

## Update: Offene Immobilienfonds im Portfolio

### AUTOR

Dr. Stefan Mitropoulos  
Telefon: 0 69/91 32-46 19  
research@helaba.de

### REDAKTION

Dr. Gertrud R. Traud

### HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/  
Leitung Research

### Helaba

Landesbank  
Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- 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.
- Offene Immobilienfonds erhalten derzeit hohe Mittelzuflüsse. Dies ist eine Herausforderung für die Fonds. Daher werden Maßnahmen zur Begrenzung der Zuflüsse ergriffen.
- Auf mittlere Frist rechnen wir nicht mit einer besseren Wertentwicklung, die Performance bleibt damit weiter hinter dem langfristigen Durchschnitt zurück.

## 1 Gute Gründe für die Immobilienanlage

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 lange Lebensdauer und die recht hohe Wertbeständigkeit von Immobilien werden häufig als Gründe angeführt, dass Immobilien eine „sichere“ Vermögensanlage seien. Wie jedoch die Erfahrungen der zurückliegenden Finanz- und Wirtschaftskrise in vielen Ländern gezeigt haben, unterliegen auch diese Sachwerte teils erheblichen Preisschwankungen. Preisübertreibungen und darauf folgende Korrekturen sind daher auch hier nicht auszuschließen. Dies erfordert innerhalb der Assetklasse Immobilien eine Anlagestrategie, die möglichst breit über unterschiedliche Standorte, 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 Anlage-summen noch viel höher. Angesichts einer Wohneigentumsquote in Deutschland von rund 46 % verfügen zwar viele private Haushalte über direkten Immobilienbesitz. Dieses meist selbst genutzte Wohneigentum 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 ein einzelnes Immobilienobjekt, bei dem keine Risikostreuung stattfindet.

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.

Geschlossene Fonds:  
Hohe Anlagesummen

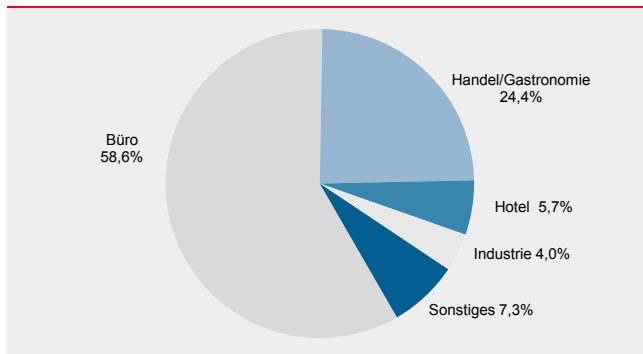
Auch geschlossene Immobilienfonds<sup>1</sup> kommen bei einer Mindestanlage von 10.000 Euro und mehr für viele Privatanleger nicht in Frage. Sie werden in der Regel als Personengesellschaft gegründet für den Erwerb oder zur Entwicklung einer oder weniger Immobilien für einen Zeitraum von meist mehr als zehn Jahren. Hat der Initiator bei Anlegern das erforderliche Eigenkapital eingesammelt, wird der Fonds geschlossen. Geschlossene Immobilienfonds weisen wie Direktanlagen keine oder – im Falle von Mehrobjektfonds – nur eine geringe Risikostreuung auf. Ein vorzeitiger Verkauf von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds ist für den Anleger oft nur schwer möglich, so dass es sich wie bei direkt gehaltenen Immobilien um eine weitgehend illiquide Vermögensanlage handelt.

Immobilienaktien: Mehr  
Aktie als Immobilie

Börsennotierte Immobilienaktien bzw. -fonds sind die liquideste Form der Immobilienanlage, da sie sich jederzeit zum Marktwert verkaufen lassen.<sup>2</sup> 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 zugrunde liegenden Immobilienmärkte. 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 als weniger geeignet, um den Immobilienanteil im Portfolio privater Anleger abzudecken.

