



## Update: Offene Immobilienfonds im Portfolio

Immobilien sind ein wichtiger Baustein in einem diversifizierten Portfolio. Aufgrund geringer Mindestanlage und hoher Diversifikation sind offene Immobilienfonds geeignet zur Abdeckung der Immobilienquote im Portfolio vieler privater Anleger. Die Corona-bedingte Rezession hat die Performance nur vorübergehend gedrückt. Mit den steigenden Zinsen steht allerdings die nächste Herausforderung vor der Tür.

### 1 Gute Gründe für die Immobilienanlage



Dr. Stefan Mitropoulos  
Leitung Capital Market  
Research & Economics  
T 069/91 32-46 19

Immobilien bilden neben Aktien und Anleihen einen wichtigen **Bestandteil einer ausgewogenen Vermögensstruktur** für institutionelle wie auch private Investoren. Sie weisen eine Reihe von Eigenschaften auf, die sie von anderen Anlageklassen unterscheiden und damit zu einem wichtigen Baustein in einem diversifizierten Portfolio machen.

Wesentliche **Charakteristika** dieser Anlageklasse sind eine lange Lebensdauer, die Standortgebundenheit und die hohe Individualität der Investitionsobjekte. Die Eigenschaften von Immobilieninvestments führen langfristig zumeist zu einem niedrigen Gleichlauf (Korrelation) mit anderen Assetklassen wie Aktien oder Anleihen.

Typisch für viele Immobilienanlagen ist die große Bedeutung der **relativ stabilen Einkommensströme aus den Mieteinnahmen** der Immobilien. Auch die recht hohe Wertbeständigkeit von Immobilien wird häufig als Grund angeführt, dass Immobilien eine „sichere“ Vermögensanlage seien. Wie die Erfahrungen z.B. in der Finanz- und Wirtschaftskrise in vielen Ländern aber gezeigt haben, unterliegen diese Sachwerte teils erheblichen Preisschwankungen. Sinnvoll ist daher eine Anlagestrategie, die möglichst breit über Immobilien in unterschiedlichen Standorten, Regionen und Nutzungsarten streut.

### 2 Warum offene Immobilienfonds?

Innerhalb der Assetklasse Immobilien gibt es ganz **unterschiedliche Anlageformen**, die sich nicht in gleichem Maße für Privatanleger eignen. Grundsätzlich lassen sich direkte und indirekte Immobilienanlagen unterscheiden, wobei offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien die wichtigsten Formen der indirekten Immobilienanlage sind.

**Direkte Immobilienanlagen** erfordern hohe Investitionsvolumina, so dass sie sich nicht für die Beimischung im Portfolio der meisten privaten Anleger eignen. Am Wohnungsmarkt liegt die Mindestanlage in der Regel beim Kaufpreis einer Wohnung, bei gewerblichen Immobilien sind die Anlagesummen noch viel höher. Nach Angaben des Mikrozensus lebten 2018<sup>1</sup> 46,5 % der Deutschen im Wohneigentum und verfügen demnach über direkten Immobilienbesitz. Dieser wird aber üblicherweise nicht zum investierbaren Vermögen gezählt, das einem aktiven Portfoliomanagement zugänglich ist. Auch handelt es sich bei der Direktanlage um eine Investition in eine einzelne Immobilie, bei der keine Risikostreuung stattfindet.

