



Eine Assetklasse, viele Möglichkeiten. Es gibt zahlreiche Wege, in Immobilien zu investieren.

# Der Schlüssel zur Rendite?

Der Immobilienmarkt ist komplex und vielfältig – und befindet sich im Umbruch. Nicht nur wegen der immer wiederkehrenden Frage nach einer Immobilienblase in Deutschlands Großstädten, sondern auch wegen der Folgen der Corona-Pandemie für Büro- und Gewerbeimmobilien. Was es Stiftungen unterschiedlicher Größe erlaubt, sich zu engagieren. **Von Stefan Dworschak**

**D**iversifikation und der Fokus auf Sachwerte im Stiftungsportfolio beschreiben die Entwicklung in der Kapitalanlage der vergangenen Jahre. Auch Immobilieninvestments sind eine Möglichkeit, auf die Zinslage zu reagieren. „Immobilien bringen eine gewisse Ruhe ins Portfolio. Sie haben eine geringe Korrelation zu anderen Anlageklassen, eine hohe Wertbeständigkeit“, sagt Till Keulen von BNP Paribas Wealth Management. Das gilt unterm Strich auch in der Coronakrise. Sie hat, wie auch in anderen Assetklassen, für eine starke Ausdifferenzierung gesorgt, doch die Nachfrage nach Immobilien ist insgesamt ungebrochen. Während die Bereiche Büro, Hotel und Einzelhandel sich schlagartig neuen Unwägbarkeiten ausgesetzt sehen, steigen die Preise bei den Wohnimmobilien weiter – im dritten Quartal 2020 um 7,8 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal, so das Statistische Bundesamt.

Das so ungewöhnliche Jahr 2020 zeigt, wie komplex auch die Investition in eine recht vertraute Assetklasse ist. Auf der Habenseite steht Stiftungsentscheidern eine Vielzahl an Werkzeugen zur Verfü-

gung, die eine Anlage im Immobiliensegment ermöglichen: vom eigenen Gebäude über geschlossene oder offene Fonds bis hin zu Real Estate Investment Trusts (Reits) oder auch Wertpapiere von Immobilienunternehmen. Welche Variante sich für eine Stiftung eignet, hängt wesentlich vom Anlagevolumen und den verfügbaren Kompetenzen ab. Diese Faktoren entscheiden darüber, welche Produktarten möglich, stemmbar und mit Blick auf eine ausreichende Diversifikation vertretbar sind. Grundsätzlich sind Stiftungen dem Thema zugetan. „Wir merken, dass erhöhte Nachfrage nach Immobilien da ist“, sagt Keulen und verweist auf die Gesamtlage: „In der Niedrigzinslage sind sie für institutionelle Anleger eine Alternative oder Ergänzung zu Anleihen.“

Dabei denken viele weniger an Produkte, sondern eher an konkrete Gebäude. „Das sprichwörtliche Betongold ist für Stiftungen nach wie vor besonders reizvoll“, sagt York Asche von der Bethmann Bank. „Das hat sicherlich auch emotionale Gründe. Man sieht, was man besitzt, und kann es gestalten.“ Wer Wohnungen oder Gebäude besitzt,



© abf – stock.adobe.com

braucht allerdings Know-how und Branchenkompetenz. Hier ist die gesamte Bewirtschaftung zu erledigen, von Mietermanagement über Instandhaltung bis zu Rücklagenbildung – und natürlich die grundsätzliche Auswahl, so die Immobilie nicht per Zustiftung ihren Weg ins Portfolio findet.

### Kredithebel für mehr Wirkung

Im Gegenzug bietet das eigene Gebäude allerdings auch den größten Gestaltungsspielraum – und den größten Hebel: Denn Stiftungen können wie andere Investoren auf Kredite zurückgreifen. „Eine Stiftung darf durchaus Darlehen aufnehmen, um ihre wirtschaftliche Basis zu verbreitern“, sagt Asche. „Etwa wenn sie ein Zinshaus mit mehreren Einheiten kaufen möchte und dieses nicht aus eigenen freien Mitteln bezahlen kann.“ Wie immer ist ein Blick in die Satzung wichtig: „Dort wird das Thema Kredite ganz unterschiedlich beschrieben. Doch im Grundsatz ist erlaubt, was nicht explizit verboten ist. Das ist eine interne Entscheidung. Die Stiftungsaufsicht – daran muss zuweilen erinnert werden – ist eine Rechtsaufsicht, keine Fachaufsicht.“ Ob sich im Fall ausreichender Geldmittel dennoch ein Kredit lohnt, hängt von der erwartbaren Rendite ab. „Stiftungen können als gemeinnützige und demzufolge steuerbegünstigte Einrichtungen ja keine Zinsen von der Steuer absetzen, daher empfiehlt sich Kreditfinanzierung nur dann, wenn die Fremdkapitalkosten so niedrig sind, dass die Stiftung mit der oder den Immobilien deutlich mehr verdient.“ Immer vorausgesetzt allerdings: Diversifikation. Eine einzelne Wohnung zu kaufen, ist aus Asches Sicht ein großes Klumpenrisiko. Je weniger Vielfalt, desto härter

schlägt ein möglicher Mietausfall schließlich ins Kontor.