### Nutzungsarten der Liegenschaften

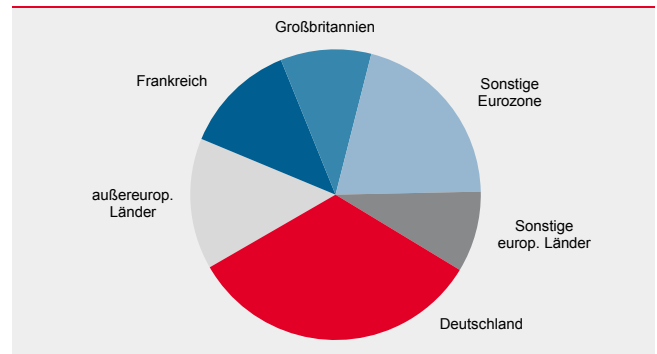
Offene Immobilienfonds, Verkehrswerte 30. September 2016, %



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Regionale Verteilung der Objekte

Offene Immobilienfonds, Verkehrswerte 30. September 2016, %



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

OIF meist gut  
diversifiziert

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. Der Schwerpunkt der Immobilienobjekte liegt mit zuletzt fast 59 % der Verkehrswerte auf Büros. Daneben spielen vor allem Einzelhandelsimmobilien (über 24 %) eine größere Rolle, Industrieimmobilien (Lager, Logistik), Hotels und Stellplätze runden die Portfolios ab. Wenig sind die OIF in Wohnungen investiert (1,3 %) – nicht zuletzt 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 einem Drittel in deutsche Immobilien investiert, über 52 % entfallen auf europäische Länder und fast 15 % 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 in einem Portfolio von Privatanlegern abzudecken. Allerdings muss diese Aussage nach den Erfahrungen der vergangenen Jahre relativiert werden. Angesichts einer Reihe von OIF, bei denen die Anteilsrücknahme über Jahre ausgesetzt wurde und es zu erheblichen Verlusten gekommen ist, sollten private Anleger mit besonders hohen Anforderungen an Liquidität und Sicherheit die Anlageklasse meiden.

<sup>1</sup> Nach Kapitalanlagegesetzbuch KAGB nun als geschlossene Alternative Investmentfonds (AIF) bezeichnet

<sup>2</sup> Vgl. hierzu ausführlich: Helaba Immobilienreport: Immobilienaktien als Anlagealternative? Vom 21. Juli 2015.

### 3 Neustart nach der Krise

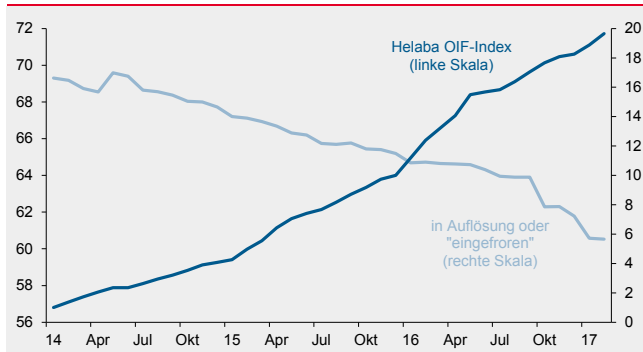
#### Massive Mittelabflüsse in der Finanzkrise

Nachdem jahrzehntlang die tägliche Rückgabe der Anteilscheine möglich war, mussten 2008 einige OIF sowie in diese investierende Dachfonds die Anteilsrücknahme aussetzen. Diese Maßnahme wurde aufgrund hoher Mittelabflüsse in der sich zuspitzenden globalen Finanzkrise erforderlich. Dabei war es zunächst nicht die Befürchtung einer schlechten Performance, die zur Schließung von Fonds führte. Vielmehr sahen sich durch die Finanzkrise vor allem institutionelle Investoren gezwungen, Liquidität zu beschaffen. Die extreme Marktsituation erschwerte den Verkauf anderer Investments oder lies diesen nur zu schlechten Konditionen zu. Dies sorgte für umfangreiche Verkaufswünsche auch bei offenen Immobilienfonds.

Nach der Schließung der ersten OIF 2008 verschlechterte sich die Lage weiter. Vor allem Fonds, die in den Boomjahren zahlreiche Immobilien zu hohen Preisen eingekauft hatten, mussten in Folge der anhaltenden Finanz- und Wirtschaftskrise Immobilienwerte in ihren Portfolios merklich abwerten. Bei einzelnen Fonds führte dies zu weiteren kräftigen Mittelabflüssen, zu teils prozentual zweistelligen Rückgängen der Anteilswerte und letztlich zur Schließung.

