

## Update: Offene Immobilienfonds im Portfolio

### AUTOR

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

### REDAKTION

Markus Reinwand, CFA

### 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 verzeichneten bis zuletzt hohe Mittelzuflüsse – eine Herausforderung für die Fonds, da es schwierig geworden ist, geeignete Investments zu finden.
- Die absehbare tiefe Rezession in vielen Ländern wird an den Immobilienmärkten nicht spurlos vorbeigehen. Die Renditeaussichten offener Fonds sind getrübt.

## 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 recht hohe Wertbeständigkeit von Immobilien wird häufig als Grund angeführt, dass Immobilien eine „sichere“ Vermögensanlage seien. Wie die Erfahrungen der letzten Finanz- und Wirtschaftskrise in vielen Ländern gezeigt haben, unterliegen diese Sachwerte teils erheblichen Preisschwankungen. Dies wird sich in der aktuellen Krise bestätigen. Sinnvoll ist hier 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 Anlagebeträge noch viel höher. Nach Angaben des Mikrozensus lebten 2018 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 dem keine Risikostreuung stattfindet.

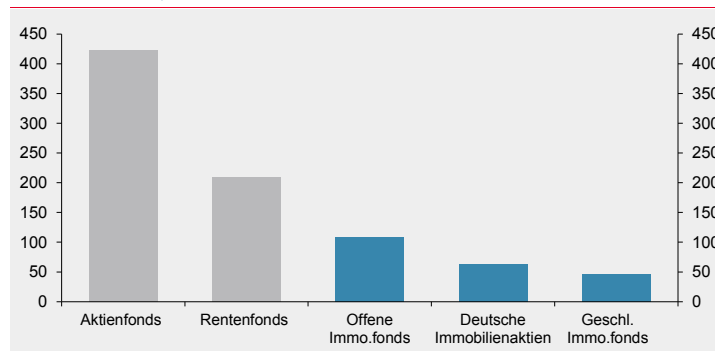
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität 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 ist oft nur schwer möglich, so dass es sich wie bei direkt gehaltenen Immobilien um eine weitgehend illiquide Vermögensanlage handelt. Im Gegensatz zu den beiden anderen indirekten Formen der Immobilienanlage ist die Bedeutung geschlossener Immobilienfonds in Deutschland mittlerweile gering.

### Bedeutung indirekter Immobilienanlagen in Deutschland

Investmentvolumen, Mrd. Euro\*



\* Publikumsfonds Stand Ende 2019, Marktkapitalisierung DAX Subsector Real Estate (Prime Standard) Ende April, anfänglich platziertes Eigenkapital geschlossener Immobilienfonds Januar 2020  
Quellen: BVI, Deutsche Börse, Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Immobilienaktien: Mehr  
Aktie als Immobilie

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 Bedeutung von Immobilienaktien am deutschen Aktienmarkt hat in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Die Marktkapitalisierung des DAX Subindex Real Estate im Prime Standard der Deutsche Börse lag Ende April bei rund 62 Mrd. Euro.

OIF meist gut  
diversifiziert

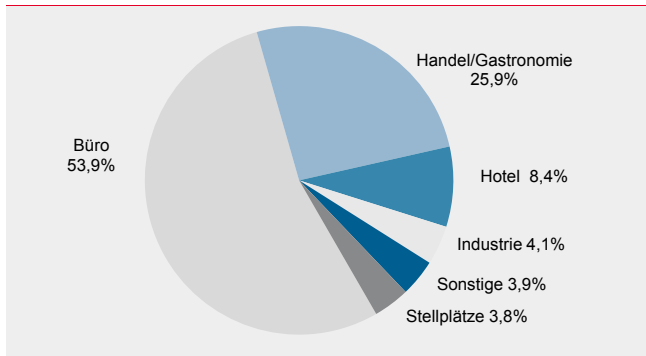
Offene Immobilienfonds (OIF) weisen im Vergleich zu geschlossenen Fonds deutlich größere Portfolios mit einer viel höheren Zahl an Einzelobjekten und damit eine breite Diversifikation z.B. nach Standorten oder Nutzungsarten auf. Mit einem Fondsvolumen von 109 Mrd. Euro sind offene Immobilienpublikumsfonds nach Anlagesumme derzeit die bedeutendste Form der indirekten Immobilienanlage in Deutschland.

