ein wichtiges Element dieser Kooperation ist die Zusammenführung aller aufsichtsrelevanten Daten beider Institute in eine gemeinsame Datenbank. Die Analyse dieser Daten erlaubt ein intensiveres Monitoring, sowohl der einzelnen Marktteilnehmer als auch des gesamten Finanzplatzes.²⁶

3.1.2 Rechtliche Rahmenbedingungen für Immobilienfonds

Seit Mitte der Siebziger Jahre existiert in Österreich ein gesetzliches Rahmengerüst für Wertpapierfonds, welche sich im Laufe der Jahre einer stetig steigenden Beliebtheit erfreuen. Damit die Anleger auch der Grundidee der Diversifikation – Risikoverminderung durch Streuung des Anlageportfolios – Rechnung tragen können, wurde 1993 das InvFG erlassen, welches jedoch ausschließlich Investmentfonds aber keine Art von Immobilienfonds erfasste. Im deutschsprachigen Ausland war diese Anlageform allerdings bereits seit Jahrzehnten etabliert und so kam der österreichische Staat verstärkt unter Zugzwang in seiner Funktion als Gesetzgeber aktiv zu werden, zumal bedingt durch die enormen Mittelzuflüsse und die respektable Performance ausländischer offener Immobilienfonds immer mehr Anbieter aus dem europäischen Ausland auf den österreichischen Markt drängten und hier ihre Produkte erfolgreich zum Vertrieb anboten. Mit 1. September 2003 wurde auch in Österreich durch das Inkrafttreten des ImmobilienInvestmentFondsGesetz (ImmoInvFG) das rechtliche Rahmengerüst für offenen Immobilienfonds geschaffen. Den österreichischen Anlegern sollte die Möglichkeit einer....“langfristig sicheren ertragreichen Anlagemöglichkeit in Immobilien“²⁷ zur privaten Pensionsvorsorge geboten werden.

²⁶ vgl. Zahradnik (2007), Seite 53 ff

²⁷ vgl. www.parlament.gv.at

Das Immobilien-Investmentfonds-Gesetz: Das Immobilien-Investmentfonds-Gesetz (ImmoInvFG) hatte als Zielsetzung den interessierten Anlegern das rechtliche Rahmengerüst für Anlageformen in Immobilien zu bieten, welche die Eigenschaften eines Investmentfonds laut InvFG besitzen. Demgemäß wurden Teile aus dem InvFG adaptiert, überall war eine Nachbildung infolge der unterschiedlichen Asset-Klassen nicht möglich. Investmentfonds und Immobilienfonds sind ex lege Sondervermögen, wobei Investmentfondsanteile ein Miteigentumsrecht verbriefen, während Immobilienfondsanteile lediglich einen schuldrechtlichen Teil an den Vermögenswerten eines Immobilienfonds darstellen. Sämtliche Erträge aus dem Fondsvermögen – seien es Substanzgewinne oder Ausschüttungen aus Mieterlösen – fallen den Fondsinhabern (nach Abzug der Kosten, Gebühren, Steuern für die Anschaffung, Bewirtschaftung und Veräußerung der Liegenschaft) zu. Die Liegenschaften des Immobilienfonds aber befinden sich im Besitz einer KAG für Immobilien – und nicht im Besitz des Fondsinhabers. Die KAG für Immobilien besitzt das Recht über die Vermögenswerte des von ihr verwalteten Fonds zu verfügen und dabei auf eigenen Namen für Rechnung der Fondsinhaber zu handeln. Eine Depotbank überwacht und haftet dafür dass alle Vorschriften des ImmoInvFG eingehalten werden. Die KAG für Immobilien benötigt zur Geschäftsausübung eine Konzession und unterliegt der Aufsicht durch die Finanzmarktaufsicht (FMA). Es ist den KAGs für Immobilien nicht gestattet – ausser zur Verwaltung des eigenen Vermögens - andere Anlageinstrumente wie zB Aktien oder Anleihen dem Immobilienportfolio beizumischen.²⁸

Ausgabe der Anteilscheine:

Die Anteilscheine verbriefen ein schuldrechtliches Verhältnis an den Vermögenswerten des Immobilienfonds. „Anteilsscheine dürfen erst begeben werden, wenn ein Prospekt veröffentlicht wurde.“²⁹ Dies gilt jedoch nicht für Immobilien-Spezialfonds, wobei für alle Arten von Fonds gilt, dass Anteilsscheine nur gegen Bezahlung des vollen Ausgabepreises an die Anteilseigner ausgegeben werden dürfen und der Ausgabepreis eines Anteils seinem errechneten Wert entsprechen muss.³⁰ Die Immobilien-KAG kann auf diesen Wert noch zur Deckung der Ausgabekosten einen Ausgabeaufschlag dazurechnen, welcher sich in der Regel je nach Markt und Wettbewerb zwischen 3,00% und 5,00% bewegt.

²⁹ vgl. ImmoInvFG §6, Abs. 7

³⁰ vgl. ImmoInvFG §6, Abs. 9

Rücknahme der Anteilscheine:

Schwierig könnte sich jedoch der Rückkauf von Anteilen des Immobilienfonds gestalten zumal der Liegenschaftsverkauf nicht täglich zu einem Markt- oder Börsepreis möglich ist. Dies hat der Gesetzgeber auch in seinen Regelungen des ImmoInvFG berücksichtigt. Generell ist ein Anteilsinhaber berechtigt die Rücknahme seiner Anteile zu verlangen und im Gegenzug dazu die Auszahlung gemäß Fondsbestimmungen zu erhalten. Um immer in der Lage zu sein die Anteile der Inhaber zurückkaufen zu können, muss ein Immobilienfonds eine Liquiditätsreserve von mindestens 10% halten. Im Extremfall zB bei der Rücklösung von Anteilen durch einen Großanleger kann es zu einem Unterbleiben der Auszahlung von höchstens zwei Jahren kommen. Innerhalb dieser Frist muss die KAG dann versuchen die Liegenschaften zu angemessenen Bedingungen zu verkaufen um den Anteilsinhabern ihre Zahlungen zukommen zu lassen.

Errechnung des Anteilswertes:

Für die Wertermittlung des einzelnen Anteils ist der Gesamtwert des Immobilienfonds einschließlich aller Erträge durch die Anzahl der Anteile zu dividieren. Der Gesamtwert des Immobilienfonds setzt sich aus dem Wert der Liegenschaften gemäß Bewertung durch den Sachverständigen sowie zu den Marktpreisen, der zum Immobilienfonds gehörenden Guthaben, Wertpapiere, Geldbeträge, Forderungen abzüglich etwaiger Verbindlichkeiten zusammen. Gibt es eine positive oder negative Wertänderung eines, mehrerer oder aller Vermögenswerte im Ausmaß von mehr als 10%, so muss der Immobilienfonds der Depotbank eine aktualisierte Bewertung für die Berechnung des Anteilswerts zur Verfügung stellen.³¹

Veranlagungsvorschriften:

Im ImmoInvFG sind in den §21 und §22 sehr detaillierte Veranlagungsvorschriften festgeschrieben, welche innerhalb einer Frist von 3 Jahren eine Risiko-Diversifikation im Hinblick auf den Anlegerschutz zum Ziel haben. Nach dieser Frist hat jeder Immobilienfonds aus mindestens 10 Vermögenswerten gemäß §21 ImmoInvFG zu bestehen, wobei kein Wert eines Vermögenswertes zum Erwerbszeitpunkt die Schwelle von 20% des Wertes des gesamten Immobilienfonds überschreiten darf. Unbebaute Grundstücke können bis zu einer Grenze von 30% und bebaute Liegenschaften bis zu einer Schwelle von 40% des

³¹ vgl. www.oekb.at

Gesamtwertes des Immobilienfonds angekauft werden. Wie schon in obigem Punkt erwähnt muss der Immobilienfonds zur Gewährleistung der jederzeitigen Rückgabe der Anteilscheine liquide Mittel in der Höhe von mindestens 10% des Fondsvermögens zu halten. Um auch nicht in die Abhängigkeit eines Kreditinstitutes zu gelangen, dürfen höchstens 15% des Fondsvermögens beim selben Kreditinstitut bzw. derselben Kreditinstitutsguppe gehalten werden.³²

Veröffentlichungen:

Jeder Investor kann bei Bedarf den Prospekt, den letzten vorhandenen Rechenschaftsbericht sowie den darauf folgenden Halbjahresbericht kostenlos bei der Immobilien-KAG oder bei der jeweiligen Depotbank erhalten. Der Prospekt muss alle Informationen enthalten welche für den Investor notwendig sind, um sich ein fundiertes Urteil über die gegenständliche Veranlagung zu machen.³³ Der Rechenschafts- und Halbjahresbericht wird von der Immobilien-KAG für jeden Immobilienfonds gesondert erstellt – dem Aufsichtsrat vorgelegt – und bei der Depotbank zur Einsicht aufgelegt. Der Rechenschaftsbericht enthält eine Übersicht über alle Aktivitäten des abgelaufenen Rechnungsjahres sowie alle weiteren wesentlichen Informationen, welches es den Investoren ermöglichen sich ein Urteil über die Entwicklung der Tätigkeiten und der Ergebnisse des jeweiligen Immobilienfonds zu bilden. Diese Informationen beinhalten in der Regel eine Ertragsrechnung, eine Vermögensaufstellung, Bestandsveränderungen sowie eine Übersicht über die Anzahl an Fondsanteilen zu Beginn und zum Ende der Berichtsperiode.

Überwachungsorgane:

Es ist notwendig auch für offene Immobilienfonds Aufsichtsorgane einzusetzen um zu gewährleisten, dass die Vorschriften für die Immobilien-KAG auch eingehalten werden. Die Depotbank und die Finanzmarktaufsicht übernehmen diese Kontrollaufgaben. Die Depotbank ist verantwortlich für die Ausgabe und Rücknahme der Anteilsscheine, für die Kontoführung der Immobilien-KAG und agiert als Verwahrstelle für die Wertpapiere des Immobilienfondsvermögens. Zudem vollbringt die Depotbank weitere Dienstleistungen wie zB die Auszahlung von Ausschüttungen aus dem Immobilienfondsvermögen, die Berechnung des Gesamtwertes des Immobilienfonds und die Berechnung des Rechenwertes der Fondsanteile.

³² vgl. ImmoInvFG §32

³³ vgl. KMG §10

Die Finanzmarktaufsicht ist wie schon in Kapitel 3.1.1.5 angeschnitten eine unabhängige, weisungsfreie, integrierte Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Österreich.³⁴ Diverse außerordentliche Handlungen eines Immobilienfonds benötigen die Zustimmung der FMA wie zB der Wechsel der Depotbank, die Zusammenlegung von einzelnen Immobilienfonds oder die Beendigung und Übertragung der Verwaltung an eine andere KAG.

3.1.3 Rechtliche Rahmenbedingungen für Vorsorgewohnungen

Der Erwerber einer sog. Vorsorgewohnung wird Eigentümer eines parifizierten Wohnungseigentums im Sinne des WEG. „ Das Wohnungseigentum kann von jedem Miteigentümer erworben werden, dessen Anteil dem Mindestanteil entspricht. Zwei natürliche Personen, deren Miteigentumsanteile je dem halben Mindestanteil entsprechen, können als Eigentümerpartnerschaft gemeinsam Wohnungseigentum erwerben (§ 13).“³⁵ Mit der sofortigen Eintragung ins Grundbuch bieten Vorsorgewohnungen zusätzliche Sicherheit für das investierte Kapital. Der Erwerber muss nach dem Kauf Grunderwerbsteuer bezahlen - grundsätzlich beläuft sich die Grunderwerbsteuer auf 3,5 %. (i. S. d. § Z 1 und Z 2 GrEStG) – ebenso wird er mit einer Eintragungsgebühr von 1,5% der Kaufpreissumme belastet.

3.2 Steuerliche Rahmenbedingungen

3.2.1 Steuerliche Rahmenbedingungen für Immobilienaktien

Dieses Kapitel soll uns einen kleinen Einblick geben in die Aspekte der Besteuerung von Immobilienaktiengesellschaften und deren Investoren. Hier sind die Denkansätze und Fragen, welche sich vor dem Abschluss eines Investments stellen um einiges vielschichtiger und konsequenzenreicher als die bloße Beurteilung und Würdigung der rechtlichen Voraussetzungen.

Folgende Fragestellungen ergeben sich:

- 1) Werden die Objekte/Anteile im Privatvermögen oder Betriebsvermögen gehalten?
- 2) Ist der Investor eine Privatperson oder eine Kapitalgesellschaft?
- 3) Handelt es sich um inländische Objekte oder ausländische Objekte?
- 4) Welcher Staat hat bei Auslandsinvestments das Besteuerungsrecht?

³⁴ vgl. www.fma.gv.at

³⁵ vgl. WEG 2002, §5

- 5) Werden Ausschüttungen getätigt und werden sie der Besteuerung unterzogen?
- 7) Sind die Werbungskosten vom Steuerpflichtigen absetzbar?
- 8) Welche umsatzsteuerliche Behandlung ergibt sich mit dem Investment?

Steuerliche Behandlung auf Ebene der Immo-AG:

Die Besteuerung von im Vermögen von Kapitalgesellschaften befindlichen Immobilien erfolgt nicht gemäß Einkommensteuergesetz, sondern hier ist das Körperschaftsteuergesetz maßgeblich. Der Körperschaftsteuer unterliegt das gesamte Einkommen der Körperschaft – als solche gelten neben Kapitalgesellschaften (AG und GmbH) unter anderem auch Genossenschaften und Privatstiftungen. Unbeschränkt steuerpflichtig sind Kapitalgesellschaften, die ihren Sitz oder ihren Ort der Geschäftsleitung im Inland haben. Sie sind mit sämtlichen (in- und ausländischen) Einkünften steuerpflichtig. Jegliche Einkünfte einer Kapitalgesellschaft deshalb als Einkünfte aus Gewerbebetrieb zu behandeln (§ Abs. 3 KStG). Die Gewinnermittlung erfolgt gemäß § 5 Abs. 1 EStG. Für Kapitalgesellschaften sind alle Erlöse aus der Veräußerung von Immobilien unabhängig von einer Spekulationsfrist immer steuerpflichtig. Etwaige entstehende Veräußerungsverluste mindern den Gewinn im Jahr der Veräußerung. Auf Ebene einer Kapitalgesellschaft erwirtschaftete Gewinne aus Immobilien unterliegen dem normalen Körperschaftsteuersatz von 25 %. Die Liebhabereigrundsätze sind sinngemäß auch für Kapitalgesellschaften anzuwenden.

Steuerliche Behandlung auf Anlegerebene:

Bei Immobilienaktien sind die realisierten Kursgewinne ab einer Behaltdauer von 12 Monaten steuerfrei – aber nur unter bestimmten Voraussetzungen betreffend die Höhe der Beteiligung. Der inländische und ausländische Investor sind in Österreich einer Besteuerung ausgesetzt, wenn er Gewinnausschüttungen aus der österreichischen Immobilienkapitalgesellschaft bezieht oder wenn er Anteile an der österreichischen Immobilienkapitalgesellschaft veräußert. Für Gewinnausschüttungen besteht grundsätzlich die Kapitalertragsteuerpflicht (Steuerabzug in Höhe von 25 % der Ausschüttung durch die österreichische Kapitalgesellschaft), womit die österreichische Steuerschuld abgegolten ist.³⁶ Für Gewinne aus der Veräußerung von Anteilen an österreichischen Kapitalgesellschaften besteht Steuerpflicht nur dann, wenn der Veräußerer im Zeitpunkt der Veräußerung oder zu einem Zeitpunkt innerhalb von fünf Jahren vor

³⁶ vgl. www.steuerverein.at

Veräußerung zu 1 % oder mehr am Kapital der inländischen Immobilienkapitalgesellschaft beteiligt war. Ist der Veräußerer eine natürliche Person, kommt die Tarifbegünstigung des § 3 EStG zur Anwendung (halber Durchschnittssteuersatz, somit maximal 25 %); ist der Veräußerer eine ausländische juristische Person, unterliegt der Veräußerungsgewinn der regulären österreichischen Körperschaftsteuerpflicht (25 %).

