



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. Deutlich gestiegene Zinsen, die dadurch ausgelöste Korrektur an den Immobilienmärkten sowie Mittelabflüsse stellen derzeit eine Herausforderung für die Fonds dar.

1 Gute Gründe für die Immobilienanlage



Paul Richter
Immobilienanalyst
T 069/91 32-79 58

Trotz der aktuellen Herausforderungen bilden Immobilien 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 jüngste Entwicklung, vor allem aber die Erfahrungen in der Finanzkrise in vielen Ländern zeigen, unterliegen diese Sachwerte teils **erheblichen Preisschwankungen**. Sinnvoll ist daher eine Anlagestrategie, welche möglichst breit über Immobilien in unterschiedlichen Standorten, Regionen und Nutzungsarten streut.

2 Warum offene Immobilienfonds?

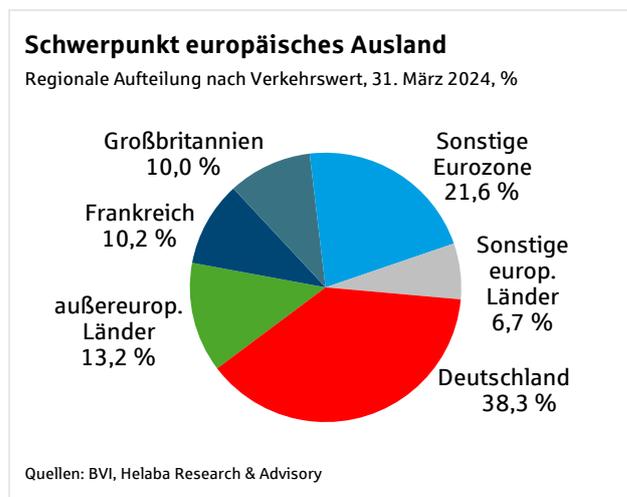
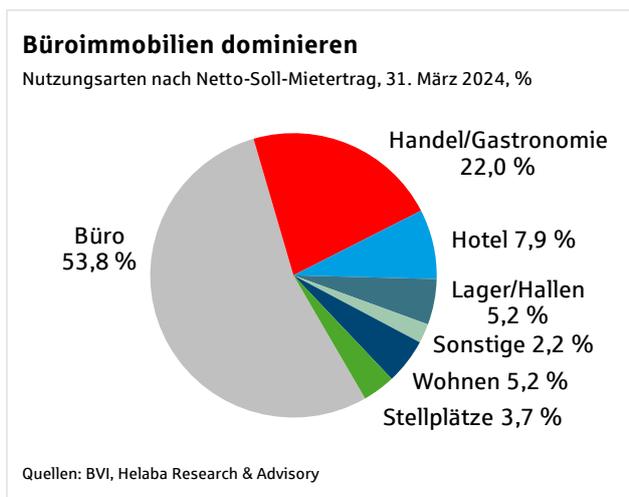
Innerhalb der Assetklasse Immobilien gibt es ganz **unterschiedliche Anlageformen**, die sich nicht in gleichem Maße für Privatanleger eignen. Grundsätzlich lassen sich direkte und indirekte Immobilienanlagen unterscheiden, wobei offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien die wichtigsten 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 Zensus 2022 lebten 41,8 % 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.

Auch **geschlossene Immobilienfonds**¹ 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. Nach Angaben der Deutschen Bundesbank betrug das Fondsvermögen im Mai 2024 insgesamt 39 Mrd. Euro.

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 Anfang Juli bei rund 39 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 131 Mrd. Euro (Stand: Mai 2024) sind offene Immobilienpublikumsfonds nach Anlagesumme derzeit die bedeutendste Form der indirekten Immobilienanlage in Deutschland.



Der Schwerpunkt der OIF liegt mit 54 % der Verkehrswerte auf Büros. Daneben spielen vor allem Einzelhandelsimmobilien (22 %) eine größere Rolle. Hotels, Industrieimmobilien (Lager, Logistik) und Stellplätze runden die Portfolios ab. Wenig sind OIF bisher in Wohnungen investiert (5 %) – auch aufgrund des höheren Verwaltungsaufwands. Das Bundesfinanzministerium bereitet aktuell einen Gesetzesentwurf zur Förderung von Investitionen durch OIF in erneuerbare Energien und Infrastruktur vor. Gemäß diesem dürfen die Fonds künftig bis zu 15 % ihrer Verkehrswerte in Erneuerbare-Energien-Anlagen investieren, ohne dass ein unmittelbarer baulicher Zusammenhang zu einer der gehaltenen Immobilie erforderlich ist. Solch eine nachhaltige Anlage würde den Fonds zusätzliche Einnahmequellen erschließen und die Diversifikation verbessern. Die Neuregelung ist für Jahresende 2024 geplant.