#### Fondaufösungen weit fortgeschritten

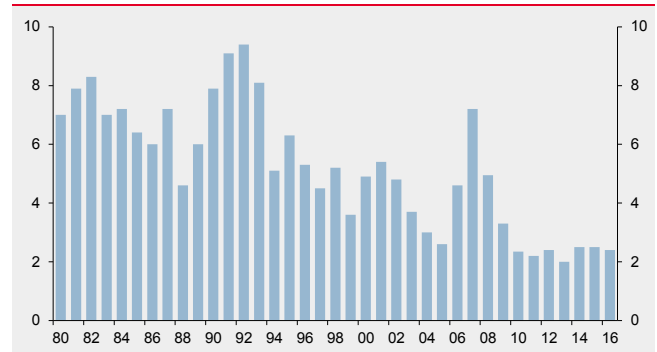
Fondsvolumen von OIF nach Status, Mrd. Euro



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Seit 2010 niedrige Performance

Jahresperformance OIF\*, %



\*bis 2003: Durchschnitt nach BVI, seit 2004: Helaba OIF-Index

Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

#### Abwicklung mehrerer Fonds

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. Die Probleme dieser Fonds betrafen allerdings nur einen Teil der Produkte dieser Anlagekategorie. Von den hohen Mittelabflüssen während der Finanzkrise waren vor allem OIF betroffen, die einen hohen Anteil institutioneller Anleger aufwiesen und bei der Liquiditätssteuerung nicht auf einen leistungsstarken Vertrieb zurückgreifen konnten. Anders war die Lage bei den Anbietern, deren OIF stärker auf Privatanleger ausgerichtet sind und sich auf einen funktionsfähigen Bankvertrieb stützen können. Dank des günstigen Marktumfeldes konnte die Abwicklung der aufzulösenden Fonds inzwischen weit vorangetrieben werden. Ende Februar 2017 waren nach Angaben des BVI in Deutschland insgesamt 87,5 Mrd. Euro in OIF investiert, von denen nur noch 6,5 % auf Fonds in Abwicklung entfielen.

#### Helaba OIF-Index

Aus den weiterhin investierbaren offenen Immobilienfonds der führenden Anbieter<sup>3</sup> haben wir den „Helaba OIF-Index“ konstruiert. Der Index bildet die gleichgewichtete Wertentwicklung von insgesamt neun Fonds von vier großen Anbietern ab, die sich nicht in Abwicklung befinden und die Anteilsrücknahme nicht ausgesetzt haben. Mit einem aktuellen Fondsvolumen von 71,7 Mrd. Euro (vgl. Chart oben links) decken sie weitgehend das für Privatanleger investierbare Universum der Fondskategorie ab.

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

## 4 OIF im veränderten Regulierungsumfeld

Gesetzliche Neuregelung:  
KAGB seit Juli 2013

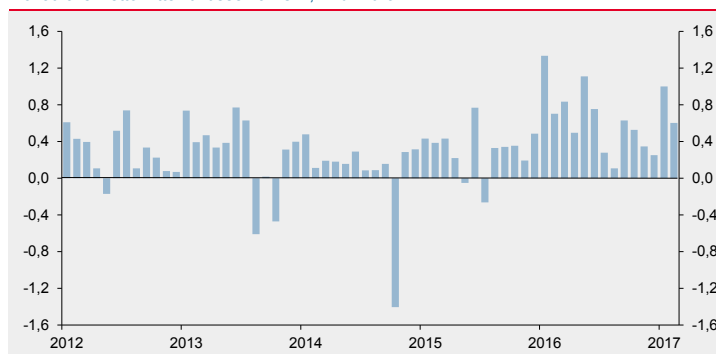
Aufgrund der Schwierigkeiten der OIF kam es Anfang 2013 zu einer gesetzlichen Neuregelung, um die grundsätzliche Konstruktionsschwäche – den Widerspruch zwischen täglicher Rückgabemöglichkeit und langfristiger Anlageform, die kurzfristig nicht liquidierbar ist – abzumildern. Durch das „Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz“ (AnsFuG) wurde für Neuanleger eine einjährige Kündigungsfrist und eine Mindesthaltedauer von zwei Jahren eingeführt. Anleger konnten allerdings im Kalenderhalbjahr weiterhin bis zu 30.000 Euro aus einem OIF abziehen. Mit der Umsetzung der europäischen Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM) in nationales Recht durch das Kapitalanlagegesetz (KAGB) wurden die Rückgabemöglichkeiten weiter eingeschränkt. Das KAGB trat am 22. Juli 2013 in Kraft.