3.2.2 Steuerliche Rahmenbedingungen für Immobilienfonds

Steuerliche Behandlung auf Fondsebene: Das Vermögen eines Immobilienfonds ist zivilrechtlich gesehen ein Treuhandvermögen, welches den Treugebern zuzurechnen ist. Dies impliziert dass a priori nicht der Immobilienfonds selbst der Körperschaftssteuer und der Einkommenssteuer unterliegt, sondern dass die Investoren des Immobilienfonds ihre anteiligen Erträge selbst versteuern. Das ImmoInvFG kennt im §14 drei Arten von Gewinnen – Bewirtschaftungsgewinne, Aufwertungsgewinne und Wertpapiergewinne/Liquiditätsgewinne. Allerdings fallen oft auch Erträge ausländischer Immobilien in die steuerliche Bemessungsgrundlage eines (inländischen) Immobilienfonds. Diese Erträge unterliegen oft einer besonderen Art der Besteuerung, welche durch ein sogenanntes Doppelbesteuerungsabkommen geregelt sind. Unter solch einem Doppelbesteuerungsabkommen (mit Anrechnungsmethode) kann zumeist die im Ausland bezahlte Steuer auf die österreichische Steuer angerechnet werden.

Steuerliche Behandlung auf Anlegerebene: Da in der Regel der Treugeber der Anteilseigner ist, sind auch die Ausschüttungen von Erträgen eines Immobilienfonds als steuerpflichtige Einnahmen für die Anteilseigner zu klassifizieren. Demnach sind für den privaten Investor die Bewirtschaftungs- und Aufwertungsgewinne sowie die Wertpapier/Liquiditätsgewinne mit einem KEST-Satz von 25% endbesteuert. Diese Art der Endbesteuerung mit dem KEST-Satz von 25% stellt eine massive Bevorzugung gegenüber einer Direktveranlagung in Immobilien dar. Werden die Anteilsscheine von juristischen Personen im Betriebsvermögen gehalten, so müssen die Fondserträge mit einem KÖSt-Satz von 34% versteuert werden.³⁷ Verkauft eine natürliche Person als Anteilsinhaber im Privatvermögen seine Anteilscheine ab einer Behaltdauer von 12 Monaten mit Gewinn, so sind diese Gewinne steuerfrei. Bei einem Verkauf innerhalb der Spekulationsfrist von 12 Monaten hat der Investor seinen Gewinn gemäß seiner individuellen Tarifbesteuerung zu versteuern. Insbesondere geschlossene Immobilienfonds

³⁷ vgl. Haunold/Kovar/Schuch (2008), Seite 36

waren über lange Zeit ein attraktives Vehikel um respektable Abschreibungen aus Anfangsverlusten zu lukrieren. Der Fiskus hat dieser Vorgangsweise allerdings nach und nach einen Riegel vorgeschoben: „ für im Jahr 1998 plazierte geschlossene Immobilienfonds lagen die Anfangsverluste (bezogen auf das EK) noch bei % - im Jahr 2002 lag die steuerliche Verlustzuweisung nur noch bei durchschnittlich 29%, und im Jahr 2004 gar nur noch bei 24%“³⁸

3.2.3 Steuerliche Rahmenbedingungen für Vorsorgewohnungen

Während der Errichter bzw. der Projektentwickler einer Vorsorgewohnhausanlage in der Regel als Bauträger und oder Developer auftreten wird, ist es nicht selbstverständlich, dass auch der Erwerber einer Vorsorgewohnung (zumeist eine natürliche Person) auch Unternehmer ist. Der Erwerber muss in jedem Fall Grunderwerbsteuer bezahlen - grundsätzlich beläuft sich die Grunderwerbsteuer auf 3,5 %. (i. S. d. § Z 1 und Z 2 GrEStG). Das von einer natürlichen Person weltweit erzielte Einkommen unterliegt der Einkommensteuer, wobei zwischen unbeschränkter und beschränkter Steuerpflicht zu unterscheiden ist. Unbeschränkt einkommensteuerpflichtig sind alle natürlichen Personen, die einen Wohnsitz oder ihren gewöhnlichen Aufenthalt im Inland haben. Das Einkommen definiert sich im österreichischen Einkommensteuergesetz (EStG) nach den dort abschließend aufgezählten sieben Einkunftsarten.

Steuerliche Behandlung auf Ebene der Errichter: Der Errichter wird vermutlich immer in der Rolle des Unternehmers auftreten, was ein wichtiger Punkt ist, denn nur wenn der Erwerber einer Vorsorgewohnung das Objekt von einem Unternehmer erwirbt besteht für ihn die Möglichkeit zum Vorsteuerabzug. Die Kauftransaktion unter Privatpersonen berechtigt nicht zur Rückforderung der Vorsteuer, was den Liegenschaftserwerb schon mal erheblich teurer macht.

Steuerliche Behandlung auf Anlegerebene: Für den Erwerber einer Vorsorgewohnung ergeben sich eine Vielzahl steuerlicher Aspekte, welche es zu beachten gilt. Der Käufer erwirbt eine Eigentumswohnung zum Zweck der Vermietung, dadurch wird der Käufer im Sinne des Umsatzsteuergesetz zum Unternehmer. Durch den finanzrechtlichen Unternehmerstatus ist der Käufer vorsteuerabzugsfähig – der Kauf erfolgt also zum Nettokaufpreis. Im Rahmen der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung kann der Käufer die

³⁸ vgl. Schröter/Nowak, Seite 18

Fremdkapitalzinsen, die AfA (Absetzung für Abnutzung - in Höhe von 1,5% pro Jahr) und sonstige Aufwendungen im Zusammenhang mit der Vermietung (Vermittlungsprovisionen, Beratungskosten, Spesen für Vermietungstätigkeit,.....) als Werbungskosten geltend machen. In der Regel übersteigen in der Anfangsphase die Aufwendungen die Mieterträge und der aus jener Unternehmertätigkeit erzielte Verlust kann mit anderen Einkommen gegengerechnet werden, wodurch sich die gesamte Last an Einkommenssteuer reduziert. Durch eine entsprechende Modellgestaltung (z.B. die Zinsen im ersten Jahr antizipativ bezahlen, können in den Anfangsjahren steuerliche Zusatzvorteile lukriert werden. Spätestens nach 20 Jahren muss jedoch ein Überschuss aus der Vermietung der Vorsorgewohnung erzielt werden, ansonsten werden die genannten steuerlichen Begünstigungen vom Finanzamt nämlich nicht anerkannt (es tritt der „Liebhaberei“-Paragraph in Kraft). Der Begriff der Liebhaberei wird im Steuerrecht gebraucht, um Tätigkeiten zu umschreiben, die auf Dauer Verluste einbringen. Solche Vermietungen stellen keine Einkunftsquelle dar. Verluste aus solchen Tätigkeiten können nicht mit positiven Einkünften aus anderen Tätigkeiten ausgeglichen werden.

Die Gewinne aus einer Veräußerung der Wohnung sind laut derzeitiger Gesetzeslage nach zehn Jahren grundsätzlich einkommensteuerfrei. Ansonsten müsste die Differenz aus seinerzeitigem Anschaffungswert minus Veräußerungserlös - die zu den sonstigen Einkünften gehörenden Spekulationsgeschäfte i. S. d. § 30 EStG – versteuert werden und die anteilige Vorsteuer zurückbezahlt werden.³⁹

³⁹vgl. www.bmwfj.gv.at

4. Determinanten des Immobilien-Investmenterfolges

Für die ganze Thematik der Immobilieninvestments ist eine immer wiederkehrende Fragestellung zentral. Welche sind die generellen Erfolgsfaktoren für das Immobilieninvestment? Was macht mein Investment erfolgversprechend im Vergleich zu den übrigen Immobilieninvestments? Hier kann man die Betrachtung zugrunde legen, dass das stabile Fundament des Investments das Objekt per se ist – rund um das Objekt herum sind die steuerliche Struktur, das Financial Engineering (inklusive richtigem Einsatz von Eigenkapital/Fremdkapital) sowie die professionelle Bewirtschaftung weitere Determinanten des Erfolges.

4.1 Erfolgsfaktoren für Investments in Immobilienaktien

Investments in Immobilienaktien versprochen über lange Jahre überdurchschnittliche Renditen. Die Anleger präferieren diese Anlageklasse scheinbar durch die tägliche Handelbarkeit der Aktie und die tolle Performance der Vergangenheit lockte eine Menge neues Geld an. Weiters sehr positiv fallen die geringen Transaktionskosten in der Form von Spesen für Kauf und Verkauf der Immobilienaktien an sowie die jährliche Depotgebühr ins Gewicht. Was jedoch macht den nachhaltigen Erfolg von Immobilienaktien aus? Für traditionelle Immobilienaktien gelten vor allem folgende Erfolgsfaktoren, wie eine Studie der HSH Nordbank zeigt:⁴⁰

1. Klare Fokussierung - Immobilienaktiengesellschaften sollte eine klare und fokussierte Strategie verfolgen. Die Konzentration auf wenige, dafür aber sehr gut beherrschte Geschäfte wird vom Kapitalmarkt eher honoriert als die opportunistische Verfolgung zahlreicher unterschiedlicher Aktivitäten. Überzeugend ist die Fokussierung auf einen oder zwei Immobiliensektoren bzw. auf eine oder wenige Regionen.

2. Management - Ein weiterer wichtiger Erfolgsfaktor ist das Management. Neben der Expertise für den Immobilienmarkt ist insbesondere die Fähigkeit, die Bedürfnisse von Investoren zu erfüllen, entscheidend für den Erfolg einer börsennotierten Immobilien-AG.

3. Transparenz - Die Transparenz über das tägliche Geschäft und die im Unternehmen gelebte Wertordnung ist für Investoren eines der entscheidenden Kriterien für ein finanzielles Engagement. Zur Transparenz gehören neben einer Bilanzierung nach IFRS auch eingehende und detaillierte Informationen zu den

⁴⁰ vgl. HSH Nordbank

Anlageimmobilien sowie die Einhaltung des Corporate-Governance-Kodex.⁴¹ Ein Mangel an Transparenz wird –fast gleich wie ein Mangel an klarer Fokussierung– vom Kapitalmarkt mit gravierenden Abschlägen der Aktien-Bewertung zum Net Asset Value bestraft.

4. Optimale Fremdfinanzierungsstruktur - Immobilieninvestments sind kapitalintensiv und erfordern eine optimale Finanzierungsstruktur, damit der Leverageeffekt als Erfolgsfaktor für Immobilienunternehmen gewinnbringend zum Tragen kommt. Dabei werden in Deutschland traditionell mit Grundpfandrechten besicherte Bankdarlehen zur Immobilienfinanzierung eingesetzt. Mit zunehmender Unternehmensgröße setzen Immobilien-AGs aber auch mehr und mehr kapitalmarktorientierte Fremdfinanzierungsinstrumente ein. Mittelfristig ist damit zu rechnen, dass deutsche Immobilienunternehmen zunehmend auch börsennotierte Unternehmensanleihen ausgeben, um traditionelle Finanzierung mit Eigenmitteln und Bankdarlehen zu ergänzen.

Zusammenfassend kann man im Lichte der Ereignisse und Lehren, welche wir aus der Finanzkrise 2008/2009 gezogen haben, folgende Empfehlung treffen: Ein Investor, der regelmäßige Einkommen aus seinem Immobilieninvestment erwartet, sollte ein Produkt wählen, bei dem die Generierung von echtem Cashflow aus Mieterträgen im Vordergrund steht und nicht so sehr die Wertentwicklung aufgrund von Angebot und Nachfrage an der Börse.

4.2 Erfolgsfaktoren für Investments in Immobilienfonds

Die Immobilienfonds in Österreich erlebten in den ersten Jahren des neuen Jahrtausends einen großen Aufwärtstrend. Im Jahr 2007 wurde dann die Zwei-Milliarden-Euro-Marke beim akkumulierten Fondsvolumen überschritten. Der Grund ist einerseits die enorme Bautätigkeit bei Büro und Gewerbeimmobilien, Hotels und Einkaufszentren. Viele ausländische Player haben den österreichischen Markt entdeckt. Neben deutschen Immobilienfonds investieren zunehmend angelsächsische und italienische Unternehmen in Österreich, nicht zuletzt aufgrund des attraktiven Risiko-Rendite-Profiles im Vergleich zu anderen europäischen Metropolen. „Das österreichische Immobilien-Investmentfondsgesetz hat sehr sichere Produkte geformt, die Anleger anziehen.“⁴² Woher kommt jedoch der Erfolg von Immobilienfonds?

⁴¹ Vgl. www.at.e-fundresearch.com

⁴² Vgl. www.abagv.at

1) Rendite und Risiko – gibt uns das Verhältnis zwischen diesen beiden Parametern an; steigende Rendite wird oftmals mit steigendem Risiko „erkauft“ – „Bei dem Rendite-Risiko-Profil liegen die Immobiliendachfonds nahe an den direkten Immobilieninvestments und auf vergleichbarer Stufe mit den offenen Immobilienfonds bei weitaus geringeren Schwankungen.“⁴³

2) Sicherheit - Je mehr Sicherheit ein Fonds bietet umso weniger Renditechancen bietet er in der Regel und umgekehrt. Daher gibt es im Prinzip keinen Fonds der sowohl eine Top-Rendite bei gleichzeitiger hoher Sicherheit kombiniert. Sicherheitsorientierte Fonds-Anleger sollten den Anteil an sicheren Fonds (geringe Volatilität) im Depot hoch halten. Je risikofreudiger und renditeorientierter man als Anleger ist, umso mehr risikoreichere Fonds kann man ins Portfolio aufnehmen.

3) Liquidität – diese Kennzahl wird oft als Liquiditätsquote, das ist der Anteil der gesamten Liquidität am Fondsvermögen in % (freie und gebundene Liquidität) gemessen. 4) Fungibilität – ist ein Begriff für die Handelbarkeit bzw. die Transferierbarkeit für Immobilienfonds. Direkter Immobilienbesitz wie beispielsweise Anteile an geschlossenen Immofonds sind vor Ablauf der Behaltefrist (zumeist 10 Jahre und länger) nahezu unverkäuflich, da kein Sekundärmarkt für derartige Produkte existiert. 5) Transparenz - nach heutigem Marktstandard sind in den Geschäftsberichten die Renditen nach einzelnen Ländern und Nutzungsarten aufgeschlüsselt. Ebenso sollen in den Rechenschaftsberichten Verkehrswerte, nachhaltige Mieten, Vermietungsquoten und Mietlaufzeiten der im Portfolio gehaltenen Objekte zu finden sein.

Die Laufzeit des jeweiligen Fondsproduktes, die Handelbarkeit, die Einfachheit sind ebenso ausschlaggebend.

4.3 Erfolgsfaktoren für Investments in Vorsorgewohnungen

„Die Wertentwicklung von Wohnimmobilien basiert in erster Linie auf der Anzahl der zur Verfügung stehenden Wohnungen, sowie auf dem Einkommensniveau im Einzugsgebiet.“⁴⁴

Die Wohnimmobilie – insbesondere die einzelne Vorsorgewohnung – ist für den institutionellen Investor von geringem Interesse zumal der private Investor hier einen höheren steuerlichen Vorteil lukriert als der institutionelle Investor. Zudem erfordern Wohnimmobilien sehr spezifische Anforderungen an den Developer im Hinblick auf

⁴³ Vgl. Bankhaus ELLWANGER & GEIGER

⁴⁴ vgl. Wüstefeld, Seite 39

Architektur und Ausstattung, da es hier prioritär ist eine möglichst große Interessentenschicht anzusprechen.