¹ Nach Kapitalanlagegesetzbuch KAGB „geschlossene Alternative Investmentfonds“ (AIF).

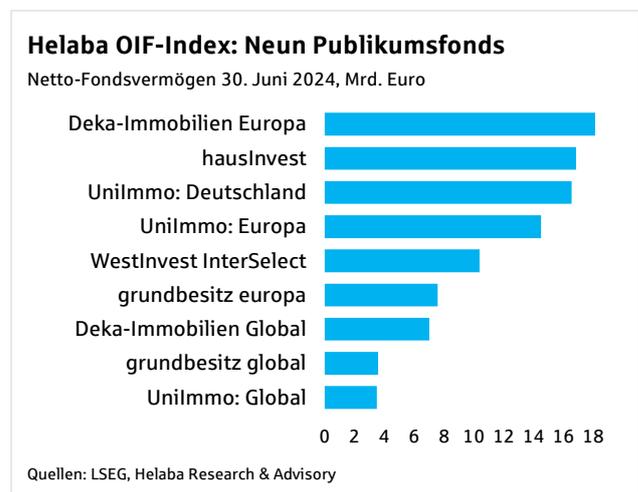
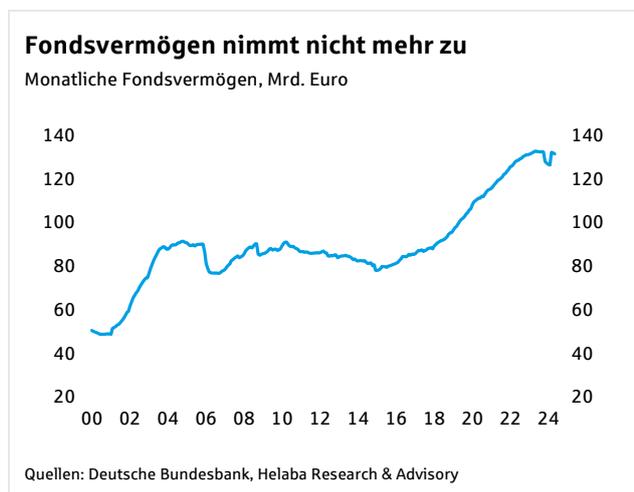
Während einige Fonds global investieren, beschränken sich andere auf Europa oder Deutschland. Im Schnitt waren die vom Investmentverband BVI erfassten OIF zuletzt zu rund 38 % in deutsche Immobilien investiert, etwa 49 % entfallen auf europäische Länder und rund 13 % der Objekte liegen außerhalb Europas (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 Anlagevehikel, um den Immobilienanteil im Portfolio von Privatanlegern abzudecken. Allerdings muss diese Aussage nach den Erfahrungen während der Finanzkrise 2008 relativiert werden. Angesichts einiger OIF, bei denen die Anteilsrücknahme damals über Jahre ausgesetzt wurde, sollten private Anleger mit hohen Anforderungen an Liquidität die Anlageklasse meiden.

3 Regulatorische Änderungen seit der Finanzkrise

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 vier führenden Anbieter² haben wir den „**Helaba OIF-Index**“ konstruiert. Der Index bildet die gleichgewichtete Wertentwicklung von neun Fonds ab. Mit einem aktuellen Netto-Fondsvermögen von 98,3 Mrd. Euro decken sie weitgehend das für Privatanleger investierbare Universum der Fondskategorie ab.



