

Update: Offene Immobilienfonds im Portfolio

AUTOR

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

REDAKTION

Dr. Stefan Mütze

HERAUSGEBER

Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Head of Research
& Advisory

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 Corona-bedingte Rezession ist an den Immobilienmärkten nicht spurlos vorbeigegangen. Die Renditeaussichten offener Fonds bleiben zunächst 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 Finanz- und Wirtschaftskrise in vielen Ländern aber 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 Anlagesummen 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.

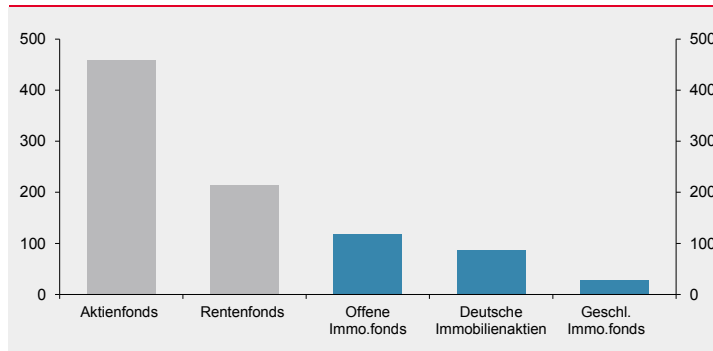
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität 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 Mindestanlage
erforderlich

Auch geschlossene Immobilienfonds¹ 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 und geschlossene Immobilieninvestmentfonds Stand Ende 2020, Markt kapitalisierung DAX Subsector Real Estate (Prime Standard) Stand 5. Mai 2021
Quellen: BVI, Deutsche Börse, Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

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 Markt kapitalisierung des DAX Subindex Real Estate im Prime Standard der Deutsche Börse lag Anfang Mai bei rund 86 Mrd. Euro.

OIF meist gut
diversifiziert

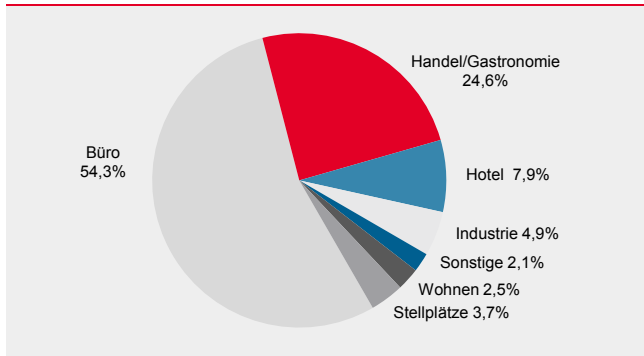
Offene Immobilienfonds (OIF) weisen im Vergleich zu geschlossenen Fonds deutlich größere Portfolios mit einer viel höheren Zahl an Einzelobjekten und damit eine breite Diversifikation z.B. nach Standorten oder Nutzungsarten auf. Mit einem Fondsvolumen von 117 Mrd. Euro sind offene Immobilienpublikumsfonds 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 (25 %) eine größere Rolle, Hotels, Industrieimmobilien (Lager, Logistik) und Stellplätze runden die Portfolios ab. Wenig sind OIF in Wohnungen investiert (2,5 %) – 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 36,6 % in deutsche Immobilien investiert, über 51 % entfallen auf europäische Länder und rund 12 % der Objekte liegen außerhalb Europas (vor allem in den USA).

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

Büroimmobilien dominieren

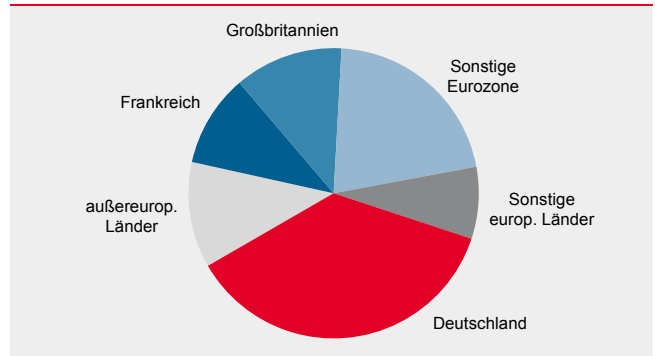
Aufteilung Nutzungsarten nach Verkehrswert, 31. Dezember 2020, %



Quellen: BVI, Helaba Research & Advisory

Schwerpunkt im europäischen Ausland

Regionale Aufteilung nach Verkehrswert, 31. Dezember 2020, %



Quellen: BVI, Helaba Research & Advisory

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.