Die Homepage der Raiffeisen Leasing zum Thema Vorsorgewohnung zeigt uns wie folgt einige dieser Erfolgsdeterminanten:

1) Die geeignete Wohnung: Als Vorsorgewohnung empfehlen wir Ihnen eine 1- bis 2-Zimmer-Neubauwohnung im Erstbezug. Die für eine rasche und nachhaltige Vermietung optimale Größe liegt in etwa zwischen 30 m² und 55 m² Wohnfläche. Die Wohnung sollte nicht unbedingt den Wohnpräferenzen des Eigentümers entsprechen, sondern eher jenen des zukünftigen Mieters.

2) Die Lage: Entscheidend ist ein Standort mit guter Verkehrsanbindung (öffentlich und privat) sowie Nahversorgungseinrichtungen.

3) Die Ausstattung: Neben einem funktionalen Grundriss sollten Sie bei der Wahl Ihrer Vorsorgewohnung Wert auf eine voll eingerichtete Küche, ein gut ausgestattetes Bad und Parkettböden legen.“

Die zu erwartende Rendite wird von den folgenden Faktoren beeinflusst. Kaufpreis, Lage, Größe, Grundriss und Ausstattung einer Wohnung bestimmen sowohl den Kaufpreis als auch die Miete. Das Verhältnis von Kaufpreis und Miethöhe bestimmt Ihre Rendite und ist ausschlaggebend für den richtigen Finanzierungsmix. Das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital sollte entsprechend Ihrem Veranlagungsziel individuell bestimmt werden, ebenso der kalkulierte Mietertrag. „Maßstab für die zu erwartende Miethöhe ist der marktübliche Mietpreis.“⁴⁵

Die Raiffeisen Vorsorgewohnungserrichtungs GmbH bietet ein Anleger-Komplett-Paket, welches den persönlichen Aufwand auf ein Minimum reduziert.

- Projekt-Auswahl & Planung
- Vertragliche & rechtliche Abwicklung
- Wahrung der Anlegerinteressen
- Professionelle & marktorientierte Vermietung
- Hausverwaltung & Mieten-Pool
- Ertragskontrolle
- Unterlagen-Aufbereitung für Umsatz-/Vorsteuer und Einkommenssteuer

⁴⁵ vgl. www.raiffeisen-leasing.at

Was aber passiert, wenn eine Vorsorgewohnung gekauft und auch vermietet wird und der Mieter binnen kurzem aufhört, die Miete zu zahlen, aber nicht die Absicht hat, (freiwillig) auszuziehen? Es ist für jeden Vermieter unerfreulich, die ihm zustehende Miete nicht einnehmen zu können, weil der Mieter nicht zahlen will oder kann. Besonders unerfreulich ist die Angelegenheit allerdings dann, wenn das Anlageobjekt mit einem Kredit finanziert wurde und dieser von den Mieteinnahmen zurückgezahlt werden sollte. Dass die eben beschriebene Situation nicht selten vorkommt, zeigt die Tatsache, dass in Österreich allein im Jahr 2004 über 30.000 Räumungsverfahren anhängig waren, über 1.000 davon nur in Wien.⁴⁶

Für solche Fälle ist es dann vermutlich sinnvoll sich einem sog. Mietenpool – einer Art Ausfallsversicherung für die monatlichen Mieterlöse anzuschließen, was aber auch wiederum als Prämie einen Teil der monatlichen Mieteinnahmen auffrisst.⁴⁷

⁴⁶ vgl. Die Presse

⁴⁷ vgl. www.fendigasse.at

5. Der Markt für Immobilien-Investments

Weltweit sind es unvorstellbare Summen welche in Immobilien einen sicheren Anlage-Hafen suchen. Ausgehend von der Größe sind folgende 8 Gesellschaften die weltweit größten Immobilieninvestoren:

ING REIM € 65.600 Mio. RREEF € 55.400 Mio. UBS GAM € 51.472 Mio.
Morley FM € 44.000 Mio. AXA REIM € 35.000 Mio. LaSalle IM € 32.977 Mio.
IXIS AEW € 30.700 Mio. PruPIM (Prudential) € 27.960 Mio.⁴⁸

Abgeleitet vom Volumen, welches die Österreicher in Immobilien investiert haben, wo auch die Eigenheime und Eigentumswohnungen zur Selbstnutzung dazu zählen kann man eine Schätzung rein für das Immobilien-Investitionsvolumen der Bevölkerung vornehmen. Demnach sollten sich die direkten und indirekten Immobilieninvestments in Österreich (welche zu reinen Anlagezwecken gehalten werden) in etwa auf 12,0 Mrd. Euro belaufen und unterteilt sich in:

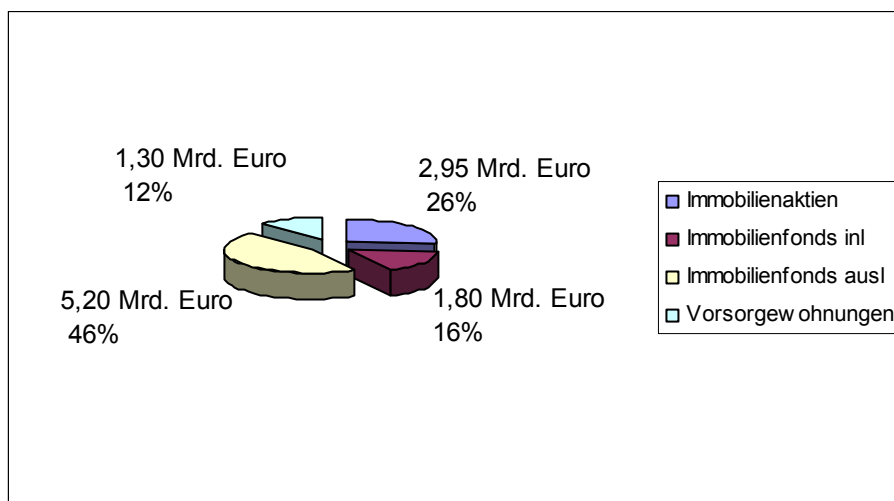
Immobilienaktien – 2,95 Mrd. Euro Marktkapitalisierung

Immobilienfonds Inland – 1,80 Mrd. Euro Volumen

Immobilienfonds Ausland – 5,20 Mrd. Euro Volumen

Vorsorgewohnungen – 1,30 Mrd. Euro Volumen

Abbildung 10: Marktanteile Immobilien-Investments 2008



⁴⁸Vgl. www.fondsdiscout.de

5.1 Der Markt für Investments in Immobilienaktien

Den ersten Going-Publics von Immobilien-Aktien gegen Ende der 90er Jahre haftete unter Investment-Gesichtspunkten immer etwas Konservatives an. Wenn, dann wanderten die platzierten Immobilienaktien eher unter Sicherheitsaspekten als mit Augenmerk auf die Performance in die Depots der Anleger-statt Spitzenrendite waren stabile Erträge angesagt. Lange Zeit waren nämlich die österreichischen börsennotierten Immobilienunternehmen mehr Bestandhalter und Bestandsverwalter, erst in den Jahren ab 2003 sind sie verstärkt in das Development-Geschäft eingestiegen. In den Jahren 2004-2007 Jahre hindurch lösten enorme Mittelzuflüsse steigende Aktienkurse aus, währenddessen die Ertragsseite der Immobilienaktiengesellschaften lediglich ein bescheidenes Wachstum zeigte. Immobilienaktien wurden auf einmal zum Renner schlechthin. Konnte der Immobilien- ATX, in dem die wichtigsten heimischen Immobilienaktien berücksichtigt sind, im Jahr 2002 rund fünf Prozent zulegen und in den Folgejahren die Performance auf sieben Prozent ausbauen, war es 2005 bereits ein Plus von 14 Prozent - im Jahr darauf 2007 hingte der Index mit einer Performance von gut 23 Prozent sogar den ATX ab. Nicht nur in Österreich, sondern weltweit trieb der Run auf Immobilienaktien die Kurse in die Höhe. Historisch niedrige Zinsen, kamen der Entwicklung ebenso zugute, wie eine geringere Attraktivität der Anleihemärkte und die Unmengen von Geld, die an den Finanzmärkten nach einer Veranlagung suchten. Die heimischen Immobilienaktiengesellschaften nutzten die hohe Nachfrage nach neuen Papieren: In den Jahren 2005 und 2007 zapften sie kräftig die Börse an und holten sich über Kapitalerhöhungen frisches Eigenkapital. Im Jahr 2005 summierten sich die Kapitalerhöhungen der österreichischen Immobiliengesellschaften auf 3,3 Mrd. Euro, im Jahr darauf waren es gar 7,2 Mrd. Euro. Die größten Kapitalerhöhungen führten dabei die Immofinanz- Gruppe mit der Tochter Immoeast und Meinl European Land (MEL) durch.⁴⁹ Der Umstand, dass diese Gesellschaften auch einen starken Ost-Fokus haben, hat viele Wachstumsinvestoren angelockt. Der ökonomische Aufschwung in den Ländern Zentral- und Osteuropas, unterstützt durch den Beitritt zur EU, hat die Konsumausgaben kräftig wachsen lassen und mit diesem Konsumnachholbedarf kam es auch zu einem massiven Anstieg an Infrastruktur- und Bauinvestitionen. Das Risiko für Investments in Immobilienaktien ist stets höher einzuschätzen als jenes für Investments in Immobilienfonds zumal die Kursbildung der Immobilienaktien dem Prinzip von Angebot und Nachfrage auf einem geregelten Markt folgt.

⁴⁹ Vgl. www.be24.at

Marktkapitalisierung Österreich (IATX): ca. 2,95 Mrd. Euro (Stand April 2009)

Größte Einzelwerte:

- Immoeast - 1,05 Mrd. Euro
- Immofinanz – 515,0 Mio Euro
- CA Immo – 354,0 Mio Euro
- Conwert – 348,2 Mio Euro

Marktkapitalisierung Europa (EPRA): ca. 53,572 Mrd. Euro (Stand April 2009)

Grösste Einzelwerte:

- UNIBAIL-Rodamco – 9,48 Mrd. Euro
- Land Securities – 4,12 Mrd. GBP
- British Land – 3,59 Mrd. GBP
- Corio NV – 2,4 Mrd. Euro

Performance IATX 1999-2008

Performance	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
IATX	188,77	198,54	204,08	214,28	222,77	248,43	284,48	353,12	247,29	43,35
In Prozent	7,27	5,23	2,92	4,99	7,29	9,11	14,51	24,12	-29,81	-82,44

Performance EPRA NAREIT 1999-2008

Performance	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
EPRA NAREIT	998,77	1211,22	1175,55	978,23	1079,54	1329,85	1754,52	2054,12	1472,04	867,91
In Prozent	18,48	17,78	-3,07	-16,76	10,33	23,19	32,11	17,09	-28,33	-41,04

5.2 Der Markt für Investments in Immobilienfonds

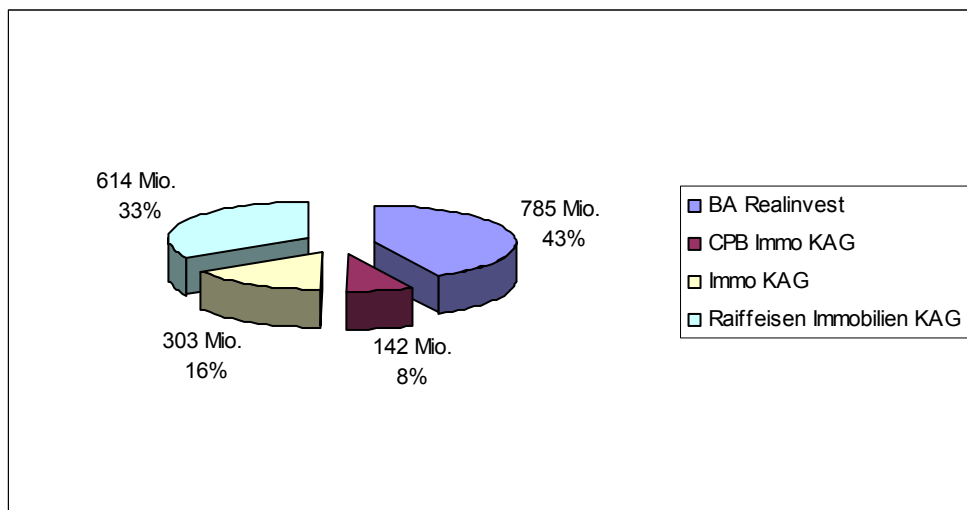
In Deutschland wurden die ersten offenen Immobilienfonds im Jahre 1959 aufgelegt – bemerkenswerterweise wurde der erste Anleihenfonds hingegen erst im Jahre 197 gegründet. Bislang gab es seit der Gründung kein einziges Jahr mit einer negativen Performance in offenen Immobilienfonds – zwischen den Jahren 1994 und 2000 lag die Performance immer im Bereich von 3,00%-7,00% während die Volatilität lediglich 0,92% betrug. Betrachtet man die ganze Situation aus einem „total return“ Standpunkt, so kann man sagen, daß noch in keinem Jahr der Saldo aus Ausschüttung minus Wertänderung einen negativen Wert ergeben hätte.⁵⁰

⁵⁰ Vgl. www.ipd.com

Wie man aus nachfolgender Grafik entnehmen kann kam es insbesondere in den Jahren 1995 bis 2007 zu einem exorbitanten Anstieg der Volumina in den offenen Immobilien-Publikumsfonds, in welchen sich die Mittelzuflüsse mehr als verzehnfachten. In Österreich dürfte der heimische Markt für offene Immobilienfonds volumenmäßig in etwa zwischen 1, Mrd. und 1,8 Mrd. liegen. „Das entspricht einem Anteil am Gesamtvermögensbestand der Publikumsfonds von 1,4%. Als Spezialfonds wurde bisher nur ein einziger Immobilienfonds aufgelegt. Der Vermögensbestand dieses Immobilienspezialfonds betrug per Ende Juni 200 45 Mio. EUR.“⁵¹ Real Invest Austria und der Raiffeisen Immobilienfonds mit jeweils etwa 700 Mio. Euro Volumen die höchsten Marktanteile erreichen.⁵² Österreichische Investoren hingegen dürften insgesamt zwischen 7,8 und 8,2 Milliarden Euro in inländische und ausländische offene Immobilienfonds investiert haben.