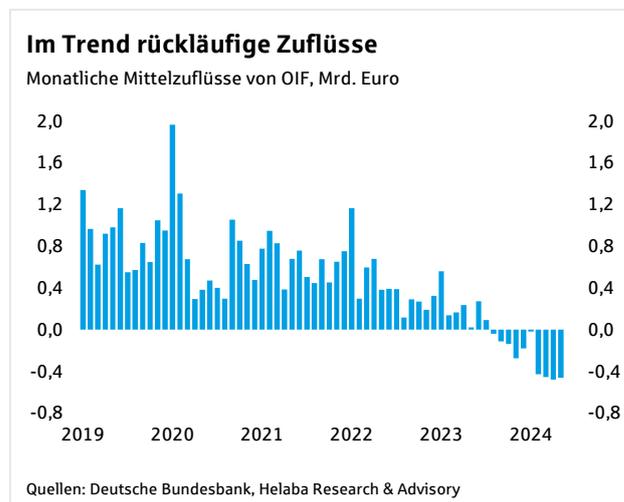
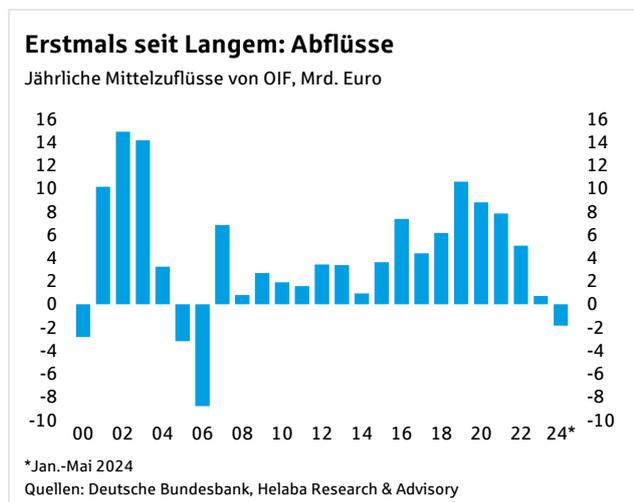
Um eine Konstruktionschwäche der OIF – tägliche Rückgabemöglichkeit bei wenig liquider Anlageform – zu mildern, wurde für nach dem 22. Juli 2013 erworbene Anteile eine **Mindesthaltedauer von 24 Monaten** und eine **Kündigungsfrist von 12 Monaten** eingeführt.³ Die Fondsgesellschaft kann die Rücknahme von Anteilen „nur zu

² Deka Immobilien Investment GmbH, WestInvest Gesellschaft für Immobilienfonds mbH, Commerz Real Investmentgesellschaft, DWS Grundbesitz GmbH sowie Union Investment Real Estate GmbH.

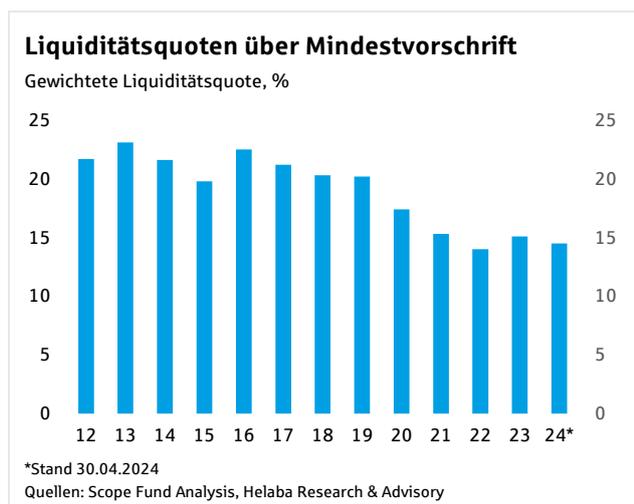
³ § 255 Kapitalanlagegesetz: Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen bei offenen inländischen Publikums-AIF, speziell Immobilien-Sondervermögen.

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 in schwierigen Marktphasen nicht auszuschließen, dass einzelne Fonds die Anteilsrücknahme vorübergehend aussetzen müssen.



Die Nettomittelzuflüsse erreichten während der Niedrigzinsphase 2019 mit 10,6 Mrd. Euro den höchsten Stand seit 2003. Auch während der Pandemie wuchsen die Mittel überdurchschnittlich, mit 8,8 Mrd. Euro (2020) bzw. 7,8 Mrd. Euro (2021) pro Jahr. Die Zinswende im Sommer 2022 führte dann aber zu einem deutlicheren Rückgang der Mittelzuflüsse. Generell hat durch die höheren Zinsen die **relative Attraktivität von Immobilien** im Vergleich zu Staatsanleihen **deutlich abgenommen**.⁴ Seit August 2023 sind die Abflüsse erstmals seit 2015 größer als die Zuflüsse – insgesamt summieren sich die Nettomittelabflüsse bisher auf 2,6 Mrd. Euro.



Da für die kommenden Monate mit weiteren Abflüssen zu rechnen ist, stellt sich die Frage, ob die Fonds diese aus ihren liquiden Mitteln bedienen können, ohne zu Immobilienverkäufen in einem schwierigen Marktumfeld gezwungen zu sein. Laut Scope Analysis lag die

Liquiditätsquote der Fonds im April mit 14,5 % auf einem vergleichbaren Niveau wie in den drei Vorjahren und damit deutlich über der gesetzlich vorgeschriebenen Mindestliquidität von 5 %. Höhere Liquiditätsquoten von etwa 20 % in den Jahren zuvor resultieren daher, dass die Fonds zu dieser Zeit Schwierigkeiten hatten, bei hohen Mittelzuflüssen ausreichend geeignete Objekte zu erwerben. Dank der 12-monatigen Kündigungsfrist, die die Mittelsteuerung erleichtert, und der soliden Liquiditätsquoten gehen wir davon aus, dass

die Fonds die Mittelrückgaben nun ohne kurzfristigen Verkaufsdruck oder gar Anteilsaussetzung bedienen können, bis sich die Mittelzuflüsse voraussichtlich im Verlauf des kommenden Jahres wieder stabilisieren.