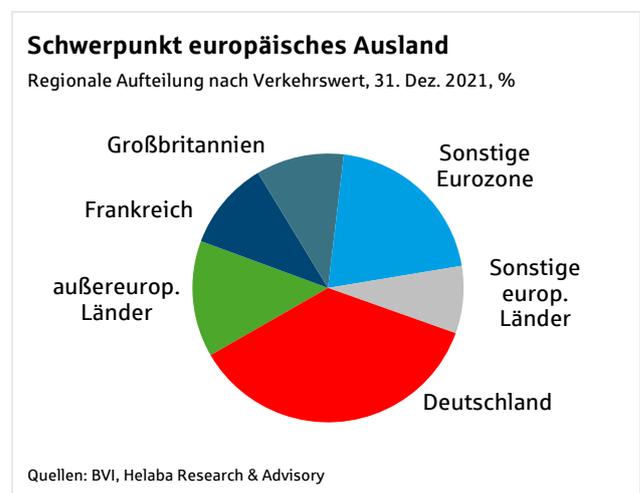
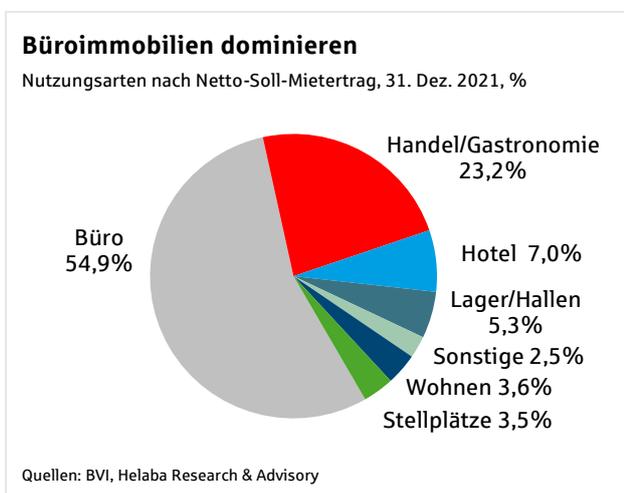
<sup>1</sup> Letzter verfügbarer Stand der amtlichen Statistik. Neue Daten wird erst der Zensus 2022 ergeben.

Auch **geschlossene Immobilienfonds**<sup>2</sup> kommen bei einer Mindestanlage von 10.000 Euro und mehr für viele Privatanleger nicht in Frage. Sie werden in der Regel als Personengesellschaft gegründet für den Erwerb oder zur Entwicklung einer oder weniger Immobilien für einen Zeitraum von meist mehr als zehn Jahren. Hat der Initiator das erforderliche Eigenkapital eingesammelt, wird der Fonds geschlossen. Diese Immobilienfonds weisen wie Direktanlagen keine oder – im Falle von Mehrobjektfonds – nur eine geringe Risikostreuung auf. Ein vorzeitiger Verkauf von Anteilen ist oft nur schwer möglich, so dass es sich wie bei direkt gehaltenen Immobilien um eine weitgehend illiquide Vermögensanlage handelt. Geschlossene Immobilienfonds sind in Deutschland mittlerweile weniger bedeutend. Die Deutsche Bundesbank weist aktuell ein Fondsvermögen von insgesamt 35,6 Mrd. Euro aus.

Börsennotierte **Immobilienaktien** bzw. -fonds sind die liquideste Form der Immobilienanlage, da sie sich jederzeit zum Marktwert verkaufen lassen. Dabei handelt es sich um Aktiengesellschaften, die in ein Immobilienportfolio investieren oder in der Immobilienentwicklung tätig sind. Die Mindestanlage besteht im Kurswert der einzelnen Aktie. Die Wertentwicklung von Immobilienaktien reagiert nicht allein auf die fundamentale Entwicklung an den Immobilienmärkten. Vielmehr unterliegt sie auch den allgemeinen Bestimmungsfaktoren des Aktienmarktes und weist wie diese eine hohe Volatilität auf. Aufgrund der aktienähnlichen Eigenschaften halten wir diese Anlage für weniger geeignet, um den Immobilienanteil im Portfolio privater Anleger abzudecken. Die Marktkapitalisierung des DAX Subindex Real Estate im Prime Standard der Deutsche Börse lag Ende Mai bei rund 71 Mrd. Euro.

**Offene Immobilienfonds** (OIF) weisen im Vergleich zu geschlossenen Fonds deutlich größere Portfolios mit einer viel höheren Zahl an Einzelobjekten und damit eine breite Diversifikation z.B. nach Standorten oder Nutzungsarten auf. Mit einem Fondsvolumen von fast 128 Mrd. Euro sind offene Immobilienpublikumsfonds nach Anlage-summe derzeit die bedeutendste Form der indirekten Immobilienanlage in Deutschland.