<u>Volumen Österreich-Fonds:</u>	1,848 Mrd. Euro
<u>Größte offene Immobilienfonds:</u>	Real Invest Austria - 785 Mio. Euro
	Raiffeisen-Immobilienfond - 615 Mio. Euro
	Immo Kapitalanlage AG – 303 Mio. Euro
	CPB Immobilien KAG – 146 Mio. Euro

Abbildung 11: Marktanteile österr. Immobilienfonds 2008



⁵¹ Vgl. ÖNB

⁵² Vgl. Vortrag Constantia Privatbank, 5. März 2008

Marktkapitalisierung Europa: 95 Mrd. Euro

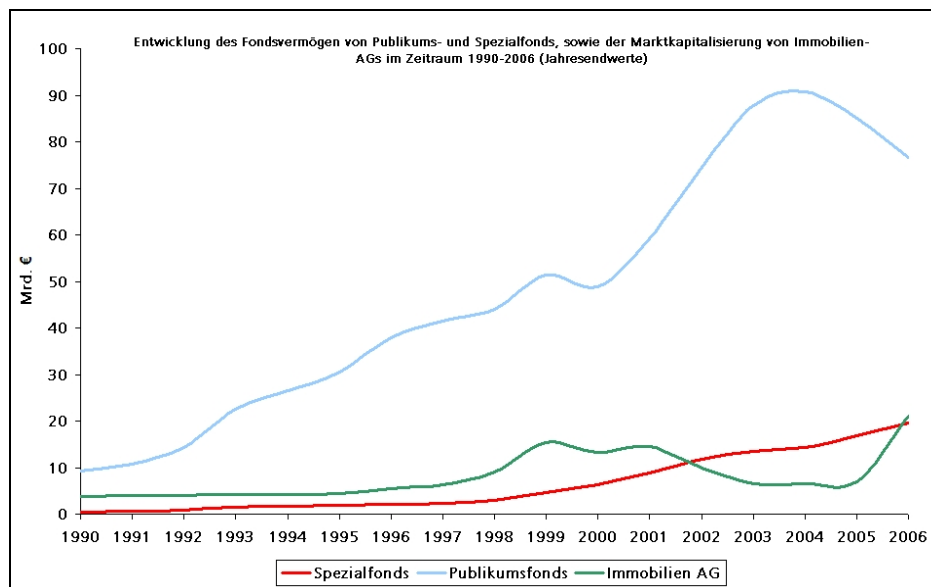
Größte offene Immobilienfonds: Hausinvest Europa – 8,3 Mrd. Euro
 Deka Immobilien Europa – 7,2 Mrd. Euro
 SEB Immoinvest – 7,3 Mrd. Euro

Performance 1977-2007:

Abbildung 12: Performance offener Immobilienfonds 1977-2007



Abbildung 13 : Entwicklung des Fondsvermögens von Publikums- und Spezialfonds im Zeitraum 1997-2007



Quelle: DID – Deutsche Immobilien Datenbank GmbH, www.ipd.com

5.3 Der Markt für Vorsorgewohnungen

Zu Beginn der 80er boomten die Bauherrenmodelle zur gewerblichen Vermietung infolge von sehr günstigen steuerlichen Rahmenbedingungen, welche dem Investor eine hohe Verlustzuweisung mit voller Absetzbarkeit gegenüber dem Erwerbseinkommen garantierten. Dieses Produkt jedoch sprach nur Investoren mit einer gehobenen Eigenkapitalausstattung an, welche sich zudem noch in einer hohen Steuerklasse befanden. Um diese steuerlichen Vorteile auch für den Normalverdiener anzubieten wurden Mitte der 80er Jahre die ersten Vorsorgewohnungen konzipiert – ein komplett neues Konzept – eine Wohnung quasi nicht zum Eigennutz, sondern zur langfristigen Vermietung.

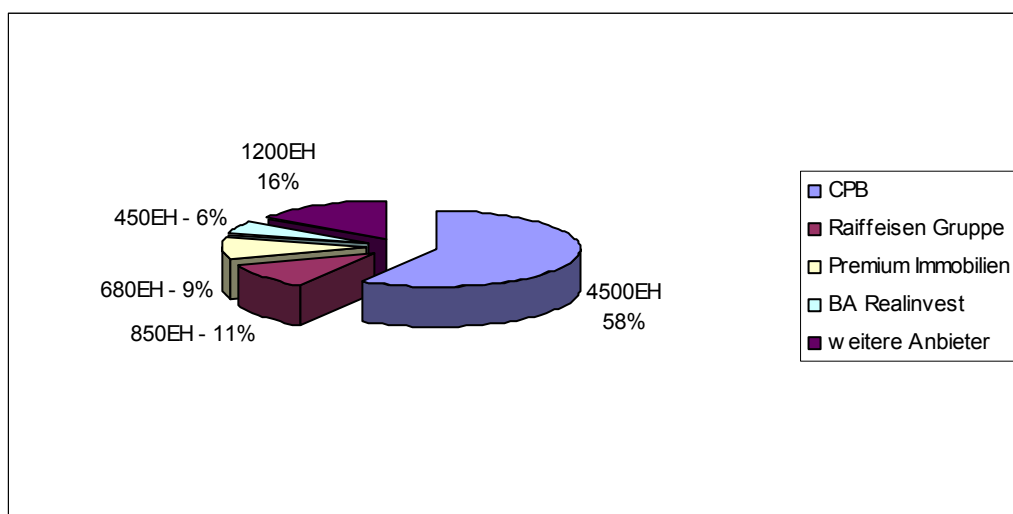
Volumen Vorsorgewohnungen: 1,3 Mrd. Euro – ca. 10.000 Einheiten

Größte Anbieter:

- CPB – ca. 4500 Einheiten
- Raiffeisen-Gruppe – 850 Einheiten
- Premium Immobilien Invest – 680 Einheiten
- BA Realinvest – 450 Einheiten

In der Zwischenzeit wird dieser Markt von einer Vielzahl von Anbietern bearbeitet und weist Merkmale von hoher Segmentierung auf. Es gibt einige Grossanbieter, welche in etwa 75% des Marktes beliefern und der Rest ist auf 30-50 kleinere, oft regionale Anbieter verteilt.

Abbildung 11: Marktanteile Österreich Vorsorgewohnungen 2008



6. Der Renditebegriff

Die Rendite (in Prozent) ist der Gesamtertrag einer Veranlagungsform bezogen auf das eingesetzte Kapital und wird in der Regel per anno angegeben. Der Begriff der Bruttorendite umfasst neben dem Kaufpreis auch noch die Nebenkosten wie zB. Transaktionskosten, Steuern, Gebühren. Die Renditerechnung wird herangezogen um eine direkte Vergleichbarkeit von unterschiedlichen Anlageklassen zu erhalten.⁵³

6.1 Die Rendite von Immobilienaktien

Die Rendite von Immobilienaktien besteht aus 2 Komponenten – den Kursgewinnen und der Dividende. Bei österreichischen Immobilienaktien besteht der erzielte Rendite derzeit rein aus Kursgewinnen zumal keine der börsennotierten Gesellschaften eine Ausschüttung in Form einer Dividende vornimmt.

6.2 Die Rendite von Immobilienfonds

Die Rendite von Immobilienfonds wird durch zwei Faktoren geprägt, nämlich den Ausschüttungen und den Substanzgewinnen – wobei bei geschlossenen Immobilienfonds noch die Komponente des Steuervorteils für den Individualinvestor dazu kommt. In der Regel werden mit den erzielten Mieterlösen die jährlichen Ausschüttungen an die Anleger bestritten. Diese Mieterlöse sind zumeist durch langfristige Mietverträge – oftmals auch unter Beiziehung eines Kündigungsverzichtes durch den Mieter - abgesichert und mit einer Inflationsgleitklausel versehen, sodass die erzielten Mieterlöse wertstabil bleiben und nicht durch eine galoppierende Inflation verwässert werden.

6.3 Die Rendite von Vorsorgewohnungen

Die Rendite von Vorsorgewohnungen setzt sich aus 3 Komponenten zusammen:

Mieteinnahmen: „Der Ertrag einer Vorsorgewohnung besteht im Wesentlichen in der Differenz zwischen dem erzielten Mietzins als Einnahme einerseits und der Rückzahlung der Finanzierungskosten und der Instandhaltungsaufwendungen andererseits. Die Betriebskosten stellen in der Regel einen Durchlaufposten dar“⁵⁴. Die Mieteinnahmen sind in der Regel ab dem Zeitpunkt des Mietvertragsabschlusses inflationsindexiert.

Wertsteigerung: Die Wertsteigerung für den Ersterwerber von Vorsorgewohnungen wird mit etwa 2%-3% per anno angenommen. Dies sollte

⁵³ Vgl. www.wikipedia.org/wiki/Rendite

⁵⁴ Vgl. www.wohnpark-korneuburg.at

der durchschnittlichen Inflationsrate entsprechen, sodass sich beide Faktoren in etwa die Waage halten und zumindest nominell der Wert der Vorsorgewohnung stabil bleiben sollte. In der Realität sehen wir aber, dass die Wertsteigerungen phasenweise aus nicht ökonomisch nachvollziehbaren Gründen generell über der Inflationsrate zu liegen kommen.

Steuerliche Vorteile:

Der Erwerber einer Vorsorgewohnung wird steuerlich zu einem Unternehmer, das bedeutet, dass die Erträge und Aufwendungen für die Vorsorgewohnung, also der steuerliche Gewinn/Verlust aus der „Vermietung und Verpachtung“, gegen seine übrigen Einkunftsarten gerechnet wird. Weiters entsteht im Rahmen der unternehmerischen Tätigkeit die Berechtigung zum Vorsteuerabzug. Allerdings müssen die steuerliche Konzeption und das Finanzierungskonzept jeweils auf die individuelle Einkommenssituation (individuelle Steuerprogression, bestehende laufende finanzielle Belastungen, laufende Tilgungen aus anderen Investments) und die Lebensplanung (Zeitpunkt des Pensionsantritts, zukünftiger Eigenbedarf an der Vorsorgewohnung,...) Rücksicht nehmen.

„Ab einem Jahresbruttogehalt von ca. € 75.000,- können die steuerlichen Vorteile optimal genutzt werden“⁵⁵.

⁵⁵ Vgl. www.raiffeisen.at

7. Rendite und Risiko von Immobilieninvestments

Der Begriff der Rendite soll die Frage beantworten, wie gut es gelungen ist, oder voraussichtlich gelingen wird, frühere Geldbeträge in spätere Geldbeträge zu verwandeln. Mit dem Begriff Rendite wird somit der Gesamterfolg einer Investition bzw. Anlage als effektive Verzinsung des eingesetzten Kapitals gemessen. Grundsätzlich kann man Konzepte, welche zur Messung von Renditen dienen, in zwei Kategorien teilen. Die einen Modelle dienen nur zur reinen Messung der Rendite und werden somit als Modelle zur Renditemessung bezeichnet.

7.1. Renditekennzahlen

Zu diesen Modellen zählen z.B. folgende Konzepte:

Einfache Rendite:

Die einfache Rendite entspricht der prozentualen Veränderung einer Anlageform (unter Berücksichtigung von Ausschüttungen) während eines bestimmten Zeitraums. In eine Formel gebracht, kann die einfache Rendite wie folgt ausgedrückt werden:

$$R_i(t) = \frac{B_i(t) + Z_i(t)}{B_i(t-1)}$$

$R_i(t)$Rendite der Anlage i in der Periode t

$B_i(t)$Wert der Anlage i am Ende der Periode t

$Z_i(t)$ Auszahlungen der Anlage i in der Periode t

$B_i(t-1)$ Wert der Anlage i zu Beginn der Periode t

Stetige Rendite:

Die stetige Rendite (Continous-Compound-Return) hingegen wird mit dem natürlichen Logarithmus ausgehend von der einfachen Rendite in einer bestimmten Periode berechnet. Sie basiert auf der Annahme, dass die Rendite immer kontinuierlichen in unendlich kleinen Zeitabständen ausgeschüttet und danach gleich wieder reinvestiert wird. Formelmäßig ausgedrückt:

$$R_i(t) = \ln[B_i(t) + Z_i(t)] - \ln[B_i(t-1)]$$

$R_i(t)$stetige Rendite der Anlage i in der Periode t

$\ln$ natürlicher Logarithmus

Geldgewichtete Rendite:

Die geldgewichtete Rendite (Money Weighted Rate of Return) wird definiert als Gewichtung der einzelnen erzielten Renditen mit dem investierten Vermögen. Das bedeutet natürlich, dass der Zeitpunkt und die Höhe der Zu-/Abflüsse eine Auswirkung auf die erzielte Rendite hat. Dies erfolgt unter der Annahme, dass die Wiederveranlagung zur IRR (Internal Rate of Return) erfolgt.

Zeitgewichtete Rendite:

Die zeitgewichtete Rendite (Time Weighted Rate of Return) ergibt sich aus der multiplikativen Verknüpfung der Renditen aus unendlich vielen Sub-Perioden. Hier handelt es sich um eine kalkulatorische Rendite die über die gesamte Anlageperiode beobachtet wird.

Formelmäßig ausgedrückt lässt sich dies wie folgt erfassen:

$$r(t) = \sum_{t=1}^T [1 + r(t)] - 1$$

$r(t)$Rendite der Teilperiode t

rkumulierte zeitgewichtete Rendite über alle t -Perioden

Hier wird nur die Rendite berechnet, die der Investment-Manager tatsächlich selber beeinflussen kann und daher in seiner Verantwortung liegt.⁵⁶

7.2 Risikokennzahlen

Jede Kapitalanlage ist mit einem gewissen Risiko verbunden. Die Investoren sind in der Regel bereit, Risiken einzugehen, zumal sie sich davon eine höhere Rendite versprechen.

Wichtig ist aber folgendes nie zu vergessen: Der grundlegende Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko lässt sich nie verändern. Mehr Rendite kann nur durch ein mehr an Risiko erzielt werden.

Die meisten Abhandlungen befassen sich eher mit der zentralen Fragestellung welches Maß an Risiko für den einzelnen Investor angemessen ist und wie sich das Verhältnis zwischen Ertrag und Risiko optimieren lässt. Einen groben Überblick für die eingegangenen Risiken liefern häufig verwendete Risikokennzahlen:

⁵⁶ Vgl. Leser (2003), Seite 36 ff

1.)Standardabweichung: Die Volatilität oder Schwankungsbreite eines Investments lässt sich anhand der Standardabweichung (vom Mittelwert) messen.

2.)Sharpe Ratio: Die Sharpe Ratio drückt die historische Performance in Bezug auf das anlagespezifische Risiko aus. Zur Berechnung der Sharpe Ratio wird die Verzinsung einer risikolosen Anlage (Geldmarktsatz) von der Rendite des Investments abgezogen. Die residuale Rendite wird durch das eingegangene Risiko (Standardabweichung) geteilt. Je mehr Return das Investment pro Risikoeinheit erwirtschaftet, desto höher ist die Sharpe Ratio und desto attraktiver ist das Investment. Während die Standardabweichung das absolute Risiko abbildet, können mit der Sharpe Ratio auch Investments unterschiedlicher Anlageklassen verglichen werden. Als nachteilig erweist sich allerdings die Sharpe Ratio bei negativen Renditewerten. In diesem Fall weisen Investments bei gleichem Ertrag eine geringere Sharpe Ratio auf, auch wenn sie eine niedrigere Volatilität gezeigt haben.

3.)R², Beta, und Alpha: Die Risikokennzahlen R², Beta und Alpha stammen aus der modernen Portfoliotheorie und geben Aufschluss wie sich die Performance eines Investments herleiten lässt. Hier könnte man die Performance von österreichischen Immobilienaktien mit der Performance des IATX oder von europäischen Immobilienaktien mit dem EPRA/NAREIT in Relation setzen.

Das R² zeigt an, in welchem Ausmaß sich die Bewegungen einer Aktie oder eines Fonds aus der Bewegung eines Index erklären lassen. Ein R²-Wert von 100 bedeutet, dass sich der Fonds in vollständigem Einklang mit der zugrundeliegenden Index-Benchmark bewegt. Das Beta hingegen ist ein Maß für die Veränderung einer Aktie oder eines Fonds im Verhältnis zu einer Veränderung des zugrundeliegenden Index. Eine Aktie oder ein Fonds mit einem Beta von größer 1 entwickelt sich in einer Aufwärtsbewegung besser als der zugehörige Index, schneidet aber im Gegenzug bei fallenden Kursen ebenfalls mit einem größeren Minus ab, als der zugrundeliegende Index. Umgekehrt dazu hinkt eine Aktie oder Fonds mit einem Beta kleiner 1 in steigenden Märkten hinterher, in Abwärtsphasen jedoch ist der Kursverfall nicht so stark wie der des Gesamtmarktes. Das Alpha hingegen zeigt den Wert, um den eine Aktie oder ein Fonds seine Benchmark (Index) übertroffen hat, unter Berücksichtigung des jeweiligen Marktrisikos (Messung durch Beta). Ein positives Alpha ist das erklärte Ziel aller aktiven Fondsmanager, die mit ihren Investmentstrategien die Benchmark schlagen wollen. Das Alpha sagt allerdings nichts darüber aus, woraus die Outperformance oder die Underperformance

gegenüber dem Index entstanden ist. Als Benchmark für Immobilienfonds wird zumeist eine Durchschnittsperformance von allen am jeweiligen Markt (offene oder geschlossene Immobilienfonds) vertretenen Anbietern genommen.