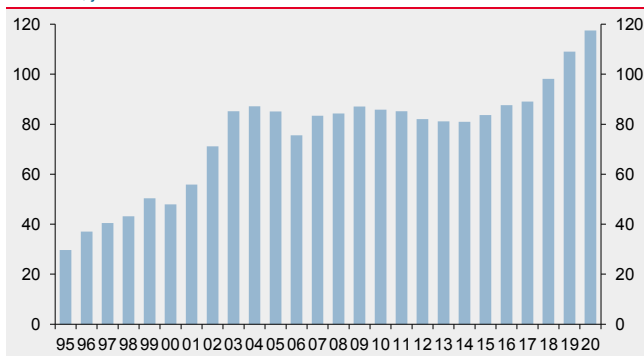
3 Regulierung seit der Finanzkrise

Kräftige Mittelabflüsse in der Finanzkrise

Nachdem jahrzehntelang die tägliche Rückgabe der Anteilsscheine möglich war, mussten 2008 einige OIF die Anteilsrücknahme aussetzen. Durch die Finanzkrise sahen sich vor allem institutionelle Investoren gezwungen, Liquidität zu beschaffen. Dies sorgte für umfangreiche Verkaufswünsche auch bei offenen Immobilienfonds, die zur Schließung einiger OIF führten. 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 teils deutlichen Rückgängen der Anteilswerte.

Fondsvermögen von OIF erreicht neuen Höchststand

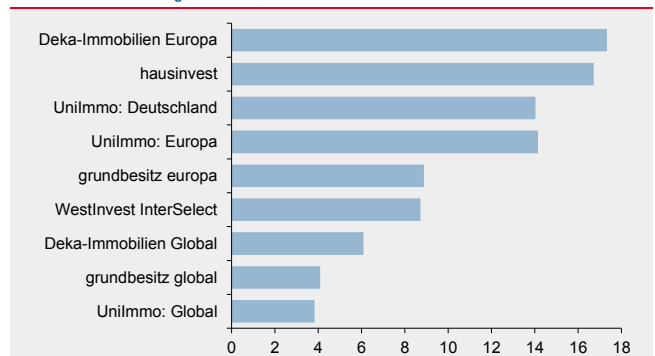
Mrd. Euro, jeweils Jahresende



Quellen: BVI, Helaba Research & Advisory

Helaba OIF-Index: Neun Immobilienpublikumsfonds

Fondsvolumen Anfang Mai 2021, Mrd. Euro



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

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

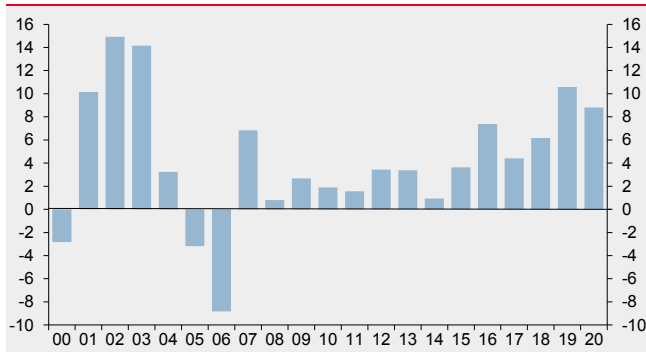
Aus den OIF der führenden Anbieter², die auch nach der Finanzkrise investierbar waren, haben wir den „Helaba OIF-Index“ konstruiert. Der Index bildet die gleichgewichtete Wertentwicklung von neun Fonds ab. Mit einem aktuellen Fondsvolumen von fast 94 Mrd. Euro (vgl. Chart S. 3) decken sie weitgehend 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 zu einer gesetzlichen Neuregelung. Nach dem Kapitalanlagegesetz (KAGB) gilt für nach dem 22. Juli 2013 erworbene Anteile eine Mindesthaltedauer von 24 Monaten und eine Kündigungsfrist von 12 Monaten.³ Als Sonderregel kann die Fondsgesellschaft die Rücknahme von Anteilen „nur zu bestimmten Terminen, jedoch mindestens alle zwölf Monate“ vorsehen. Für Altanleger, die ihre Anteile 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 die Fondskategorie aber als langfristig orientierte Immobilienanlage für private Anleger. Trotz der dadurch verbesserten Liquiditätssteuerung kann jedoch bei künftigen Marktverwerfungen nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne Fonds die Anteilsrücknahme vorübergehend aussetzen müssen.