Der Schwerpunkt der Immobilienobjekte der OIF liegt mit zuletzt 54 % der Verkehrswerte auf Büros. Daneben spielen vor allem Einzelhandelsimmobilien (26 %) eine größere Rolle, Hotels, Industrieimmobilien (Lager, Logistik) und Stellplätze runden die Portfolios ab. Wenig sind OIF in Wohnungen investiert (rd. 2 %) – 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 36 % in deutsche Immobilien investiert, über 50 % entfallen auf europäische Länder und fast 13,5 % der Objekte liegen außerhalb Europas (vor allem in den USA).

<sup>1</sup> Nach Kapitalanlagegesetzbuch KAGB „geschlossene Alternative Investmentfonds“ (AIF).

### Büroimmobilien dominieren

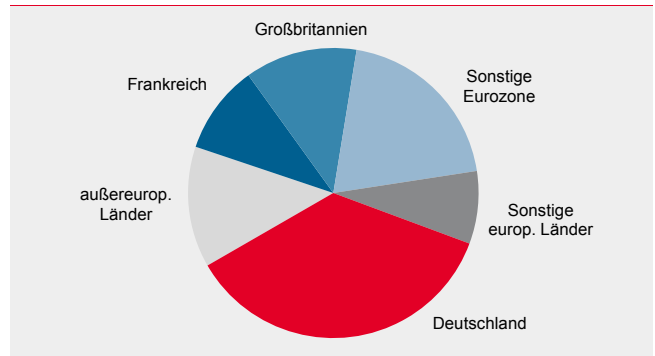
Aufteilung Nutzungsarten nach Verkehrswert, 31. Dezember 2019, %



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Schwerpunkt im europäischen Ausland

Regionale Aufteilung nach Verkehrswert, 31. Dezember 2019, %



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

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 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.

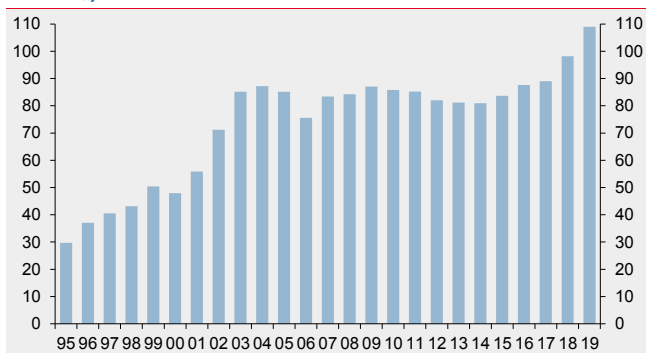
## 3 Regulierung seit der Finanzkrise

Kräftige Mittelabflüsse in der Finanzkrise

Nachdem jahrzehntelang die tägliche Rückgabe der Anteilsscheine möglich war, mussten 2008 einige OIF die Anteilsrücknahme aussetzen. Dies wurde aufgrund hoher Mittelabflüsse in der globalen Finanzkrise erforderlich. Dabei war es zunächst nicht eine schlechte 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 verschlechterte sich die Lage weiter. Vor allem Fonds, die in den Boomjahren zahlreiche Immobilien zu hohen Preisen eingekauft hatten, mussten Immobilienwerte in ihren Portfolios abwerten. Bei einzelnen Fonds führte dies zu weiteren kräftigen Mittelabflüssen und zu teils prozentual zweistelligen Rückgängen der Anteilswerte.