⁴ Helaba Research & Advisory, [Märkte und Trends: „Immobilien: Abschreibungen belasten Fondsperformance“](#) vom 21. Juni 2024.

4 Rendite-Risiko-Profil offener Immobilienfonds

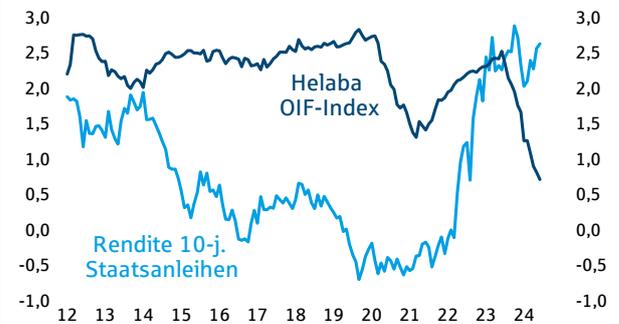
Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht **niedriger Rendite bei geringem Risiko** – gemessen an der Schwankungsfähigkeit – konnten die OIF jahrzehntelang verteidigen, bevor es erstmals seit der Auflegung des ersten Fonds Ende der 50er Jahre bei einigen Fonds zu teils erheblichen Wertverlusten kam. Der 10-Jahresdurchschnitt der Rendite des Helaba OIF-Index liegt per Ende Juni 2024 bei 2,3 %, seit Beginn der Zeitreihe 2002 liegt die durchschnittliche Rendite bei 3,0 %. Damit erreichten offene Immobilienfonds langfristig eine Performance unter der von Rentenfonds, allerdings bei geringerer Volatilität. Die Einordnung offener Immobilienfonds als rendite- und risikoarme Assetklasse steht allerdings unter folgendem Vorbehalt: Die 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.

Der „**Helaba OIF-Index**“ verzeichnete Ende Juni 2024 eine Jahresperformance von 0,6 % – deutlich weniger als noch ein Jahr zuvor mit 2,4 %. Dieser Rückgang steht im Zusammenhang mit den kräftig gestiegenen Zinsen und ist auf Abwertungen von Immobilienwerten in den Portfolios zurückzuführen. Bei höheren Zinsen sinkt der Gegenwartswert künftiger Mieteinnahmen und damit der Ertragswert der Immobilie. Abgemildert wird dieser Effekt auf die Gesamtpformance der Fonds durch überwiegend **steigende Mieteinnahmen** und die wieder bessere Verzinsung der **liquiden Mittel**.

Die **große Bandbreite der Jahresperformance** der einzelnen Fonds von aktuell -4,6 % bis 2,5 % zeigt, dass nicht alle Anlageprodukte in gleicher Weise unter Druck geraten sind. Der Helaba OIF Index besteht vor allem aus Fonds, die ihr Portfolio über einen längeren Zeitraum aufgebaut haben. Dagegen haben derzeit einige jüngere Fonds, die ihre Immobilien vor allem zu hohen Preisen in den vergangenen Jahren erworben haben, größere Performance-Probleme.

Keine Risikoprämie für Immobilienfonds

Jahresperformance Helaba OIF-Index und Rendite 10j. Bunds, %

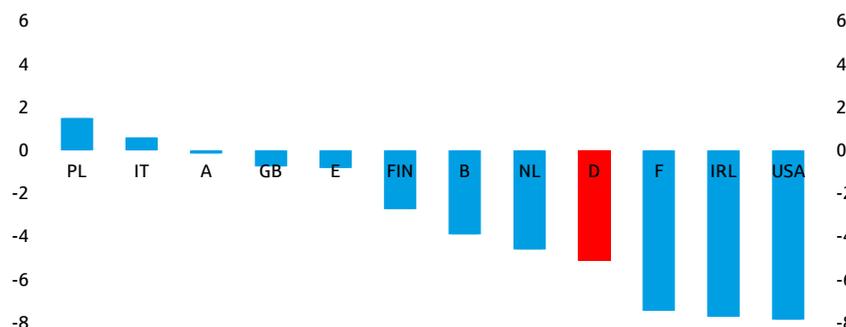


Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Bis 2021 lag die Jahresperformance des Index deutlich über der Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen. Seitdem sind die Zinsen kräftig gestiegen und die Performance der OIF ist gesunken. Dadurch hat sich die relative Attraktivität der Immobilienfonds im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen stark vermindert. Der Abstand der Performance zur Rendite der Staatsanleihen ist mit zuletzt rund 180 Basispunkten sogar deutlich negativ.