Der Schwerpunkt der OIF liegt mit zuletzt 55 % der Verkehrswerte auf Büros. Daneben spielen vor allem Einzelhandelsimmobilien (23 %) eine größere Rolle, Hotels, Industrieimmobilien (Lager, Logistik) und Stellplätze runden die Portfolios ab. Wenig sind OIF in Wohnungen investiert (3,6 %) – auch aufgrund des höheren Verwaltungsaufwands.



Während einige Fonds global investieren, beschränken sich andere auf Europa oder Deutschland. Im Schnitt waren die vom Investmentverband BVI erfassten OIF zuletzt zu rund 36 % in deutsche Immobilien investiert, etwa 50 % entfallen auf europäische Länder und rund 14 % der Objekte liegen außerhalb Europas (vor allem in den USA).

Auf Basis der **Bewertung** der Fondsobjekte **durch unabhängige Sachverständige** findet in der Regel eine tägliche Preisfeststellung der Anteilsscheine statt. Die Schwankungsanfälligkeit ist gering. Bei Anteilsscheinen zu etwa 40 bis 100 Euro ist die **Mindestanlagesumme** bei OIF niedrig. Dies qualifiziert sie als grundsätzlich geeignetes

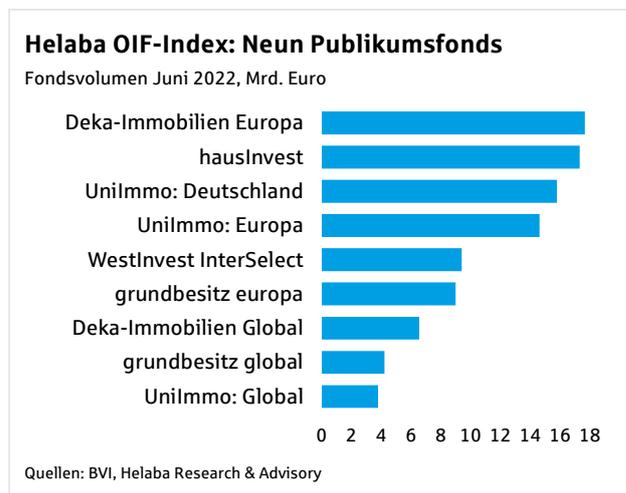
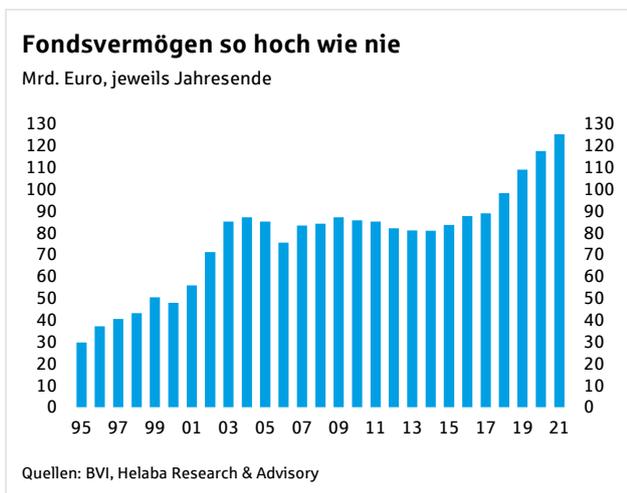
<sup>2</sup> Nach Kapitalanlagegesetzbuch KAGB „geschlossene Alternative Investmentfonds“ (AIF).

Anlagevehikel, um den Immobilienanteil im Portfolio von Privatanlegern abzudecken. Allerdings muss diese Aussage nach den Erfahrungen in der jüngeren Vergangenheit relativiert werden. Angesichts einer Reihe von OIF, bei denen die Anteilsrücknahme über Jahre ausgesetzt wurde, sollten private Anleger mit besonders hohen Anforderungen an Liquidität die Anlageklasse meiden.

### 3 Regulierung seit der Finanzkrise 2008

Nachdem die tägliche Rückgabe der Anteilsscheine jahrzehntelang möglich war, mussten 2008 einige OIF die **Anteilsrücknahme aussetzen**. Durch die Finanzkrise sahen sich vor allem institutionelle Investoren gezwungen, Liquidität zu beschaffen. Dies sorgte für umfangreiche Verkaufswünsche, die zur Schließung einiger OIF führten. Vor allem Fonds, die in den Boomjahren zuvor zahlreiche Immobilien zu hohen Preisen eingekauft hatten, mussten Immobilienwerte in ihren Portfolios abwerten. Bei einzelnen Fonds führte dies zu teils deutlichen Rückgängen der Anteilswerte.