### Fondsvermögen von OIF erreicht neuen Höchststand

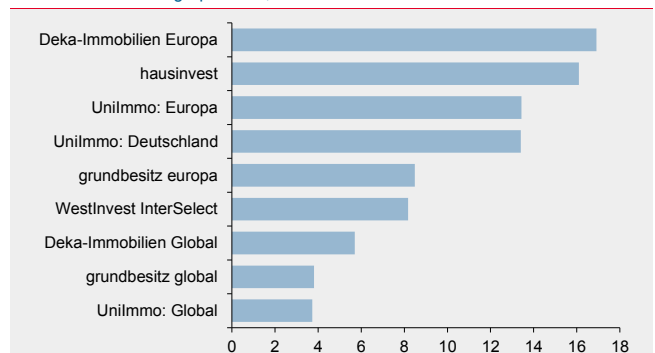
Mrd. Euro, jeweils Jahresende



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Helaba OIF-Index: Neun Immobilienpublikumsfonds

Fondsvolumen Anfang April 2020, Mrd. Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

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 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 OIF, die stärker auf Privatanleger ausgerichtet sind und sich auf einen funktionsfähigen Bankvertrieb stützen konnten.

Helaba OIF-Index

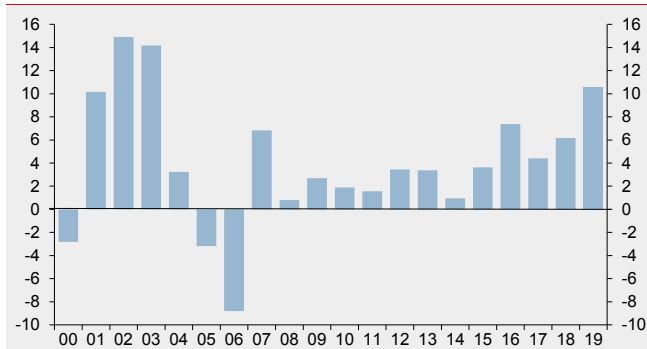
Aus den OIF der führenden Anbieter<sup>2</sup>, die auch während und nach der Finanzkrise investierbar waren, haben wir den „Helaba OIF-Index“ konstruiert. Der Index bildet die gleichgewichtete Wertentwicklung von neun Fonds ab. Mit einem aktuellen Fondsvolumen von fast 90 Mrd. Euro (vgl. Chart S. 3) decken sie weitgehend das für Privatanleger investierbare Universum der Fondskategorie ab.

Mindesthaltedauer und Kündigungsfristen

Um die grundsätzliche Konstruktionsschwäche der OIF – tägliche Rückgabemöglichkeit und langfristige Anlageform, die kurzfristig nicht liquidierbar ist – zu mildern, kam es 2013 zu einer gesetzlichen Neuregelung: Für Neuanleger wurde eine einjährige Kündigungsfrist und eine Mindesthaltedauer von zwei Jahren eingeführt. Anleger konnten zunächst im Kalenderhalbjahr noch bis zu 30.000 Euro aus einem OIF abziehen. Mit dem Kapitalanlagegesetz (KAGB) wurde die Rückgabe weiter eingeschränkt. Für nach dem Stichtag 22. Juli 2013 erworbene Anteile gilt seitdem grundsätzlich eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten.<sup>3</sup> Die Fondsgesellschaft kann 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. 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 aber die Fondskategorie als langfristig orientierte Immobilienanlage für private Anleger. Trotz der dadurch verbesserten Liquiditätssteuerung kann jedoch bei künftigen Marktverwerfungen nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Fonds die Anteilrücknahme vorübergehend aussetzen müssen.