Bei Anlegern weiterhin sehr beliebt

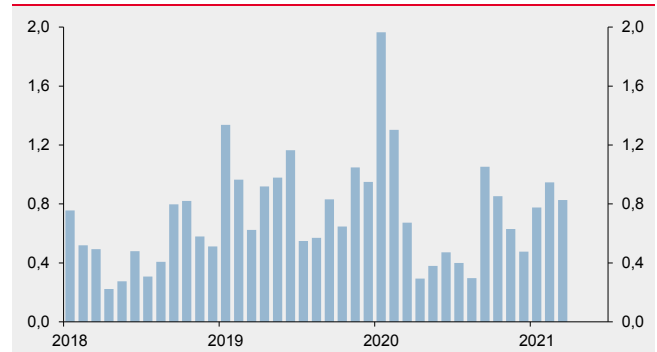
Jährliche Nettomittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

Mehr Mittelzuflüsse als gewünscht

Monatliche Nettomittelzuflüsse von OIF, Mrd. Euro



Quellen: Deutsche Bundesbank, Helaba Research & Advisory

Robuste Mittelzuflüsse
bei den großen Anbietern

Nach niedrigen Zuflüssen 2014 als Reaktion auf die gesetzliche Neuregelung sind die Absatzzahlen im Trend wieder deutlich gestiegen. Mit 10,6 Mrd. Euro wurden 2019 die höchsten Nettomittelzuflüsse seit 2003 erreicht – erheblich mehr als der langjährige Durchschnitt von gut 4 Mrd. Euro. Im vergangenen Jahr wurde trotz einiger Corona-bedingt schwächerer Monate mit 8,8 Mrd. Euro ebenfalls ein hoher Absatz verzeichnet. Im ersten Quartal 2021 lagen die Nettomittelzuflüsse mit rund 2,5 Mrd. Euro weiter auf hohem Niveau, allerdings 35 % unter dem Vorjahreszeitraum. Die Beliebtheit der offenen Fonds ist jedoch eine Herausforderung für das Management: Denn eine hohe Liquidität verwässert bei Negativzinsen die Performance und geeignete Immobilienobjekte sind teilweise nur zu hohen Preisen zu erwerben.

4 Rendite-Risiko-Profil offener Immobilienfonds

Attraktives Rendite-
Risiko-Profil

Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht niedriger Rendite bei geringem Risiko – gemessen an der Schwankunganfälligkeit – 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-Jahresdurchschnitt laut Investmentverband BVI liegt per Ende April 2021 bei 2,8 %, der 20-

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

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

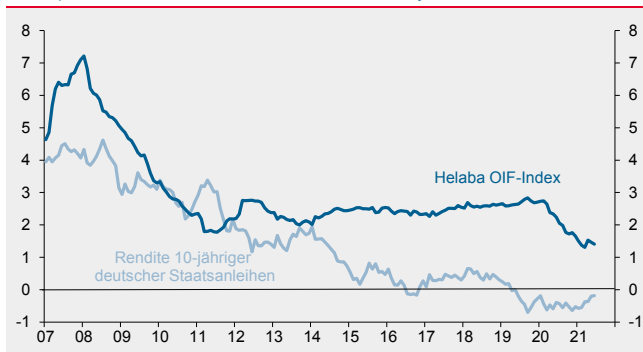
Jahresdurchschnitt bei 3,2 %. Damit erreichten offene Immobilienfonds langfristig eine Performance unter der von Rentenfonds, allerdings bei geringerer Volatilität. Die 20-Jahres-Rendite von Euro-Rentenfonds (Langläufer) liegt nach Berechnungen des BVI bei 3,7 % p.a., die von Aktienfonds mit Schwerpunkt Euro-Länder bei 2,7 % p.a.

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 Anteilsscheine findet 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.
- Die Performance der OIF, die vom BVI veröffentlicht wird, war 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.

Corona-bedingt niedrigere Performance

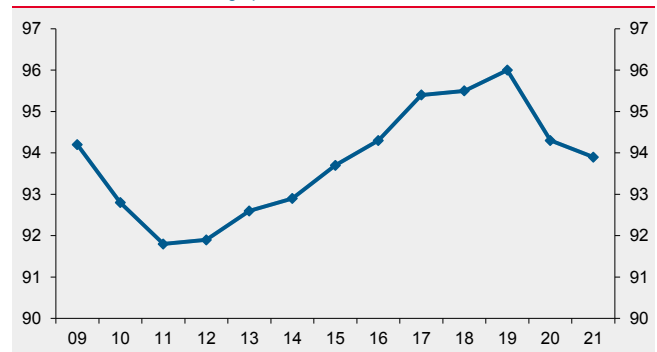
Jahresperformance Helaba OIF Index und Rendite 10j. Bunds, %