Bei einigen Publikumsfonds hatte sich die Liquiditätssituation zwei Jahre nach Beginn der Aussetzung der Anteilsrücknahme nicht verbessert, so dass die in diesem Fall gesetzlich vorgeschriebene **Auflösung eingeleitet** wurde. Von den kräftigen Mittelabflüssen waren vor allem OIF betroffen, die einen hohen Anteil institutioneller Anleger aufwiesen. Anders war die Lage bei OIF, die sich auf einen funktionsfähigen Bankvertrieb für Privatanleger stützen konnten.



Aus den OIF der führenden Anbieter<sup>3</sup> haben wir den „**Helaba OIF-Index**“ konstruiert. Der Index bildet die gleichgewichtete Wertentwicklung von neun Fonds ab. Mit einem aktuellen Fondsvolumen von 98 Mrd. Euro decken sie weitgehend das für Privatanleger investierbare Universum der Fondskategorie ab.

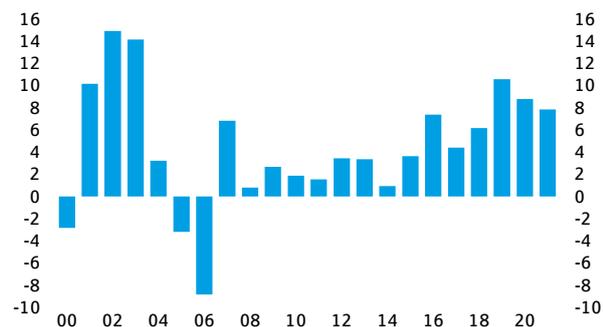
Um die Konstruktionsschwäche der OIF – tägliche Rückgabemöglichkeit bei wenig liquider Anlageform – zu mildern, wurde für nach dem 22. Juli 2013 erworbene Anteile eine **Mindesthaltdauer von 24 Monaten** und eine **Kündigungsfrist von 12 Monaten** eingeführt.<sup>4</sup> Die Fondsgesellschaft kann die Rücknahme von Anteilen „nur zu bestimmten Terminen, jedoch mindestens alle zwölf Monate“ vorsehen. Für Altanleger, die Anteile vor dem Stichtag erworben haben, gilt weiter die tägliche Rückgabemöglichkeit. Die Mindesthalte- und Kündigungsfristen verringerten die Attraktivität des Anlagevehikels für institutionelle Anleger, die in der Vergangenheit OIF zum „Parken“ großer Geldbeträge genutzt hatten. Gestärkt wurde die Fondskategorie aber als **langfristig orientierte Immobilienanlage für private Anleger**. Trotz der verbesserten Liquiditätssteuerung ist jedoch bei Marktverwerfungen nicht auszuschließen, dass einzelne Fonds die Anteilsrücknahme vorübergehend aussetzen müssen.

<sup>3</sup> Deka Immobilien Investment GmbH, WestInvest Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, Commerz Real Investmentgesellschaft, DWS Grundbesitz GmbH sowie Union Investment Real Estate GmbH.

<sup>4</sup> § 255 Kapitalanlagegesetz: Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen bei offenen inländischen Publikums-AIF, speziell Immobilien-Sondervermögen.

### Offene Immobilienfonds gefragt

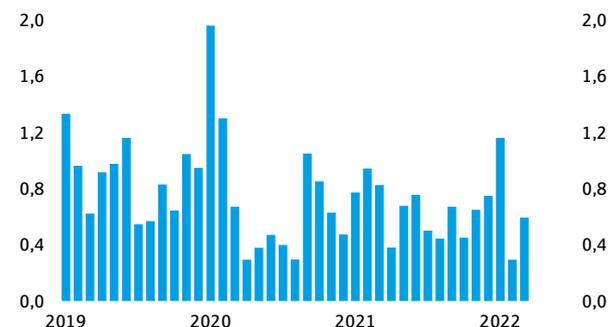
Jährliche Mittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