Bei Anlegern sehr beliebt

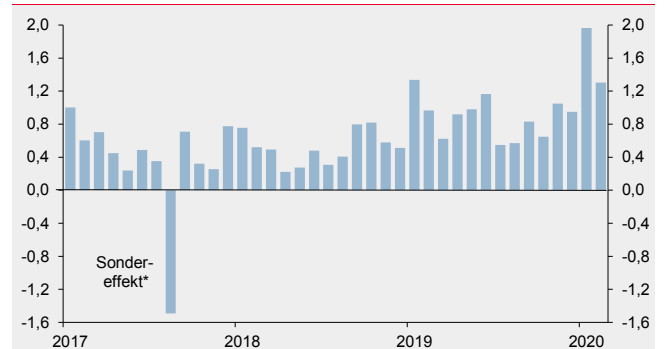
Jährliche Nettomittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Mehr Mittelzuflüsse als gewünscht

Monatliche Nettomittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



\*aufzulösender Fonds fällt aus der Statistik heraus

Quellen: Datastream, Deutsche Bundesbank, Helaba Volkswirtschaft/Research

Hohe Mittelzuflüsse bei den großen Anbietern

Mindesthalte- und Kündigungsfristen haben der Attraktivität der OIF nicht geschadet. Nach niedrigen Zuflüssen 2014 sind die Absatzzahlen im Trend deutlich gestiegen. Mit 10,6 Mrd. Euro wurden 2019 die höchsten Nettomittelzuflüsse seit 2003 erreicht – erheblich mehr als der langjährige Durchschnitt von rund 4 Mrd. Euro. Allein in den ersten zwei Monaten 2020 kamen nochmals 3,3 Mrd. Euro hinzu. Die Beliebtheit gerade der im „Helaba OIF-Index“ enthaltenden Fonds ist jedoch zugleich eine Herausforderung für das Management: Denn eine hohe Liquidität verwässert bei Negativzinsen die Performance und geeignete Immobilienobjekte waren zuletzt nur zu stark erhöhten Preisen zu erwerben. Daher haben einige Anbieter die Mittelzuflüsse kontingentiert.

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

<sup>3</sup> § 255 KAGB: Sonderregeln für die Ausgabe und Rücknahme von Anteilen bei offenen inländischen Publikums-AIF, speziell Immobilien-Sondervermögen.

## 4 Rendite-Risiko-Profil offener Immobilienfonds

Attraktives Rendite-  
Risiko-Profil

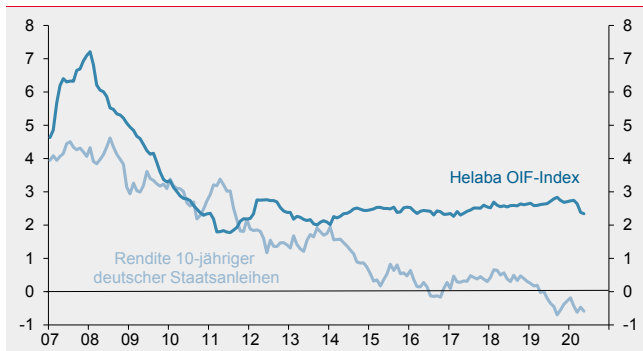
Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht niedriger Rendite bei geringem Risiko – gemessen an der Schwankungsanfälligkeit – konnten die OIF jahrzehntelang verteidigen. Dann kam es aber erstmals seit der Auflegung des ersten Fonds Ende der 50er Jahre bei einigen Fonds zu teils erheblichen Wertverlusten. In der langjährigen Betrachtung erzielen OIF aber immer noch eine solide Rendite: Der 10-Jahres-Durchschnitt laut Investmentverband BVI liegt per Ende März 2020 bei 2,4 %, der 20-Jahres-Durchschnitt bei 3,3 %. Damit erreichen offene Immobilienfonds auf längere Sicht eine Performance unter der von Bundesanleihen, allerdings bei geringerer Volatilität. Die 20-Jahres-Rendite deutscher Staatsanleihen, gemessen am REX, liegt bei 4,0 % p.a., die deutscher Aktien, gemessen am Leitindex DAX, bei nur 1,3 % p.a. – wobei dieser Wert durch den jüngsten Crash am Aktienmarkt kurzfristig nach unten verzerrt ist.