Maßgeblich für die Aussagekraft aller vorgestellten Kennzahlen ist die Wahl einer geeigneten Benchmark. Ein positives Alpha gegenüber einer untauglichen Benchmark ist ohne jegliche Aussagekraft. Die Investoren sollten zudem im Auge behalten, dass alle diese Risikokennzahlen auf Vergangenheitsdaten beruhen, worauf nur sehr eingeschränkt Rückschlüsse für die Zukunft abgeleitet werden können. Ein Betrachtungszeitraum von 3 Jahren muss als Mindestzeitraum angenommen werden um einigermaßen aussagekräftige Daten zu erhalten.

Eine geeignete Benchmark für die Rendite von Vorsorgewohnungen könnte die Verzinsung von kurzfristigen Staatsanleihen plus einen Risikoaufschlag für das unternehmerische Risiko sein.

7.3 Renditemessung

7.3.1 Renditemessung Immobilienaktien

Hier wird eine mehrperiodige Rendite mit möglichen zwischenzeitigen Auszahlungen gewählt, welche sich formelmäßig wie folgt darstellt:

Kursabschläge resultieren zumeist aus:

Dividendenzahlungen: welche üblicherweise in der Form von Bardividenden oder Dividendenaktien resultieren

Bezugsrechte: werden zumeist für ordentliche Kapitalerhöhungen gegen Bareinlagen begeben – es kommt zu einer Trennung der Altaktie in Bezugsrecht und Altaktie (exBR) welche keine Veränderung der Vermögensposition der Aktionäre mit sich bringt

Berichtigungsaktien: werden auch Aufstockungs- oder Zusatzaktien genannt aber irreführend manchmal als Gratisaktien bezeichnet–dabei handelt es sich um die Umwandlung von Rücklagen in dividendenberechtigtes Grundkapital welche keine Veränderung der Vermögensposition der Aktionäre mit sich bringt – dies ist sinnvoll bei zu hoher Rücklagenbildung in der Vergangenheit oder bei Aktiensplits (Kurs der Aktie optisch zu teuer).⁵⁷

⁵⁷ Vgl. Schreier, Seite 188 ff

7.3.2 Renditemessung Immobilienfonds

Hier müssen wir eine klare Unterscheidung treffen zwischen der Renditemessung bei offenen Fonds und bei geschlossenen Fonds.

Bei geschlossenen Fonds werden in der Regel 3 Methoden der Renditeberechnung angewendet:

Die IRR (Internal Rate of Return oder auch Methode des internen Zinsfuß) ist die am häufigsten verwendete Berechnungsart. Die Kapitaleinzahlung, die Ausschüttungen und die steuerliche Ergebnisse fallen zu unterschiedlichen Zeitpunkten an. Die Renditeberechnung nach dieser Methode des internen Zinsfußes berücksichtigt alle diese Tatbestände durch Abzinsen der einzelnen Zahlungsströme zu dem jeweils angenommenen Fälligkeitstermin. Es wird ein Abzinsungssatz ermittelt, bei welchem die Summe der Barwerte aller Ein + Auszahlungen gleich groß ist und damit zu einem Kapitalwert von Null führt.

Ökonomisch gesehen gibt der interne Zinsfuß die Verzinsung des jeweils im Investment gebundenen Kapitals bzw. des durchschnittlich dynamisch gebundenen Kapitals über den Beobachtungszeitraum an. Der interne Zinsfuß ist eine Methode der mehrperiodischen Investitionsrechnung und hat sich als Methode der Renditeberechnung im Bereich der geschlossenen Fonds gut etabliert. Dennoch verlangt diese Methode zahlreiche Annahmen, wie z.B. über die Veräußerung des Investitionsgutes zum Ende des Prognosezeitraums, und ist damit auch durch Unsicherheiten geprägt. Die Methode des internen Zinsfußes soll daher nicht als einziges Kriterium für die Sinnhaftigkeit einer Investition in steuerorientierte Kapitalanlagen herangezogen werden.

MISF (Multiple Investment Sinking Fund)

Bei der MISF-Berechnung erhält man eine Mischrendite aus der IRR-Methode und der fiktiven Verzinsung des negativ gebundenen Kapitals. Dazu setzt man als Reinvestitionszins für Ausschüttungen einen kurzfristigen Geldmarktzins an.⁵⁸

VoFi (Vollständige Finanzplanung)

Hier wird theoretisch unterstellt, dass der Anleger anfangs einen Betrag an Kapital zur Verfügung stellt und am Ende der Laufzeit verzinst zurückerhält. Negativ gebundenes Kapital und auch bereits ausgeschüttetes Kapital werden mit einem festen fiktiven Reinvestitionszins verzinst.

⁵⁸ Vgl. Werner/Burghart, Seite 61

Die Methode der IRR, als reine Objektrendite, ist die sinnvollste und gängigste sowie allgemein akzeptierte Renditebetrachtung für Steuersparmodelle zumal sie das Renditepotenzial am besten darstellt. Bei offenen Immobilienfonds bietet sich vereinfacht ebenfalls eine mehrperiodige Rendite mit möglichen zwischenzeitigen Auszahlungen als in der Realität praktikabelste Form der Renditemessung an. In einer Formel dargestellt sieht das folgendermaßen aus:

Will man die Performance von offenen Immobilien-Investmentfonds exakt messen, müsste man nämlich die Renditeberechnungen erst zum Zeitpunkt der vollständigen Beendigung der Einzel-Investition vornehmen. So ist die mit einem offenen Immobilienfondsinvestment erzielte Nettorendite - also die Rendite nach Management- und Transaktionskosten - erst dann eindeutig messbar, wenn der Fonds den gesamten Investment-Zyklus (Kapitalabruf, Objekt-Development, Veräußerung, Einbehalt erfolgsabhängiger Gebühr, Kapitalrückzahlung) vollständig abgewickelt hat. Hier ergibt sich das grundsätzliche Problem, dass in die Performancemessung neben dem bereits auf realisierten Marktpreisen basierenden Teil immer auch eine Bewertung der noch nicht durch Exit-Erlöse realisierten Portfolioobjekte mit Bewertungspreisen einfließen muss.

„Die Rendite offener Immobilienfonds bewegt sich bei guten Fonds im Durchschnitt zwischen 3 und 4% pro Jahr, in guten Jahren auch bis zu 5,5% pro Jahr. Dabei sind auch die Kursschwankungen relativ gering und was noch viel wichtiger ist: Offene Immobilienfonds entwickeln sich völlig unabhängig vom Aktienmarkt und bieten so einen Sicherheitspuffer im Depot sowie die in vielen Depots fehlende Diversifizierung der Investments.“⁵⁹

7.3.3 Renditemessung Vorsorgewohnungen

Formal gesehen ist die Rendite einer Vorsorgewohnung eine mehrperiodige Rendite mit laufenden Einzahlungen (Mieteinnahmen) und Auszahlungen (Kreditraten). Der Ausgangspunkt zur korrekten Renditemessung der Vorsorgewohnung ist der interne Zinsfuß der zur Entscheidung stehenden Investition aus der Sicht des Eigenkapitalgebers. Zur Berechnung der nominellen Rendite nach Steuer auf das Eigenkapital p wird die unten Formel, bei welcher der Kapitalwert unter Berücksichtigung der Steuer gleich Null gesetzt wird

$-A_0 + Y_t \dots \dots \dots$ Eigenmittel zum Investitionszeitpunkt

$A_0 \dots \dots \dots$ Anschaffungsauszahlungen zu $t = 0$

⁵⁹ Vgl. www.investmentsparen.net

NCFt..... Net Cash Flow im t-ten Jahr der Investition
pnominelle Rendite für das Eigenkapital nach Steuer
Rt..... Restwert zu T
TVeranlagungsdauer
Y₀Kreditauszahlungsbetrag zu t = 0
Y_t..... Tilgungszahlungen zu t für t > 0

Gravierende Auswirkungen auf die Rendite haben folgende Parameter:

Wert-Wachstumsrate neuer Eigentumswohnungen w: Dieser Parameter hat die höchste Sensitivität für die Renditeentwicklung von Vorsorgewohnungen. In der wirtschaftlichen Realität kann man grosso modo davon ausgehen, dass die jährliche Wertsteigerungsrate der Vorsorgewohnung in etwa der Inflationsrate π entspricht.

Inflationsrate π : Hier wird angenommen, dass die Wertsteigerung der Wohnung im Gleichschritt mit der Inflationsrate verläuft.

BIP-Wachstumsrate: Hohe BIP-Wachstumsraten bringen höhere Kreditkosten mit sich zumal sich die Kreditkosten aus Inflationsrate zuzüglich BIP-Wachstum zuzüglich Risikoprämie abbilden lassen. Je geringer der Eigenkapitalanteil, desto höher ist jener aus dem BIP-Wachstum resultierende Effekt.

Für den Anleger wesentlich ist jedoch immer der cash-on-cash return, welcher der Prozentsatz aus dem jährlichen Cashflow vor Steuern dividiert durch den investierten Gesamtbetrag ist.

7.4 Risikomessung

7.4.1 Risikomessung Immobilienaktien

Das Risiko für Investments in Immobilienaktien wird vor allem mit der Volatilität gemessen. Dieses Maß zur Risikomessung ist formelmäßig die Standardabweichung einer Zufallsvariable (in diesem Fall der prozentualen Aktienkursveränderungen) vom Mittelwert. Vorsicht ist allerdings geboten - die Volatilität gibt uns keinerlei Aufschlüsse über die Richtung der Kurse – ob plus oder minus. Positive und negative Kursabweichungen vom Durchschnittswert werden gleich behandelt. Immobilienaktien galten jahrelang als sicher rentierende Aktien mit geringerer Volatilität als der Gesamtaktienmarkt, aber das Jahr 2007 mit den Vorläufern der Finanzkrise führte auch in diesem Marktsegment zu enormen

Schwankungen. "Immobilienaktien sind nicht mehr der Hort der Stabilität – die Volatilität bei einigen Immobilienwerten ist ja fast schon höher als am Gesamtmarkt, sie ist aber auch insgesamt angestiegen".⁶⁰

7.4.2 Risikomessung Immobilienfonds

Analog zur Risikomessung bei Immobilienaktien erfolgt auch für Immobilienfonds mit fortlaufender Kursfeststellung bzw. Ermittlung des Rechenwertes die Risikomessung über die Volatilität. Wie bereits erwähnt gibt die Volatilität hier als Kennzahl die Schwankungsintensität des Preises eines Immobilienfonds innerhalb einer bestimmten Periode an. Sie ist eine mathematische Größe (Standardabweichung), die als Maßzahl für das Risiko einer Anlage herangezogen wird. Je höher die Volatilität, desto riskanter aber auch chancenreicher ist eine Investition in den betreffenden Immobilienfonds. Diese Berechnungsmethode des Risikos wird vor allem für offene Immobilienfonds angewendet.

Wesentlich schwieriger hingegen gestaltet sich die Risikomessung bei geschlossenen Immobilienfonds, wo die Häufigkeitsverteilung der Renditeergebnisse keine gleichmäßige Verteilung ist, sondern wo sich das Rendite-Risiko-Muster durch eine Monte-Carlo Simulation welche eine Vielzahl von Rendite-Risiko-Szenarien ermittelt, errechnen lässt.

7.4.3 Risikomessung Vorsorgewohnungen

Die Risikomessung bei Vorsorgewohnungen erstreckt sich hier in erster Linie auf die Tatsache dass die erwartete Rendite nicht erreicht wird, zumal alle operationale Risiken des Investments in eine Vorsorgewohnung (Leerstand, Reparaturaufwand, Mietzinswagnis,.....) schon im Kapitel 2 dieser Arbeit behandelt wurden. Geht man im Rahmen einer Sensitivitätsanalyse der Frage nach wie sich die nominellen bzw. realen Renditen verändern, wenn man die wesentlichen Einflussparameter , Wertsteigerung, BIP-Wachstum und Inflationsrate variiert werden, so kommt man zum Punkt wo die Einflussparameter in einem optimistischen und einem pessimistischen Szenario geschätzt werden müssen. „Vielmehr liegt es an der subjektiven Einschätzung des Investors, für die erwartete Inflation, für die reale BIP-Wachstumsrate und damit implizit den nominellen Kreditzinssatz, sowie für die Wertsteigerungsrate die ihrer Meinung nach zutreffendsten Werte, oder

⁶⁰ Vgl. www.ftd.de

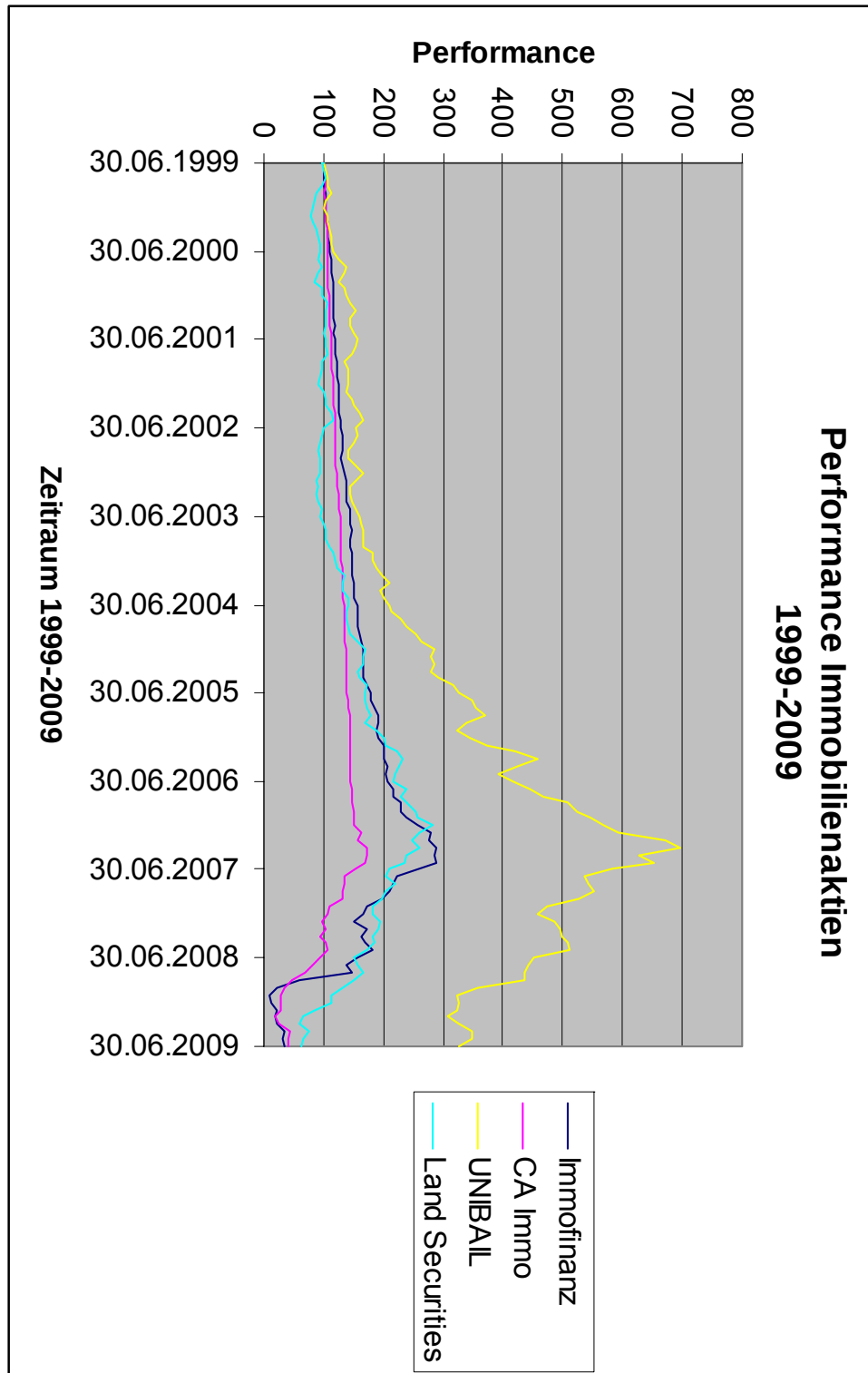
pessimistische oder optimistische Werte anzusetzen.“⁶¹ Aufbauend auf diese Best Case/Worst Case Szenarien, kann eine Monte-Carlo-Simulation darüber Aufschluss ergeben, welche Rendite mit welcher Wahrscheinlichkeit eintreten wird. Die Ergebnisse aus der Studie von Fischer/Glawischnig sind allerdings ernüchternd: „Es ist aus der Tabelle zu interpretieren, dass die Wahrscheinlichkeit dafür, dass die nominelle Rendite gerade nicht größer als 2,42 % p.a. ist, 50 % beträgt, bzw. dass die reale Rendite nicht größer als 0,13 % p.a. ist, gleichfalls 50 % beträgt. Man sieht, die Wahrscheinlichkeit, dass die nominelle Rendite - wohlgedenkt über einen Zeitraum von 25 Jahren, 5,33 % p.a. übersteigt, gerade mal 1% beträgt.“⁶²