Mindesthaltedauer und  
Kündigungsfristen

Seitdem gelten für nach diesem Stichtag erworbene Anteile an OIF grundsätzlich eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten.<sup>4</sup> Die Fondsgesellschaft kann in ihren Anlagebedingungen die Rücknahme von Anteilen „nur zu bestimmten Terminen, jedoch mindestens alle zwölf Monate“ vorsehen. Für Altanleger, die ihre Anteile an OIF vor dem Stichtag erworben haben, bleibt es bei der täglichen Rückgabemöglichkeit von Fondsanteilen. Die Mindesthalte- und Kündigungsfristen verringerten die Attraktivität des Anlagevehikels für institutionelle Anleger, die in der Vergangenheit OIF zum „Parken“ großer Geldbeträge genutzt hatten. Die Neuregelung stärkte aber die Fondskategorie als langfristig orientierte Immobilienanlage für private Anleger. Trotz dieser verbesserten Möglichkeiten der Liquiditätssteuerung kann jedoch bei künftigen Marktverwerfungen nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Fonds die Anteilsrücknahme über einen längeren Zeitraum aussetzen müssen oder sogar abgewickelt werden.

### Mehr Mittelzuflüsse als gewünscht

Monatliche Nettomittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Datastream, Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Mittelzuflüsse bei  
den großen Anbietern

Die Einführung der Mindesthalte- und Kündigungsfristen hat der Attraktivität der offenen Immobilienfonds für Privatanleger nicht geschadet. Vielmehr werden sie im anhaltenden Niedrigzinsumfeld besonders geschätzt. Nach dem Inkrafttreten des KAGB im Juli 2013 kam es nur kurzfristig zu schwächeren Mittelzuflüssen. Im letzten Jahr wurden mit 7,4 Mrd. Euro sogar die höchsten Nettomittelzuflüsse seit 2003 verbucht, in den ersten beiden Monaten 2017 alleine rund 1,6 Mrd. Euro. Die große Beliebtheit gerade der im „Helaba OIF-Index“ enthaltenen Fonds wird jedoch zunehmend zu einer Herausforderung: Eine hohe Liquidität verwässert bei Nullzinsen die Performance und geeignete Immobilienobjekte sind derzeit nur zu immer höheren Preisen zu erwerben. Daher haben bereits einige Anbieter die Mittelzuflüsse kontingentiert bzw. nehmen zumindest vorübergehend keine neuen Gelder mehr an.

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

Die nächsten regulatorischen Änderungen stehen mit der Investmentsteuerreform an.<sup>5</sup> Sie bringt für private Fondsanleger ab 1. Januar 2018 eine grundlegende Änderung der Investmentbesteuerung, von der auch Anleger in offenen Immobilienfonds betroffen sind. Während bis Ende dieses Jahres bei einem Fondsinvestment nur der Anleger besteuert wird, werden künftig auch in Deutschland aufgelegte Fonds Steuern auf bestimmte Ertragsarten abzuführen haben. Speziell für OIF betrifft dies inländische Mieterträge sowie Gewinne aus dem Verkauf von Immobilien (die bislang außerhalb einer Haltezeit von zehn Jahren steuerfrei waren). Hierauf fallen dann 15 % Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlag an. Um eine Doppelbesteuerung des Anlegers zu vermeiden, sind im Gesetz Ausgleichsmaßnahmen vorgesehen: So gibt es je nach Fondsart unterschiedliche pauschale Teilfreistellungen: Für Immobilienfonds mit überwiegend inländischen Immobilien (mindestens 51 %) werden 60 % der Erträge freigestellt, bei Investitionsschwerpunkt auf ausländische Immobilien 80 %.

Eine genaue Einschätzung dieser Neuregelung aus Sicht der Anleger von OIF ist derzeit nicht möglich, zumal die Durchführungsbestimmungen noch nicht vorliegen. Die Auswirkungen können je nach Ausrichtung und Strategie der einzelnen Fonds unterschiedlich ausfallen. Insgesamt rechnen wir aber damit, dass sich die steuerliche Belastung vieler privater Anleger von OIF tendenziell etwas erhöhen wird.

## 5 Ausblick: Mäßige Renditeerwartung

Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht niedriger Rendite bei geringem Risiko – gemessen an der Schwankungsanfälligkeit – konnten die OIF jahrzehntelang verteidigen. Dann kam es aber erstmals seit der Auflegung des ersten Fonds Ende der 50er Jahre bei einer Reihe von Fonds zu teils erheblichen Wertverlusten. In der langjährigen Betrachtung erzielen OIF aber immer noch eine solide Rendite: Der 10-Jahres-Durchschnitt nach BVI liegt aktuell bei 2,8 %, der 20-Jahres-Durchschnitt bei 3,7 %. Damit erreichen offene Immobilienfonds auf lange Sicht eine Performance deutlich unter der von Aktien und Staatsanleihen, allerdings bei einer viel geringeren Volatilität. So lag die 20-Jahres-Rendite deutscher Aktien, gemessen am Leitindex DAX, bei 6,6 % p.a., die deutscher Staatsanleihen gemessen am REX bei 4,6 % p.a. Die Einordnung der Assetklasse offene Immobilienfonds als rendite- und risikoarm ist allerdings mit zwei Einschränkungen zu versehen:

Zum einen dürfte die ausgewiesene Volatilität bei OIF aufgrund der besonderen Bewertung erheblich unter der tatsächlichen liegen. Die tägliche Preisbildung der Anteilsscheine findet nämlich im Gegensatz zu Aktien und Anleihen nicht durch Angebot und Nachfrage an einer Börse statt, sondern ergibt sich durch die mindestens einmal jährliche Bewertung aller Fondsobjekte durch unabhängige Sachverständige. Diese nur sporadische Wertfeststellung der Immobilienobjekte senkt die Volatilität deutlich. Zum anderen wird die Performance der OIF, die vom Investmentverband BVI veröffentlicht wird, zuletzt überzeichnet. Denn einige Immobilienfonds, die sich in der Abwicklung befinden, sind aus der Berechnung herausgefallen. Da diese eine meist unterdurchschnittliche Entwicklung ihrer Anteilswerte und teils sogar kräftige Verluste verzeichneten, fallen die Durchschnittswerte ohne deren Berücksichtigung besser aus (sog. „survivorship bias“).

Was können Anleger künftig von offenen Immobilienfonds erwarten? Der „Helaba OIF-Index“ weist per Ende April 2017 eine Jahresperformance von 2,4 % auf, bei einer Bandbreite der einzelnen Fonds von 1,7 % bis 3,1 %. Zwar haben sich die Immobilienmärkte, in denen diese Fonds investiert sind, längst von der Finanzkrise erholt. Dennoch scheint es in Einzelfällen weiterhin zu Abwertungen von Immobilienwerten bei problematischen Objekten zu kommen, während sich die aus vielen Zielmärkten gemeldete positive Wertentwicklung nur zögerlich in der Performance der OIF

<sup>5</sup> Gesetz zur Reform der Investmentbesteuerung (Investmentsteuerreformgesetz, InvStRefG) vom 19. Juli 2016 (BGBl. I S. 1730).

niederschlägt. Darüber hinaus drückt die kaum mehr vorhandene Verzinsung der liquiden Mittel die Gesamtertritte der Fonds. Bis Jahresende erwarten wir nur eine geringfügig bessere Performance des „Helaba OIF-Index“. Für 2018 sehen wir dann insbesondere mit Blick auf die Investmentsteuerreform sowie die schwächere Wertentwicklung in den wichtigen Auslandsmärkten Großbritannien und USA tendenziell eine leicht niedrigere Fondspersormance.

### 3 % Jahresrendite werden nicht erreicht

Jahresperformance Helaba OIF-Index, %



ab Mai 2017 eigene Prognose

Quellen: Datastream, BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

## 6 Immobilien in der Helaba Asset Allokation

Immobilien sind 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 bleibt damit ein wichtiger Grundsatz bei der Kapitalanlage und offene Immobilienfonds können hierzu einen Beitrag im Portfolio leisten.

Der Immobilienanteil im Portfolio eines Privatanlegers sollte sich je nach Marktentwicklung und Risikobereitschaft in der Regel zwischen 5 % und maximal 15 % bewegen und bevorzugt durch offene Immobilienfonds abgedeckt werden. Bei vermögenden Anlegern kommen auch geschlossene Immobilienfonds mit höheren Mindestanlagesummen in Betracht. Aktuell empfehlen wir im Rahmen unserer Asset Allokation in den fünf „Helaba-Sollportfolien“ für die Portfolios 2 bis 4 jeweils einen Immobilienanteil von einem Zehntel. Für das Portfolio 1 für sehr sicherheitsorientierte Anleger liegt unsere Empfehlung bei 5 %. Aufgrund der Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist bei OIF raten wir Anlegern mit hoher Liquiditätspräferenz, den Immobilienanteil durch Liquidität zu ersetzen.<sup>6</sup> ■

Immobilienanteil  
im Portfolio von  
Privatanlegern

<sup>6</sup> Vgl. dazu „Update Helaba-Sollportfolien“ vom 16. Dezember 2016.