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

- Die ausgewiesene Volatilität bei OIF dürfte 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 Immobilienobjekte in den Fonds durch unabhängige Sachverständige. Diese nur sporadische Wertfeststellung senkt die Volatilität deutlich.
- Auch war die Performance der OIF, die vom BVI veröffentlicht wird, einige Jahre lang überzeichnet. Denn einige Immobilienfonds in Abwicklung, die teils sogar 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.

### Seit Jahren kaum Bewegung bei der Performance

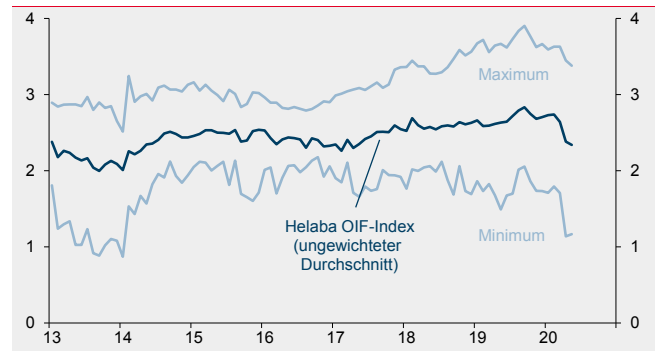
Jahresperformance Helaba OIF Index und Rendite 10j. Bunds, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Größere Bandbreite zwischen Einzelfonds

Jahresperformance OIF-Index und Extremwerte der Einzelfonds, %



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

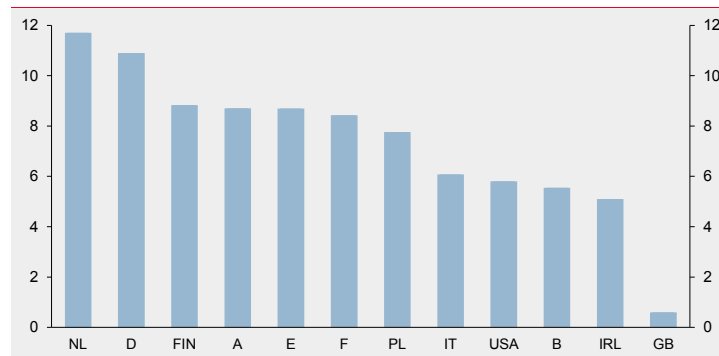
## 5 Renditeaussichten getrübt

Überschaubare  
Fondsrenditen

Der „Helaba OIF-Index“ weist per Ende April 2020 eine Jahresperformance von 2,3 % auf, bei einer Bandbreite der einzelnen Fonds von 1,2 % bis 3,4 %. Die Jahresperformance des Index bewegt sich seit etwa fünf Jahren in einer engen Bandbreite von 2,3 % bis 2,8 % und scheint diese nun nach unten zu verlassen. Im Vergleich zur Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, die seit Mai 2019 im negativen Bereich notiert, dürfte dies ausreichen, die relative Attraktivität der Assetklasse zu gewährleisten. Allerdings sind die Renditeaussichten angesichts der tiefen Rezession in allen wichtigen Investitionsländern der offenen Fonds für die nächsten Quartale getrübt.