### Zuletzt im Trend leicht rückläufige Zuflüsse

Monatliche Mittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

Nach niedrigen Zuflüssen 2014 als Reaktion auf die gesetzliche Neuregelung waren die Absatzzahlen jahrelang gestiegen. Mit 10,6 Mrd. Euro wurden 2019 die höchsten **Nettomittelzuflüsse** seit 2003 erreicht. Auch in den vergangenen beiden Jahren wurde mit 8,8 bzw. 7,8 Mrd. Euro erheblich mehr als der langjährige Durchschnitt von 4,5 Mrd. Euro verzeichnet. Im ersten Quartal 2022 lagen die Nettomittelzuflüsse mit rund 2 Mrd. Euro weiter auf hohem Niveau, allerdings 19 % unter dem Vorjahreszeitraum.

## 4 Rendite-Risiko-Profil offener Immobilienfonds

Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht **niedriger Rendite bei geringem Risiko** – gemessen an der Schwankungsanfälligkeit – konnten die OIF jahrzehntelang verteidigen, bevor es erstmals seit der Auflegung des ersten Fonds Ende der 50er Jahre bei einigen Fonds zu teils erheblichen Wertverlusten kam. Der 10-Jahresdurchschnitt der Rendite liegt laut Investmentverband BVI per Ende April 2022 bei 2,7 %, der 20-Jahresdurchschnitt bei 3,0 %. Damit erreichten offene Immobilienfonds langfristig eine Performance unter der von Rentenfonds, allerdings bei geringerer Volatilität.

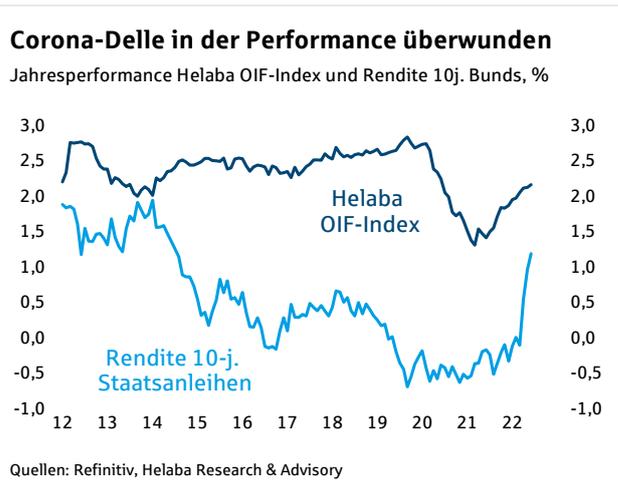
Die Einordnung der Assetklasse offene Immobilienfonds als rendite- und risikoarm ist mit **zwei Einschränkungen** zu versehen:

- Die ausgewiesene Volatilität der OIF dürfte aufgrund der besonderen Bewertung unter der tatsächlichen liegen. Die tägliche Preisbildung der Anteilscheine findet im Gegensatz zu Aktien und Anleihen nicht an einer Börse statt, sondern ergibt sich durch die mindestens einmal jährliche **Bewertung** aller Immobilienobjekte in den Fonds **durch unabhängige Sachverständige**. Diese nur sporadische Wertfeststellung senkt die Volatilität deutlich.
- Die Performance der OIF, die vom BVI veröffentlicht wird, war einige Jahre überzeichnet. Denn einzelne Immobilienfonds in Abwicklung, die teils kräftige Verluste verzeichneten, sind aus der Berechnung herausgefallen. Ohne deren Berücksichtigung fallen die Durchschnittswerte besser aus (sog. „**survivorship bias**“). Diese Problematik stellt sich beim Helaba OIF-Index nicht, dessen Zusammensetzung seit 2005 unverändert ist.