Gesamtrenditen in wichtigen Investitionsländern

Gesamtrendite direkt gehaltener Immobilien* 2023, %



*um Fremdkapital bereinigt und ohne steuerliche Effekte
Quellen: MSCI Real Assets, Helaba Research & Advisory

Die von MSCI Real Assets erfassten Immobilien institutioneller Anleger in wichtigen Investitionsländern der deutschen offenen Immobilienfonds (OIF) verzeichneten im vergangenen Jahr deutlich **schlechtere Gesamtrenditen** als im Vorjahr. Deutsche Immobilien erzielten 2023 eine negative Gesamtrendite (-5,1 %) – zum ersten Mal seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 1996. Noch schlechter schnitten Frankreich, Irland und die USA ab. Europa im Aggregat

erweist sich als robuster mit einer durchschnittlichen Jahresperformance von -3 %. Leicht positive Renditen wurden dagegen in Polen und Italien erzielt.

Die **Renditeaussichten** der offenen Fonds bleiben zunächst **getrübt**, da mit weiteren Abschreibungen auf Immobilienwerte zu rechnen ist. Dabei dürften sich Einzelhandelsimmobilien besser entwickeln als Büros. Das Segment **Einzelhandel** hatte jahrelang schlechter performt als andere gewerbliche Immobiliensegmente – neben der zunehmenden Konkurrenz des Onlinehandels waren die stationären Einzelhändler durch die Lockdowns und den Kaufkraftverlust aufgrund der hohen Inflation belastet. Während sich hier inzwischen eine **Stabilisierung** abzeichnet, bleiben Büroimmobilien unter Druck.

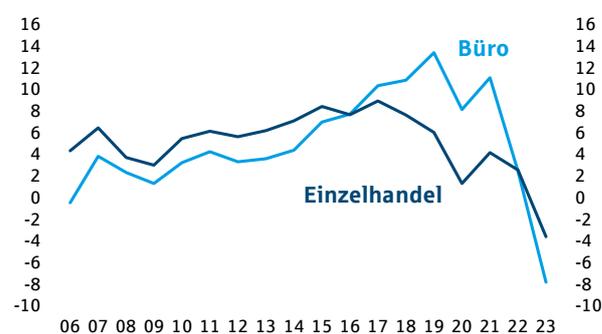
Die Auswirkungen des verstärkten Arbeitens im Homeoffice auf den **Büromarkt** sind zwar noch immer nicht abschließend zu bewerten, sprechen aber eher für eine weiterhin langsame Gangart in diesem wichtigen Segment. Auch die aktuelle konjunkturelle Schwäche führt zu einer zurückhaltenden Nachfrage nach Büroflächen. Qualitativ hochwertige Büros in guter Lage sind allerdings weiterhin gesucht und weisen eine tendenziell stabilere Wertentwicklung auf. Dagegen dürfte sich die Preiskorrektur vor allem bei Büroobjekten in schlechteren Lagen, die nicht mehr den zunehmenden Nachhaltigkeits-Anforderungen entsprechen, noch fortsetzen.

Alles in allem rechnen wir nicht damit, dass die durchschnittliche Rendite der OIF im laufenden und im kommenden Jahr auf das Niveau vor der Corona-Krise von rund 2,5 % zurückkehrt. Während die **Performance** des OIF-Index in den kommenden Monaten noch etwas nachgeben könnte, erwarten wir für das kommende Jahr die Trendwende. Die Performance der OIF könnte sich im Zuge wieder zunehmender Transaktionsvolumina an den Investmentmärkten und sich stabilisierender Immobilienwerte in einer **Bandbreite von 1 % bis 1,5 %** bewegen.

Immobilien sind und bleiben 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. Aufgrund des zunächst weniger attraktiven Risiko-Rendite Verhältnisses empfiehlt es sich, den Immobilienanteil aktuell im Portfolio im unteren Bereich der Bandbreite anzusetzen.

Einzelhandelsimmobilien besser als Büros

Gesamtrendite direkt gehaltener Immobilien Europa, %



Quellen: MSCI Real Assets, Helaba Research & Advisory



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:
<https://news.helaba.de/research/>

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:

Dr. Stefan Mitropoulos

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

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.