Quellen: Refinitiv, Helaba Research & Advisory

Sinkende Vermietungsquoten belasten

Durchschnittliche Vermietungsquote* von OIF, %



*Stand jeweils Jahresende, 2021: Ende April

Quellen: Scope Analysis, Helaba Research & Advisory

5 Renditeaussichten getrübt

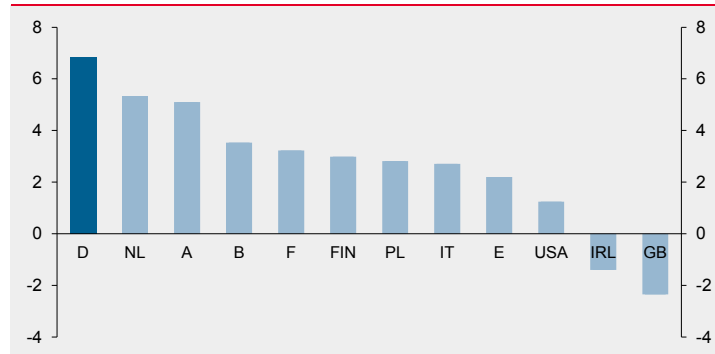
Überschaubare
Fondsrenditen

Der „Helaba OIF-Index“ weist per Ende Mai 2021 eine Jahresperformance von nur noch 1,4 % auf, während vor der Coronakrise noch 2,7 % erzielt wurden. Zuvor bewegte sich die Jahresperformance des Index etwa fünf Jahre lang in einer engen Bandbreite von 2,3 % bis 2,8 %. Gegenüber dem Vorjahr liegt nur einer der Fonds mit 1,5 % im Minus, während sich die anderen zwischen plus 1,3 % und 2,3 % bewegen. Im Vergleich zur Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen, die sich infolge gestiegener Inflationserwartungen zuletzt der Nulllinie angenähert hat, büßte die Fondskategorie zuletzt an relativer Attraktivität ein. So ist der Spread zu den OIF mit etwa 150 Basispunkten so gering wie seit 2015 nicht mehr.

Im vergangenen Jahr erreichten die von den Indizes von MSCI Real Estate erfassten Immobilien institutioneller Anleger für wichtige Investitionsländer der deutschen OIF deutlich niedrigere Gesamrenditen als im Vorjahr. Von den wichtigsten Investitionsländern erreichte Deutschland nach Angaben von MSCI Real Estate 2020 mit 6,8 % die höchste Gesamrendite. Dagegen schnitt der zweitwichtigste Markt Großbritannien aufgrund der Doppelbelastung von Pandemie und Brexit mit -2,4 % am schwächsten ab. Die Nr. 3 Frankreich lag 2020 mit 3,2 % etwa im Mittelfeld. Deutlich bessere Ergebnisse waren auch mit niederländischen und österreichischen Objekten zu erzielen.

Gesamtrenditen in den wichtigsten Investitionsländern

Gesamtrendite direkt gehaltener Immobilien* 2020, %



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

Die Renditeaussichten bleiben auch nach Überwindung der tiefen Rezession in allen wichtigen Investitionsländern der offenen Fonds zunächst getrübt. Denn üblicherweise reagieren Immobilienmärkte verzögert auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, so dass bei den besonders betroffenen Segmenten wie Teilen des Einzelhandels und Hotels mit weiteren Abwertungen zu rechnen ist. Auch die in den meisten Fondsportfolios dominierenden Büroimmobilien könnten von Mietrückgängen und Wertminderungen betroffen sein, während Logistikimmobilien sogar profitieren. Dagegen spielen die recht stabilen Wohnimmobilien in den meisten Portfolios nur eine untergeordnete Rolle.

In einem breit diversifizierten Portfolio kommt es immer wieder zu Auf- und Abwertungen einzelner Immobilienwerte. Seit der Finanz- und Wirtschaftskrise hatten sich alle namhaften Immobilienmärkte erholt und profitierten von steigenden Mieten und Kapitalwerten. Gleichzeitig hatte im Zusammenhang mit den negativen Zinsen die Investmentnachfrage nach Immobilien zugenommen, was sich positiv in den Immobilienwerten niederschlug. Dies wirkte sich aber nur unvollständig in der Performance der Fonds aus – vermutlich, da durch die Sachverständigenbewertung marktgerechte Aufwertungen von Immobilienobjekten nur teilweise oder verzögert realisiert wurden. Solche Bewertungsreserven könnten nun in der aktuellen Schwächephase genutzt werden, um die Performance zu stabilisieren. Alles in allem dürften aber die Fondsrenditen im Durchschnitt noch bis ins nächste Jahr hinein deutlich unter 2 % zurückbleiben und sich erst im Verlauf von 2022 wieder verbessern.

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. 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 Portfolio von sehr sicherheitsorientierten Anlegern sollte der Immobilienanteil aufgrund der Mindesthaltedauer und Kündigungsfrist der OIF zugunsten höherer Liquidität geringer ausfallen. ■

Immobilienanteil
im Portfolio von
Privatanlegern