Der „**Helaba OIF-Index**“ weist per Ende Mai 2022 eine **Jahresperformance von 2,2 %** auf und konnte sich damit seit dem Tief im Vorjahr von 1,3 % deutlich erholen. Während der Corona-Krise war es vor allem bei einem der Fonds zu größeren Abwertungen bei Hotel- und Einzelhandelsimmobilien gekommen, die auch in der Performance des Helaba OIF-Index für eine Delle gesorgt hatten. Zuvor bewegte sich die Jahresperformance des Index etwa fünf Jahre lang in einer engen Bandbreite von 2,3 % bis 2,8 %. Die einzelnen Fonds erreichten zuletzt zwischen 1,2 % und 2,7 %. Noch werden die Renditen der OIF durch die Nicht-Verzinsung der **liquiden Mittel** gedrückt, was sich aber perspektivisch durch die Zinswende am Kapitalmarkt ändern wird.

Im Vergleich zur Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, die infolge gestiegener Inflationserwartungen inzwischen die 1 %-Marke überschritten hat, büßte die Fondskategorie an **relativer Attraktivität** ein. So ist der Spread zu den OIF mit etwa 100 Basispunkten so gering wie seit 2014 nicht mehr.

Die von MSCI Real Assets erfassten Immobilien institutioneller Anleger erreichten im vergangenen Jahr für wichtige Investitionsländer der deutschen OIF deutlich **höhere Gesamtrenditen als im Vorjahr**. Dabei lag in Deutschland 2021 die Gesamtrendite von 11,3 % sogar etwas über der vor der Corona-Krise im Jahr 2019. Besser noch schnitt der zweitwichtigste Markt Großbritannien mit 15,5 % ab, der im Jahr zuvor aufgrund der Doppelbelastung von Pandemie und Brexit stark underperfornt hatte. Dagegen fiel die Nr. 3 Frankreich 2021 mit 6,7 % deutlich zurück. Überdurchschnittlich entwickelten sich auch die Immobilienobjekte in den USA und in den Niederlanden.



Die **Renditeaussichten** der offenen Fonds sind allerdings **getrübt**. Bei steigenden Zinsen können zwar die liquiden Mittel in den Portfolios wieder einen kleinen Performancebeitrag leisten. Allerdings steigen auch die Finanzierungskosten für Immobilien und nimmt deren relative Attraktivität ab. Dies sollte für eine Beruhigung am Investmentmarkt und für tendenziell niedrigere Gesamtrenditen als 2021 sorgen. Auch reagieren Immobilienmärkte üblicherweise verzögert auf die gesamt-

wirtschaftliche Entwicklung, die durch den Ukraine-Krieg und den Kaufkraftverlust durch die hohe Inflation belastet wird. Dies könnte vor allem Einzelhandelsimmobilien belasten. Die Auswirkungen des verstärkten Arbeitens im Homeoffice auf den Büromarkt sind noch immer nicht abschließend zu bewerten, sprechen aber eher für eine langsamere Gangart auch in diesem wichtigen Segment.

Alles in allem rechnen wir daher nicht damit, dass die durchschnittliche Rendite der OIF im laufenden und im kommenden Jahr auf das Niveau vor der Corona-Krise zurückkehrt, sondern in einer **Bandbreite von 2 % bis 2,5 %** verharrt. Im Zuge weiter steigender Zinsen sollten sich die Mittelzuflüsse etwa dem langjährigen Durchschnitt annähern.

Immobilien sind generell ein **wichtiger Bestandteil im Portfolio**. Dies zeigen der geringe Gleichlauf wie auch die von Jahr zu Jahr wechselnde Rangfolge in der Performance unterschiedlicher Assetklassen. **Diversifikation** ist ein wichtiger Grundsatz bei der Kapitalanlage und offene Immobilienfonds können hierzu einen Beitrag im Portfolio leisten. Der **Immobilienanteil im Portfolio** eines Privatanlegers sollte je nach Marktentwicklung und Risikobereitschaft 5 % bis etwa 20 % betragen und bevorzugt durch offene Immobilienfonds abgedeckt werden. Bei vermögenden Anlegern kommen auch geschlossene Immobilienfonds in Betracht. Im Portfolio von sehr sicherheitsorientierten Anlegern sollte der Immobilienanteil aufgrund der Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist der OIF zugunsten höherer Liquidität geringer ausfallen.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

<https://news.helaba.de/research/>

## Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mütze

Verantwortlich:

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/

Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58

60311 Frankfurt am Main

T +49 69 / 91 32 – 20 24

Internet: [www.helaba.com](http://www.helaba.com)

## Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.