## Gesamtrenditen in den wichtigsten Investitionsländern

Gesamtrendite direkt gehaltener Immobilien\* 2019, %



\*um Fremdkapital bereinigt und ohne steuerliche Effekte

Quellen: MSCI Real Estate, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Mehrere Gründe für spärliche Renditen

Zusätzlich drückt die fehlende Verzinsung der liquiden Mittel, die sich im Durchschnitt der im Helaba OIF-Index enthaltenen Fonds Ende 2019 auf ein Fünftel der Fondsvolumina beliefen, die Gesamtrenditen. Ohne Berücksichtigung der Liquidität und der Fondskosten dürfte die reine Immobilienrendite im Durchschnitt der OIF in den letzten Jahren um 4 % gelegen haben. Dies erscheint angesichts der bis zuletzt aus vielen Immobilienmärkten gemeldeten Miet- und Wertsteigerungen niedrig. Im vergangenen Jahr erreichten die von den Indizes von MSCI Real Estate erfassten Immobilien institutioneller Anleger für wichtige Investitionsländer der deutschen OIF teils erheblich höhere Gesamtrenditen (z.B. Niederlande fast 12 %, Deutschland rund 11 %). Dagegen sind die Immobilienwerte im bedeutenden Zielmarkt Großbritannien brexit-bedingt 2019 sogar gesunken.

In einem breit diversifizierten Portfolio kommt es immer wieder zu Auf- und Abwertungen einzelner Immobilienwerte. Nach der Finanz- und Wirtschaftskrise hatten sich alle namhaften Immobilienmärkte erholt und profitierten dank der guten konjunkturellen Entwicklung von steigenden Mieten. Gleichzeitig hat im Zusammenhang mit negativen Zinsen die Investmentnachfrage nach Immobilien zugenommen, was sich positiv in den Immobilienwerten ausgewirkt hat. Offensichtlich hat sich dies jedoch nur unvollständig in der Fondsperformance niedergeschlagen. Dies könnte damit zusammenhängen, dass durch die Sachverständigenbewertung marktgerechte Aufwertungen von Immobilienobjekten nur teilweise oder verzögert realisiert wurden. Solche Bewertungsreserven könnten nun in der absehbaren Schwächephase genutzt werden, um die Performance zu stabilisieren.

Generell gehen wir davon aus, dass in der aktuellen Wirtschaftskrise vor allem Hotel- und Einzelhandelsimmobilien (mit Ausnahme des Lebensmitteleinzelhandels) unter Druck kommen. Auch die in den meisten Fondsportfolios dominierenden Büroimmobilien könnten zumindest vorübergehend von Mietrückgängen und Wertminderungen betroffen sein, während Logistikimmobilien teilweise sogar profitieren. Die vermutlich recht stabilen Wohnimmobilien spielen dagegen in den meisten Portfolios nur eine untergeordnete Rolle (vgl. S. 2).<sup>4</sup>

Alles in allem rechnen wir damit, dass sich die erwartete schwächere Marktentwicklung im Zuge der Gutachterbewertung erst zeitverzögert in der Fondsperformance niederschlägt. Diese dürfte bis Jahresende im Durchschnitt unter 2 % sinken und sich erst im Verlauf des kommenden Jahres wieder verbessern.

<sup>4</sup> Zu den einzelnen Immobiliensegmenten siehe Immobilienreport [„Corona-Krise: Mögliche Auswirkungen auf die Immobilienwirtschaft“](#) vom 31. März 2020

## 6 Immobilien in der Helaba Asset Allokation

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 gerade in schwierigeren Zeiten an den Finanzmärkten ein wichtiger Grundsatz bei der Kapitalanlage und offene Immobilienfonds können hierzu einen Beitrag im Portfolio leisten.

Immobilienanteil  
im Portfolio von  
Privatanlegern

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 mit höheren Mindestanlagesummen in Betracht. Im Rahmen unserer strategischen Asset Allokation empfehlen wir in den „Helaba-Sollportfolien“ derzeit einen Immobilienanteil von einem Zehntel. Für das Portfolio von sehr sicherheitsorientierten Anlegern empfehlen wir 5 %. Aufgrund der Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist bei OIF raten wir Anlegern mit hoher Liquiditätspräferenz, den Immobilienanteil durch Liquidität zu ersetzen.<sup>5</sup> ■

---

<sup>5</sup> Vgl. „Hausmeinung“ vom 30. April 2020, S. 2.