⁶¹ Vgl. Fischer/Glawischnig, Seite 21

⁶² Vgl. Fischer/Glawischnig, Seite 23

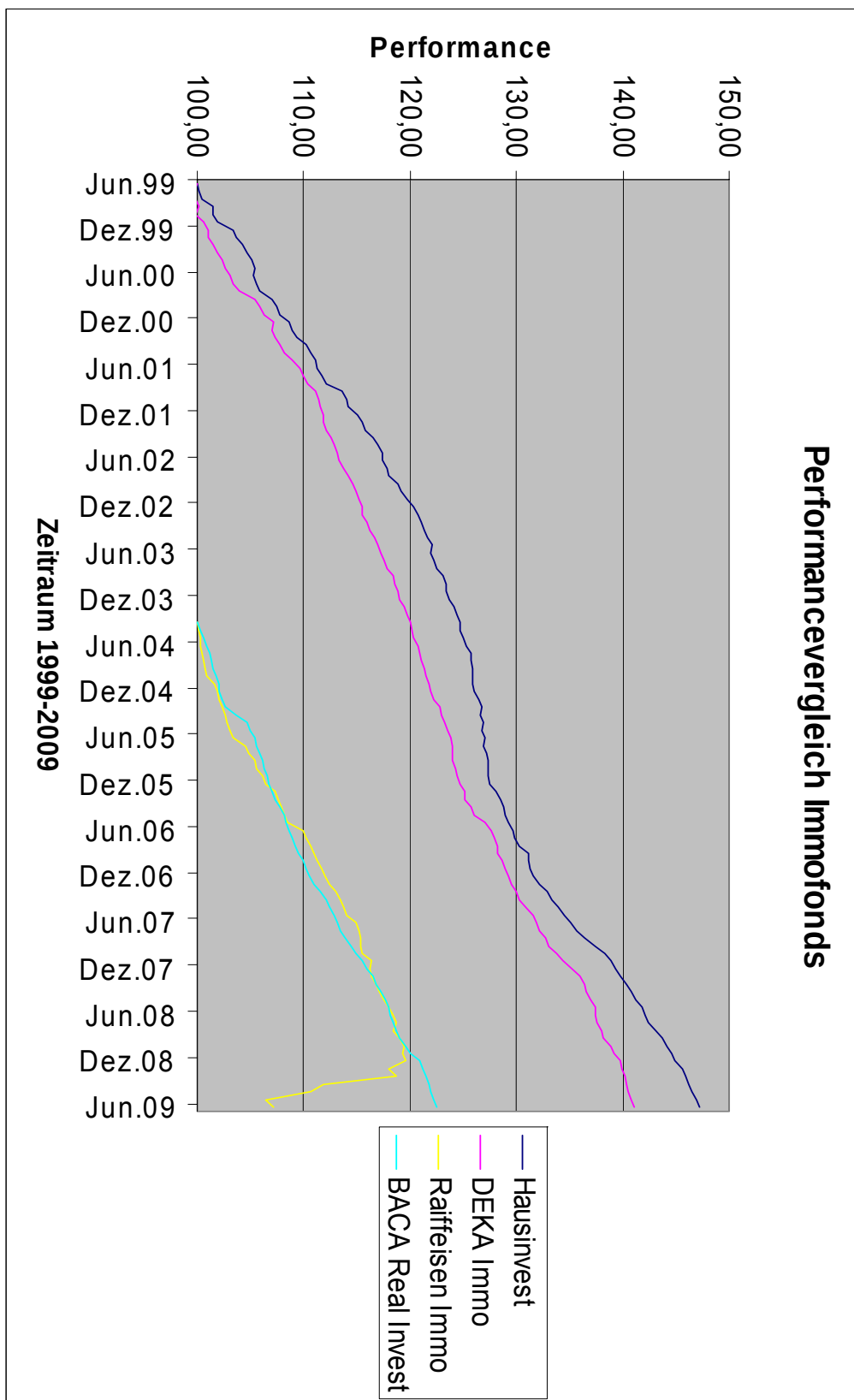
8. Performancevergleich

8.1 Performancevergleich Immobilienaktien



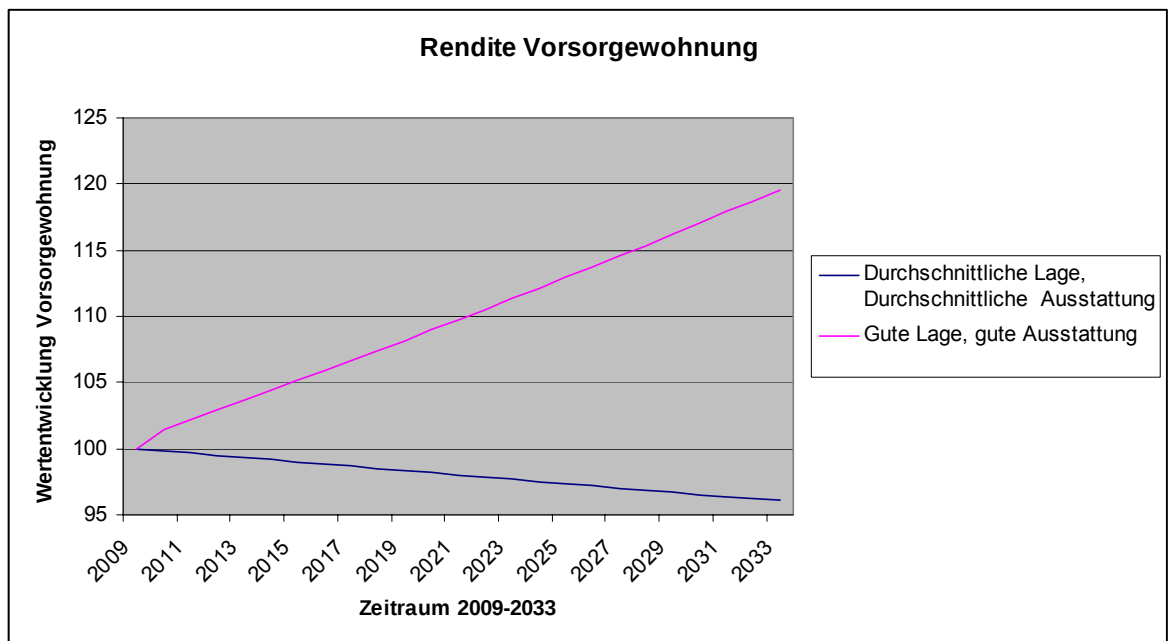
Datenquelle: Bloomberg

8.2 Performancevergleich Immobilienfonds



Datenquelle: Bloomberg

8.3 Performance Vorsorgewohnungen

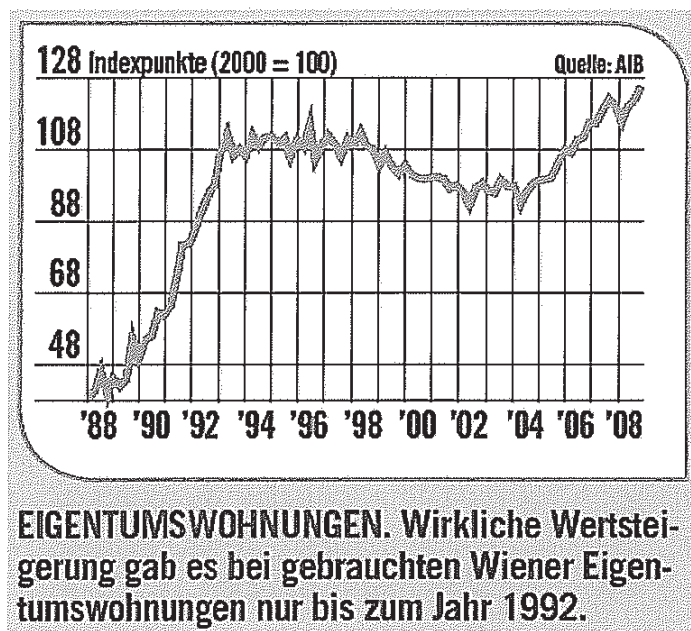


Mangels zuverlässiger Marktdaten konnte die Wertentwicklung von Vorsorgewohnungen – insbesondere die Restwertschätzung – nur errechnet werden. Unter Annahme einer Wertzuwachsrate, welche knapp über der Inflationsrate liegt, sowie einer herkömmlichen Gebäudeabschreibung und einer Risk Premium für den Investor in der Höhe einer geldmarktähnlichen Veranlagung, kommt es zu einem marginalen jährlichen Wertzugewinn der Vorsorgewohnung. Dies ist bemerkenswert und trifft sicherlich nur auf Objekte zu welche über gute Lagen, gute Ausstattung verfügen. Normalerweise sollte durch den Gebrauch eher ein Wertverzehr, welcher durch die Miete abgegolten wird entstehen. Liegt die Wertzuwachsrate darunter, verliert die Wohnung marginal an Wert. Ungeachtet davon entsteht in beiden Fällen ein positiver Cashflow zumal die Mieteinnahmen ja in der Regel die Zinszahlungen übersteigen und diese übersteigenden Einnahmen zur Kredittilgung herangezogen werden.

Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt auch eine Studie der Austria Immobilienbörse (AIB) welche die Entwicklung von Wohnungspreisen in Wien im Zeitraum 1988-2008 näher unter die Lupe genommen hat. „Sachwerte machen glücklich, wenn man rechtzeitig drauf schaut, dass man sie hat, wenn man sie braucht. Das galt zum Beispiel für Käufer einer Eigentumswohnung in Wien, die in den späten 80er-Jahren gekauft wurde. Bis zum Jahr 1992 hätte sich der Wert der Investition laut Wiener Immobilienindex fast verdreifacht. Als dann aber die geplante Wiener

Weltausstellung im Jahr 1995 abgesagt wurde, war die Luft draußen. Nach langen Jahren, in denen die Preise abbröckelten, zeigte die Tendenz erst ab 2004 wieder aufwärts (siehe [Grafik](#)). Unter dem Strich konnte mit Immobilien in den vergangenen 17 Jahren nicht einmal der Geldwert erhalten werden.⁶³

Abbildung 15: Wertsteigerung Eigentumswohnungen Wien 1998-2008



Quelle: FORMAT vom 30/01/2009

⁶³ Vgl. FORMAT

8.4 Conclusio

Ich hoffe, dass es mir mit meiner hier vorliegenden Arbeit ein wenig gelungen ist, dem interessierten Leser bzw. dem angehenden Investor einen Überblick zu geben, welche Eigenheiten bei direkten bzw. indirekten Investitionen in den drei genannten Investment-Kategorien vorhanden sind und auf welche Besonderheiten sorgfältig acht gegeben werden sollte. Die Nicht-Beachtung von Nebenkosten, steuerlichen Regelungen und weiteren versteckten Aufwendungen können Investments rasch renditemässig gegen Null gehen lassen. Der sorgfältige Investor hingegen sollte immer mehrere Szenarien im Kopf haben um bei unliebsamen Abweichungen von seinem Ausgangsszenario bzw. Wunschscenario sofort gegensteuern zu können, und vor allem um ohne Verzug die richtigen Maßnahmen setzen zu können.

Betrachtet man alle 3 Anlageformen so kommt man zu folgendem Schluss – eine Veranlagung in Immobilien, direkt oder indirekt, welcher Art auch immer, macht allemal Sinn und kann eine positive Rendite abliefern, sofern das Timing stimmt und die für den individuellen Investor richtige Kategorie gewählt wird, die auf seine Bedürfnisse, seinen Zeithorizont und sein Risikoprofil abgestimmt ist.

Der Best-Performer der untersuchten europäischen Immobilienaktien – Unibail Rodamco - schaffte eine knappe Verdreifachung im Kurswert von 1999 bis 2009, allerdings mit erheblichen Schwankungen und dramatischen Up and Down Swings, sodass ein Investment hier zum falschen Zeitpunkt mitunter Jahre benötigt um wieder ins positive Terrain zu kommen. Die österreichischen Immobilienaktien können performancemässig nicht annähernd mithalten und weisen eine negative Rendite für den 10jährigen Betrachtungszeitraum von 1999-2009 auf und schneiden auch im kürzeren Beobachtungszeitraum negativ ab. Hier ist wichtig zu erwähnen, dass viele der Immobilienaktien erst einen kurzen Beobachtungszeitraum aufweisen, zumal das Gros der Immobilienaktien erst im Zuge des Börsebooms in den Jahren 2003-2006 an die Börse gebracht wurden. Wichtig ist hier zu beachten, dass durch das Investment in Immobilienaktien sich der Investor einem nicht unerheblichen Marktrisiko aussetzt obwohl er eigentlich einen stabilen, risikoarmen Immobilienertrag anstrebt. Die Performance von Immobilienaktien ist weitaus mehr vom Aktiengesamtmarkt beeinflusst als vom unternehmerischen Erfolg der Immobilienaktiengesellschaft.

Am stabilsten und stetigsten ist die Performance bei offenen europäischen Immofonds, welche mit einer Rendite von 4%-7% pro Jahr einen respektablen

Return abliefern und dies mit geringer Volatilität. Zudem sind hier Kursgewinne ab einer einjährigen Behaltdauer steuerfrei. Sehr positiv zu erwähnen sind die beiden Fonds (COBA Hausinvest Europa, DEKA Immo Europa) welche kaum Rückschläge in ihrer Performance aufweisen. Auch die österreichischen Fonds schlagen sich vergleichsweise gut (insbesondere der BA-Realinvest Austria) wenngleich die Beobachtungsdauer erst 5 Jahre umfasst.

Vorsorgewohnungen sind aufgrund der oft hohen Nebenkosten nur durch die steuerliche Begünstigung in der Lage eine positive Rendite in der Größenordnung einer Veranlagung am Geldmarkt abzuliefern, was eigentlich eine eher suboptimale Anlageform darstellt. Genau so gut könnte der Investor in inflationsgeschützte Anleihen investieren um einen ähnlichen Ertrag zu erwirtschaften. Zudem wird die Wertsteigerungsrate der Vorsorgewohnungen oft weit überschätzt sowie die Leerstandskosten und Instandhaltungskosten oft unterschätzt. Viele Investoren werden hier leider oft von den Hochglanzprospekten des Bauträgers oder des Vertriebes in ihren Bann gezogen und hinterfragen weder die jährliche Rendite in der Cash-on-Cash Betrachtung noch die Einflussparameter für die gegenständlichen Modellrechnungen zukünftiger Cash-Flows. Für den Immobilien-Eigennützer in ferner Zukunft kann diese Form des Investments allerdings eine wirtschaftlich sinnvolle Form des Eigenheimerwerbs bzw. der Eigenheimfinanzierung darstellen.

Zur besseren Darstellung bzw. um eine direkte Vergleichbarkeit von verschiedenen Immobilien-Investments zu erhalten, soll dem interessierten Investor noch kurz eine Übersicht gegeben werden, wie sich ein Investment von 100.000,- Euros im Jahr 1999 in den letzten 10 Jahren entwickelt hätte:

Immobilienaktien: 100.000,- Euro – Investment ab 01/01/1999

	CA Immo	Immofinanz	UNIBAIL
01.01.1999	100.000	100.000	100.000
01.01.2000	103.680	103.880	100.967
01.01.2001	109.032	114.611	136.745
01.01.2002	115.458	125.701	140.362
01.01.2003	120.704	135.018	154.632
01.01.2004	129.925	147.186	182.926
01.01.2005	136.688	165.461	284.907
01.01.2006	143.809	191.689	344.510
01.01.2007	151.366	258.683	567.339
01.01.2008	107.451	166.467	459.511
01.01.2009	29.496	11.737	326.427
30.06.2009	41.435	34.970	325.385

Immobilienfonds: 100.000,- Euro – Investment ab 01/01/1999

	COBA Hausinvest	DEKA Immobilien
01.01.1999	100.000	100.000
01.01.2000	103.323	101.004
01.01.2001	108.556	107.115
01.01.2002	115.018	111.851
01.01.2003	120.356	115.495
01.01.2004	123.679	119.075
01.01.2005	125.955	124.749
01.01.2006	127.525	124.749
01.01.2007	131.554	135.203
01.01.2008	139.377	135.203
01.01.2009	144.950	139.742
30.06.2009	147.253	141.030

Vorsorgewohnungen: 100.000,- Euro – Investment ab 01/01/1999

01.01.1999	100.000
01.01.2000	100.930
01.01.2001	103.430
01.01.2002	105.050
01.01.2003	104.530
01.01.2004	102.560
01.01.2005	99.920
01.01.2006	114.270
01.01.2007	109.440
01.01.2008	123.020
01.01.2009	124.750
30.06.2009	123.840

Kurzfassung

Der immobilieninteressierte Anleger kann zwischen einer Vielzahl von Investitionen in seinem Wunsch-Metier wählen. Einerseits stehen ihm eine Vielzahl von indirekten Investments mit Immobilienfokus zur Verfügung. Angefangen von Immobilienaktien, über offene und geschlossene Immobilienfonds bis hin zu Private Equity Investments am Immobiliensektor reicht die Anlagepalette. Bei den direkten Investments kann der Anleger auf die bewährte und beliebte Variante der Vorsorgewohnung oder auf ein Bauherrenmodell zurückgreifen.

Allen Formen der Veranlagung ist eines gemeinsam: Mit steigender Rendite, steigt das Risiko des Investments.

Zudem sollte nicht vergessen werden, dass der Kapitalmarkt und der Finanzmarkt eine nicht unerhebliche Grundtendenz vorgeben und die Performance des Immobilieninvestment nicht nur allein von der Objektauswahl und durch professionelle Bewirtschaftung determiniert wird. Immobilienaktien bieten allgemein gesehen die höchsten Renditeerwartungen, sofern der Einstiegszeitpunkt und der Ausstiegszeitpunkt stimmen und keine Benachteiligungen durch individuelle steuerliche Belastungen entstehen. Offene Immobilienfonds ermöglichen dem Anleger an einer möglichst kontinuierlichen positiven Wertentwicklung zu partizipieren, und das immerhin zu Renditeerwartungen im mittleren einstelligen Prozentbereich per anno. Vorsorgewohnungen bieten eine gewisse Wertstabilität, ein größerer Verlust scheint ausgeschlossen zu sein – allerdings sind sie durch die Benützung durch den Mieter einer Wertminderung unterworfen, sodass hier auch von der Wertentwicklung her nach oben enge Grenzen gesetzt sind. Nicht unterschätzt werden sollten hier die Leerstandskosten, die Bewirtschaftungskosten und die Nebenkosten der Anschaffung einer Vorsorgewohnung.

Die gesetzlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen bei allen Immobilieninvestments sind permanenten Veränderungen unterworfen – leider fast immer nur zum Nachteil des Investors - sodass man zum heutigen Zeitpunkt keinerlei sichere Annahmen treffen kann, wie diese Modifikationen über den gesamten Anlagehorizont positive oder negative Auswirkungen auf den Anleger haben werden.

Anhang

Datensätze Immobilienaktien

30/06/1999 – Startwert 100,00

	Immofinanz	CA Immo	UNIBAIL	Land Securities
30.06.1999	100	100	100	100
30.06.1999	100,91018	100,674205	99,7582821	97,24489523
31.08.1999	101,125749	102,008568	105,157273	102,5196029
30.09.1999	101,413174	102,008568	107,252473	95,89611154
29.10.1999	102,323353	101,671466	112,006571	89,09733187
30.11.1999	103,88024	102,34567	103,948683	84,99344341
31.12.1999	103,88024	103,680034	100,967184	81,3592207
31.01.2000	104,550898	103,680034	108,219345	79,48323387
29.02.2000	105,245509	104,347215	105,640709	80,94976851
31.03.2000	105,676647	105,351499	110,394806	87,80742366
28.04.2000	105,796407	105,218063	112,006571	90,79669227
31.05.2000	108,958084	105,822038	111,845425	92,61380362
30.06.2000	110,994012	105,351499	116,841241	92,61380362
31.07.2000	111,42515	106,088911	126,510893	90,73781679
31.08.2000	111,42515	107,022965	137,79231	96,54106565
29.09.2000	114,155689	107,226631	134,407947	90,44477748
31.10.2000	115,281437	107,493504	126,510893	83,23520754
30.11.2000	115,497006	107,430297	136,180545	97,18601975
29.12.2000	114,610778	109,031533	136,744554	98,76896727
31.01.2001	116,407186	109,431842	144,238745	107,3848583
28.02.2001	117,532934	109,902381	153,102358	102,1101507
30.03.2001	117,532934	110,506356	144,319317	103,164557
30.04.2001	117,844311	111,229721	144,238745	104,4544652
31.05.2001	117,628743	111,63003	151,893769	101,4063211
29.06.2001	120,143713	111,63003	157,707178	102,4607274
31.07.2001	120,598802	112,367442	153,278806	102,9303931
31.08.2001	120,359281	112,971417	147,373894	105,4513341
28.09.2001	120,814371	113,371726	134,088155	97,47905906
31.10.2001	121,053892	114,052953	141,592028	97,42018358
30.11.2001	122,251497	114,516469	140,731025	93,78596087
31.12.2001	125,700599	115,457546	140,36189	91,85243664
31.01.2002	126,155689	115,998314	139,377842	98,88538015
28.02.2002	126,371257	116,468853	147,619985	103,164557
29.03.2002	126,371257	117,002598	149,83417	104,688629
30.04.2002	126,371257	118,126273	160,536589	111,7229106
31.05.2002	127,976048	119,004144	167,302503	114,7710547
28.06.2002	127,401198	119,06735	153,770674	101,1721573
31.07.2002	130,634731	119,158649	157,4614	96,13027538
30.08.2002	132	119,629187	151,064308	93,55179704
30.09.2002	130,39521	119,495751	140,238845	89,64728236
31.10.2002	130,155689	120,640494	142,576388	92,85733401
29.11.2002	132,934132	120,703701	154,631989	93,76588969
31.12.2002	135,017964	121,511342	166,810636	95,09861643

	Immofinanz	CA Immo	UNIBAIL	Land Securities
31.01.2003	137,077844	122,12234	155,001124	87,76995745
28.02.2003	136,622754	123,000211	143,437391	90,13166698
31.03.2003	137,077844	125,029848	144,175349	88,73872668
30.04.2003	138,706587	126,251844	147,496939	91,70658603
30.05.2003	142,850299	126,862841	153,401851	98,73283914
30.06.2003	145,461078	129,173397	158,691538	94,67444537
31.07.2003	145,700599	128,225297	164,227315	99,3992025
29.08.2003	145,94012	128,428963	167,794683	103,5793615
30.09.2003	145,245509	128,899501	166,072365	102,064656
31.10.2003	145,317365	128,969731	166,933681	109,1511226
28.11.2003	146,706587	129,377063	182,064783	116,299141
31.12.2003	147,185629	129,924854	182,925786	120,175556
30.01.2004	148,359281	130,261957	187,477202	121,2660904
27.02.2004	148,359281	130,535852	198,671801	133,5014853
31.03.2004	151,616766	131,554182	209,251174	132,0483314
30.04.2004	151,616766	132,305639	193,874294	132,7749083
31.05.2004	152,047904	132,776178	199,287026	141,740038
30.06.2004	156,287425	133,661072	209,128442	140,4073113
30.07.2004	156,982036	133,850692	214,295083	137,2574732
31.08.2004	156,526946	134,328253	228,81096	139,3167768
30.09.2004	156,982036	134,735585	238,529331	142,1026574
29.10.2004	158,874251	136,027811	253,414343	144,5259186
30.11.2004	162,634731	136,210408	262,763579	155,670779
31.12.2004	165,461078	136,68797	284,906686	169,6028581
31.01.2005	166,874251	138,113632	279,838105	166,8169775
28.02.2005	167,08982	138,865089	286,581222	166,5747852
31.03.2005	165,221557	138,661423	280,298119	156,6408863
29.04.2005	166,874251	139,41288	293,017976	160,8799208
31.05.2005	173,48503	139,082801	317,231612	172,9948885
30.06.2005	178,922156	139,426926	325,200807	168,3918966
29.07.2005	179,161677	140,789381	349,414755	168,754516
31.08.2005	185,532934	141,470609	355,851197	171,9043541
30.09.2005	190,51497	144,609874	370,256833	179,1727995
31.10.2005	190,730539	144,286818	337,767639	168,2701314
30.11.2005	189,796407	143,809256	324,281405	187,6535446
30.12.2005	191,688623	143,809256	344,510443	201,4638585
31.01.2006	200,431138	144,76438	372,09595	204,129312
28.02.2006	202,323353	145,171711	421,443249	223,0283405
31.03.2006	202,323353	145,171711	456,690963	233,5670511
28.04.2006	207,904192	145,719503	423,282054	224,6019215
31.05.2006	204,790419	145,789732	393,244703	220,4833142
30.06.2006	207,904192	145,824847	417,765015	217,3334761
31.07.2006	215,329341	146,435845	445,350522	239,0183852
31.08.2006	216,766467	147,531428	467,112314	229,4484438
29.09.2006	227,54491	148,353115	507,87738	238,4135735
31.10.2006	227,54491	149,245031	522,896055	253,9192335
30.11.2006	237,844311	150,270384	545,57725	257,4330291
29.12.2006	258,682635	151,365967	567,339042	281,4194343

	Immofinanz	CA Immo	UNIBAIL	Land Securities
31.01.2007	279,041916	162,939813	593,085432	259,2501405
28.02.2007	275,209581	157,4619	669,833983	249,3162416
30.03.2007	287,42515	171,086453	695,39643	259,2501405
30.04.2007	286,467066	172,062645	626,617074	237,6856585
31.05.2007	287,42515	169,885526	653,65044	235,74812
29.06.2007	258,922156	153,170869	582,817419	211,1555651
31.07.2007	222,754491	133,366107	537,301691	204,9776541
31.08.2007	217,48503	133,717255	541,74599	219,5145449
28.09.2007	209,580838	130,556921	553,209164	203,7653545
31.10.2007	196,407186	130,627151	526,022148	199,1623625
30.11.2007	171,497006	110,260552	474,836044	182,4444028
31.12.2007	166,467066	107,451366	459,511005	182,4444028
31.01.2008	151,616766	97,3382962	485,042847	192,9831134
29.02.2008	171,976048	102,254372	495,923587	191,4095325
31.03.2008	164,311377	94,9504881	499,632426	182,8070222
30.04.2008	169,820359	104,993328	508,06101	186,5630101
30.05.2008	181,317365	107,802514	512,750774	171,056012
30.06.2008	156,886228	93,4756654	450,315732	149,2506757
31.07.2008	139,401198	82,8709881	442,193512	156,5191211
29.08.2008	148,502994	69,2464358	435,572815	164,7576739
30.09.2008	58,4431138	48,4584592	435,603733	151,4304065
31.10.2008	20,8383234	34,412529	358,609716	132,1687585
28.11.2008	8,62275449	27,8109418	322,994116	114,4820296
31.12.2008	11,7365269	29,4964534	326,426885	111,5743838
30.01.2009	21,3173653	27,7407121	322,45759	83,52958493
27.02.2009	18,6826347	19,8047616	307,224367	66,50788129
31.03.2009	20,8383234	25,4231336	326,825376	58,50750662
30.04.2009	35,4491018	42,4187092	347,667454	75,26694677
29.05.2009	31,8562874	42,2782499	347,514428	65,13099794
30.06.2009	34,9700599	41,4354941	325,38475	63,05697541

Datensätze Immobilienfonds

Startwert 30/06/1999 = 100 für COBA Hausinvest, DEKA Immo Europa

Startwert 31/03/2004 = 100 für Raiffeisen Immo, BA Realinvest Austria

Date	COBA Hausinvest	DEKA Immo	Raiffeisen Immo	BA Real Invest
30.06.1999	100,00	100,00		
30.07.1999	100,10	99,74		
31.08.1999	100,37	99,87		
30.09.1999	101,47	100,15		
29.10.1999	101,49	99,87		
30.11.1999	101,83	100,61		
31.12.1999	103,32	101,00		
31.01.2000	103,72	101,00		
29.02.2000	104,19	101,46		
31.03.2000	104,68	101,90		
28.04.2000	105,18	102,40		
31.05.2000	105,34	102,58		
30.06.2000	105,23	103,10		
31.07.2000	105,52	103,43		
31.08.2000	105,89	103,88		
29.09.2000	106,96	105,41		
31.10.2000	107,40	105,89		
30.11.2000	107,74	106,29		
29.12.2000	108,56	107,11		
31.01.2001	108,90	110,30		
28.02.2001	109,34	107,38		
30.03.2001	110,20	107,70		
30.04.2001	110,65	108,21		
31.05.2001	111,12	108,97		
29.06.2001	111,33	109,58		
31.07.2001	111,75	109,91		
31.08.2001	112,09	110,37		
28.09.2001	113,55	111,07		
31.10.2001	114,00	111,35		
30.11.2001	114,23	111,55		
31.12.2001	115,02	111,85		
31.01.2002	115,54	111,85		
28.02.2002	115,83	112,11		
29.03.2002	116,56	112,51		
30.04.2002	116,95	112,88		
31.05.2002	117,37	113,12		
28.06.2002	117,37	113,33		
31.07.2002	117,82	113,79		
30.08.2002	118,03	114,19		
30.09.2002	118,81	114,69		
31.10.2002	119,15	114,97		
29.11.2002	119,81	115,26		
31.12.2002	120,36	115,50		

Date	COBA Hausinvest	DEKA Immo	Raiffeisen Immo	BA Real Invest
31.01.2003	120,70	115,56		
28.02.2003	121,06	115,87		
31.03.2003	121,32	116,19		
30.04.2003	121,69	116,61		
30.05.2003	122,06	116,89		
30.06.2003	121,98	117,22		
31.07.2003	122,21	117,48		
29.08.2003	122,58	117,87		
30.09.2003	123,05	118,38		
31.10.2003	123,34	118,57		
28.11.2003	123,42	118,79		
31.12.2003	123,68	119,07		
30.01.2004	124,07	119,42		
27.02.2004	124,41	119,69		
31.03.2004	124,65	119,99	100,00	100,00
30.04.2004	124,78	120,21	100,13	100,30
31.05.2004	125,07	120,38	100,24	100,60
30.06.2004	125,30	120,69	100,34	100,90
30.07.2004	125,69	120,86	100,47	101,10
31.08.2004	125,80	121,08	100,60	101,30
30.09.2004	125,90	121,34	100,74	101,50
29.10.2004	125,90	121,52	100,88	101,80
30.11.2004	125,88	121,78	101,63	102,00
31.12.2004	125,95	122,00	101,86	102,10
31.01.2005	126,40	122,24	102,08	102,40
28.02.2005	126,82	122,74	102,41	102,59
31.03.2005	126,66	122,94	102,63	103,69
29.04.2005	126,84	123,22	102,82	104,69
31.05.2005	126,82	123,48	103,04	104,99
30.06.2005	127,05	123,77	103,34	105,39
29.07.2005	126,92	123,99	104,54	105,59
31.08.2005	127,21	124,01	104,79	105,89
30.09.2005	127,32	124,03	105,37	106,09
31.10.2005	127,34	124,27	105,60	106,29
30.11.2005	127,32	124,44	106,17	106,59
30.12.2005	127,52	124,75	106,39	106,69
31.01.2006	128,05	125,08	107,26	106,99
28.02.2006	128,52	125,10	107,63	107,29
31.03.2006	128,75	125,80	107,91	107,68
28.04.2006	129,02	126,04	108,16	108,18
31.05.2006	129,28	127,11	108,43	108,38
30.06.2006	129,67	127,70	109,92	108,68
31.07.2006	129,77	127,96	110,21	108,88
31.08.2006	130,19	128,24	110,65	109,18

Date	COBA Hausinvest	DEKA Immo	Raiffeisen Immo	BA Real Invest
29.09.2006	131,08	128,24	110,97	109,48
31.10.2006	131,14	128,61	111,26	109,98
30.11.2006	131,32	129,00	111,68	110,18
29.12.2006	131,55	129,31	112,01	110,58
31.01.2007	132,23	129,57	112,45	110,98
28.02.2007	132,91	129,90	113,06	111,58
30.03.2007	133,33	130,27	113,41	112,08
30.04.2007	133,91	130,90	113,75	112,38
31.05.2007	134,48	131,58	114,00	112,87
29.06.2007	135,11	131,89	114,95	113,17
31.07.2007	135,69	132,17	115,26	113,47
31.08.2007	136,34	132,69	115,39	113,87
28.09.2007	137,39	133,11	115,35	114,47
31.10.2007	138,28	133,74	115,48	114,97
30.11.2007	138,83	134,33	116,38	115,57
31.12.2007	139,38	135,20	116,19	115,97
31.01.2008	139,77	136,01	116,43	116,47
29.02.2008	140,40	136,38	116,77	116,77
31.03.2008	140,74	136,56	117,13	117,27
30.04.2008	141,21	136,97	117,55	117,66
30.05.2008	141,86	137,43	117,93	117,96
30.06.2008	142,12	137,47	118,35	118,16
31.07.2008	142,41	137,63	118,73	118,36
29.08.2008	143,20	138,04	118,40	118,66
30.09.2008	143,77	138,19	119,00	118,96
31.10.2008	144,22	138,89	119,44	119,56
28.11.2008	144,61	139,24	119,24	119,96
31.12.2008	144,95	139,74	119,65	120,96
30.01.2009	145,60	139,94	117,98	121,26
27.02.2009	145,94	140,18	118,67	121,56
31.03.2009	146,18	140,35	111,82	121,76
30.04.2009	146,49	140,51	110,68	121,96
29.05.2009	146,96	140,75	106,45	122,26
30.06.2009	147,25	141,03	107,12	122,55

Datensätze Vorsorgewohnungen

Durchschnittliche Lage - Durchschnittliche Ausstattung

Kaufpreis		90750
Eintragungsgebühr	1,00%	907,5
Grunderwerbsteuer	3,50%	3176,25
Kreditgebühr	0,80%	726
Pfandrechteintragung	1,10%	762,25
Maklerprovision	3,00%	2722,5

Summe Nebenkosten 8294,5

Fläche 55
Kaufpreis pro m2 netto 1650

Kaufpreis 90750
Nebenkosten

Gesamtkapitalbedarf 99044,5

Eigenmittel 30,00%
Kreditbedarf 69331,15

Eigenmittelanteil 29713,35

Zinssatz nominell 2,68%

Wertzuwachsrate 1,50%

Inflationsrate 2,30%
BIP-Wachstum 1,80%
Risk Premium 3,00%

Miete pro m2 netto 7

Afa Wohnung 1,67%
Anschaffungswert 77137,50

Jahresnettomiete 4620,00
Zinsaufwand pa 1858,07

Tilgung pa 2485,73

Gute Lage, gute Ausstattung

Kaufpreis		134750
Eintragungsgebühr	1,00%	1347,5
Grunderwerbsteuer	3,50%	4716,25
Kreditgebühr	0,80%	1078
Pfandrechteintragung	1,10%	1129,55
Maklerprovision	3,00%	4042,5
Summe Nebenkosten		12313,8
Fläche		55
Kaufpreis pro m2 netto		2450
Kaufpreis		134750
Nebenkosten		
Gesamtkapitalbedarf		147063,8
Eigenmittel	25,00%	
Kreditbedarf		110297,85
Eigenmittelanteil		44119,14
Zinssatz nominell		2,68%
Wertzuwachsrate		2,65%
Inflationsrate		2,30%
BIP-Wachstum		1,80%
Risk Premium		2,50%
Miete pro m2 netto		12
Afa Wohnung	1,67%	
Anschaffungswert		114537,50
Jahresnettomiete		7920,00
Zinsaufwand pa		2955,98
Tilgung pa		4467,62

Literaturverzeichnis

Adami, André: Erarbeitung einer Rating-Methode für deutsche Immobilien AGs und Real Estate Investment Trusts, Diplomarbeit, GRIN Verlag, August 2007

Bienert, Sven: Projektfinanzierung in der Immobilienwirtschaft
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2005

Brandl, Ernst: Praxiskommentar zum WAG für Österreich
Verlag Springer, Wien, 2007

Gondring/Lammel: Handbuch Immobilienwirtschaft
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2001

Haunold/Kovar/Schuch: Immobilienbesteuerung Österreich,
Linde Verlag, Wien 2008

Leser, Hartmut: Handbuch institutionelles Asset-Management,
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden 2003

Kaib, Berthold: Outsourcing in Banken
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2008

Pelikan, Edmund: Chancen mit geschlossenen Fonds
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2007

Pilz, Gerald: Immobilienaktien und REITs: Investmentchancen für Anleger
Verlag Oldenbourg, München, August 2007

Pfnür, Andreas: Betriebliche Immobilienökonomie
Physica-Verlag, Frankfurt am Main, 2007

Pfnür, Andreas: Modernes Immobilienmanagement
Springer Verlag, Berlin, 2004

Scholten, Ulrich: Die Förderung von Wohnungseigentum
Mohr Siebeck Verlag, Hamburg, 2006

Schreier, Matthias: Immobilienaktiengesellschaften als alternatives Investment
Books on demand GmbH, Berlin, 2002

Schröter/Nowak: Positionierung geschlossener Immobilienfonds
Books on demand GmbH, Berlin, 2005

Schulte, Karl-Werner: Immobilienökonomie, Band IV,
Verlag Oldenbourg, München, Januar 2008

Schulte/Bone-Winkel (Hrsg.): Handbuch der Immobilien-Projektentwicklung,
Verlagsgesellschaft Rudolf Müller, Köln, 2002

Wagener, Christian: Performancemessung von Publikumsfonds,
GRIN Verlag, Hamburg, 2007

Werner, Thomas/Burghardt Ralf: Der graue Kapitalmarkt
Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2006

Wellner, Kristin: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Systems zur Optimierung
von Rendite-Risiko-Profilen diversifizierter Immobilien-Portfolios
Books on Demand GmbH, Berlin, 2003

Widerhofer, Erwin: "MiFID, WAG 2007"
(EU-Wertpapierrichtlinie, Wertpapieraufsichtsgesetz 2007)
Diplomarbeit, Universität Wien, März 2008

Wirz Bernd: Handbuch M&A Management,
Gabler Verlag, Wiesbaden, Januar 2006

Wüstefeld, Thomas: Risiko und Rendite von Immobilieninvestments,
Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main, 2000

Zahradnik, Andreas: Finanzdienstleistungen und Wertpapieraufsicht,
Verlag Manz, Wien, 2007

Zuber, Markus: Rendite und Qualitätswahrnehmung – Eine experimentelle Untersuchung zur Anlageberatung, Dr. Theodor Gabler Verlag, Wiesbaden, 2005

Internetquellen

Suchbegriff „Arbeitslosenrate“

www.statistik.at (abgefragt am 18/03/2009)

Suchbegriff „Arbeitslosigkeit im EURO-Raum“

www.stats.oecd.org (abgefragt am 15/03/2009)

Suchbegriff „Geldpolitik“ in

www.wikipedia.org (abgefragt am 05/04/2009)

Suchbegriff „Immobilienfonds“ in

www.wikipedia.org/wiki/Immobilienfonds (abgefragt am 08/03/2009)

Suchbegriff „Offener Immobilienfonds“ in

www.wikipedia.org/wiki/Offener_Immobilienfonds (abgefragt am 08/03/2009)

Suchbegriff „Rendite“ in

<http://de.wikipedia.org/wiki/Rendite> (abgefragt am 19/06/2009)

Austria Business Agency – „Finanz- und Immobilienfonds“ - Seite 10

http://www.aba.gv.at/uploads/finanz_und_immofonds_d_0307_10696_DE_10696_DE.pdf (abgefragt am 17/06/2009)

Bank Austria – REALINVEST - Ertragswohnungen

<http://www.fendigasse.at/navigation/cms,id,213,nodeid,213, language,de.html>

(abgefragt am 18/06/2009)

Börseexpress - Blog

<http://www.be24.at/blog/entry/499/flut-an-immo-kapitalerhoehungen-im-1-halbjahr-was-kommt-jetzt> (abgefragt am 18/06/2009)

Bundesministerium Wirtschaft, Familie, Jugend

Übersicht Rechtsformen und ihre steuerrechtliche Behandlung

<http://www.bmwfj.gv.at/NR/rdonlyres/088B799E-0A85-4430-A0C5-677B9860A9FF/0/5253rechtsform.pdf> (abgefragt am 17/06/2009)

DIX Returns – IPD

<http://www.ipd.com/Portals/10/downloads/produkter/DIX.jpg> (abgefragt am 18/06/2009)

www.e-fundresearch.com: Das Wesen von Immobilienfonds (abgefragt am 11/03/2009)

www.e-fundresearch.com: Das neue Investmentfondsgesetz (abgefragt am 10/06/2009)

FinancialTimesDeutschland – Die Party bei Immobilienaktien ist vorbei

(http://www.ftd.de/boersen_maerkte/geldanlage/Immobilien%20Die%20Party%20Immobilenaktien/234223.html) abgefragt am 20/06/2009

Finanzvergleich.at: Immobilien gelten als vergleichsweise sichere und wertbeständige Anlageform

www.finanzvergleich.at/Investment/Immobilienaktien.html (abgefragt am 10/04/2009)

Finanzvergleich.at: Sicher investieren in Immobilien

www.finanzvergleich.at/Investment/Vorsorgewohnung.html (abgefragt am 14/05/2009)

FMA – Finanzmarktaufsicht: Über die FMA

www.fma.gv.at/cms/site/DE/ (abgefragt am 18/05/2009)

www.fondsdiscout.de: Geschlossene Immobilienfonds-Bankhaus Wölbern

www.fondsdiscout.de/.../geschlossenefonds/fonds/.../woelbern_europa01_prospekt.pdf (abgefragt am 18/06/2009)

FORMAT Online – Gute Zeiten für Immobilien-Investoren, Immo-Aktien derzeit weit unter Buchwert - Hohe Startverluste bei Direktinvestment

<http://www.format.at/articles/0906/692/232948/martin-kwaukas-geldtipp-gute-zeiten-immobilien-investoren> (abgefragt am 19/06/2009)

www.immofonds.ch: Market 2008 (abgefragt am 11/04/2009)

Investmentsparen: Offene Immobilienfonds

www.investmentsparen.net/offene-immobilienfonds.html (abgefragt 04/05/2009)

ÖKB, Gesetzliche Grundlagen, Bundesgesetz über Immobilienfonds

<http://www.oekb.at/de/osn/DownloadCenter/gesetzliche-grundlagen/Immobilien-Investmentfondsgesetz-bgbl-134-2006.pdf> (abgefragt am 17/05/2009)

ÖKB, Gesetzliche Grundlagen, Kapitalmarktgesetz - KMG

<http://www.oekb.at/de/osn/DownloadCenter/gesetzliche-grundlagen/kmg-bgbl-69-2008.pdf> (abgefragt am 17/05/2009)

OE24: Konstante Rendite – Anlegen in unruhigen Zeiten

www.immobilien.oe24.at/content/view/334/90/ (abgefragt am 14/05/2009)

Raiffeisen-Leasing, Immobilienangebote, Vorsorgewohnungen

http://www.raiffeisen-leasing.at/i_vorsorge.html (abgefragt 18/06/2009)

Republik Österreich: BMF, Regierungsvorlage Immobilien-Investmentfondsgesetz

http://www.parlament.gv.at/PG/DE/XXII/I/I_00097/pmh.shtml (abgefragt am 16/05/2009)

Republik Österreich: Parlament, Gesetzestext ImmoInvFG

http://www.parlament.gv.at/PG/DE/XXII/I/I_00097/fname_004150.pdf (abgefragt am 17/05/2009)

Steuerverein - Steuerservice für Unternehmen und Selbständige

http://www.steuerverein.at/einkommensteuer/29_kapitalertragsteuer_02.html (abgefragt am 18/05/2009)

Wiener Börse AG: „Zulassung und Listing an der Wiener Börse“

www.wienerborse.at/listing/aktien/zulassung/ (abgefragt am 17/05/2009)

Wirtschaftsblatt: Vorsorgewohnungen trotzen der Krise, WB-Online

www.wirtschaftsblatt.at/archiv/119879/index.do (abgefragt am 11/04/2009)

Wirtschaftsblatt: Nachfrage nach grösseren Vorsorgewohnungen steigt, WB-Online

<https://www.wirtschaftsblatt.at/archiv/immobilien/138324/index.do> (abgefragt am 14/05/2009)

Wohnpark Korneuburg - PMP

www.wohnpark-korneuburg.at (abgefragt am 10/05/2009)

Sonstige Quellen

Bankhaus ELLWANGER & GEIGER: Indirekte Immobilieninvestments,
Pressegespräch, 13/09/2007

Constantia Privatbank AG, 'Vortrag, Mag. Gertner, 5. März 2008 –
„Immobilienaktien in der Krise – sind offene Immobilienfonds ein Ausweg?“

Die Presse, Rechtspanorama,
„Mietnomaden in der Vorsorgewohnung“, 26/06/2007

HSH Nordbank – Real Estate Finance, Der Newsletter für
Immobilienkunden - Juli 2007

Immobilienreport 2009 – Analyst Frank Neumann,
Bankhaus Lampe, Frankfurt, Seite 1

ÖNB, Berichte - Entwicklung der inländischen Investmentfonds im ersten Halbjahr
2007, 24/10/2007

SCOPE Analysis Report, Marktbericht 2007,
Frankfurt, Seite 3

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1	EURO Zinsen 1998-2008	7
Abbildung 2	Entwicklung des BIP-Wachstums EU 1998-2008.....	8
Abbildung 3	Entwicklung des BIP-Wachstums CEE 1998-2008.....	9
Abbildung 4	Entwicklung der Arbeitslosigkeit im EURO-Raum 1998-2008.....	10
Abbildung 5	Entwicklung der Inflation im EURO-Raum 1998-2008.....	11
Abbildung 7	EPRA/NAREIT Kursentwicklung.....	15
Abbildung 8	Abbildung 8: IATX- Chart, Zeitraum 2000-2009.....	17
Abbildung 9	IATX Volatilität, Zeitraum 2000-2009.....	17
Abbildung 10	Marktanteile Immobilien-Investments.....	45
Abbildung 11	Marktanteile Immobilienfonds.....	48
Abbildung 12	Performance offene Immobilienfonds 1977-2007.....	49
Abbildung 13	Entwicklung des Fondsvermögens.....	49
Abbildung 14	Marktanteile Vorsorgewohnungen.....	50
Abbildung 15	Wertsteigerung Eigentumswohnungen Wien 1998-2008.....	63