Mehr Streuung als die eigene Immobilie kann pro Euro ein geschlossener Fonds bringen, der direkt in Immobilien oder Anlagen investiert. Einer der Vorzüge geschlossener Beteiligungen ist eine große thematische Vielfalt, die der Markt anbietet. So haben Investoren etwa die Möglichkeit, sich an Sozialimmobilien oder auch Anlagen im Bereich regenerativer Energien zu beteiligen. „Allerdings ist nicht überall die Expertise vorhanden, um geschlossene Fonds zu kaufen“, sagt Till Keulen. Auch die zu investierenden Mittel sind hier für viele Stiftungen in Deutschland schwer erreichbar. Für den Einstieg werden, je nach Produkt, meist fünf- bis sechstellige Beträge fällig. Das Geld ist dann für längere Zeit gebunden, wie Asche betont: „Investoren sind bei geschlossenen Fonds in der Regel Kommanditisten, die Veräußerbarkeit ist stark eingeschränkt, und es kann Nachschusspflicht bestehen.“ Mit geschlossenen Fonds geht man wie bei eigenen Immobilien ein Stück weit unternehmerisches Risiko ein.

Niedriger können die Hürden und auch die Risiken beim offenen Immobilienfonds liegen. Auch hier verpflichten sich Anleger zu einer Mindesthaltungsdauer gegenüber dem Emittenten – allerdings lediglich von zwei Jahren in Verbindung mit einer Rückgabefrist von zwölf Monaten. „Viele offene Fonds sind inzwischen börsengehandelt und können so auch innerhalb der Haltefrist verkauft werden, allerdings ist dann ein zum Teil deutlicher Abschlag zu erwarten“, sagt Keulen. Diese Begrenzung ist eine Reaktion der Anbieter auf Fluchtreaktionen von Anlegern, wie sie in der Vergangenheit statt- ➔

**70 Prozent teurer**  
Amtliche Daten zur Preisentwicklung von Gewerbeimmobilien gibt es laut Bundesbank nicht. Verschiedene private Dienstleister stellen aber Daten zur Verfügung: Laut Angaben der Bulwiengesa AG sind die Preise für Gewerbeimmobilien in 127 erfassten Städten seit 2010 um durchschnittlich 70 Prozent gestiegen.

gefunden haben. „Wenn plötzlich viele Anleger mit ihren Anteilen aus einem Fonds aussteigen wollen, muss das Fondsmanagement Gebäude verkaufen – mitunter unter Verlusten.“ Das gefährdete die Existenz der Fonds – und so mancher Anleger kann sich noch an liquidierte Produkte erinnern, weil zu viele Anleger durch die vielzitierte selbe Tür drängten.

Große offene Immobilienfonds erreichen längst Milliardenvolumen, ihre Wertentwicklung ist zum Teil minütlich zu beobachten. Durch die Diversifikation über Branchen, Städte und zum Teil Länder hinweg lösen auch Krisen keine gesteigerte Volatilität aus, die mit liquiden Assets wie Aktien oder Anleihen zu vergleichen wären. „Große Fonds betrei-

beobachtet angesichts der Platzproblematik in den Städten und der Preisentwicklung eine Verschiebung in die Randlagen. „Wir sehen sehr hohen Nachholbedarf in den Speckgürteln der Metropolen, auch in Kreisstädten, die sonst B- und C-Lagen sind. Denn in Großstädten finden Interessenten häufig kein adäquates Angebot mehr.“ Grundsätzlich werde die Standortfrage wichtiger: „Kein Zyklus hält unendlich. Wir werden mit Sicherheit ein deutliches Abflachen in dem Zyklus bekommen. Wir glauben nicht, dass die Preissteigerungen etwa in München im Jahr 2020 und Anfang 2021 mit dieser Rate weitergehen. Es wird einen gewissen Deckel geben und in bestimmten Stadtteilen auch zu Preisrückgängen kommen.“

### Zeichen der Zeit

Noch Zukunftsmusik, aber doch eine Vision im Immobilienbereich ist die sogenannte Tokenisierung. Darunter wird die digitale Aufteilung etwa von Gebäuden verstanden, die es erlauben soll, auch Anteile von Direktimmobilien möglichst liquide zu handeln – analog zu einer Aktie eines Unternehmens. Wie beim Beispiel Wertpapierbesitz gehört dem Tokeninhaber ein bestimmter Anteil am Objekt.

## „Bei tiefgreifenden Veränderungen sind auch anfangs bonitätsstarke Mieter nicht vor Problemen gefeit.“

Mirjam Raschka, Fidelity

ben auch Kurspflege, um Effekte abzumildern“, sagt Keulen. Allerdings zeigt ein Blick auf den Verlauf, dass die Abschreibungen der Gebäude nach und nach greifen. Der Kurs beschreibt damit eine leichte Abwärtsbewegung, die durch die Ausschüttungen aber mehr als ausgeglichen werden sollte.

Die beste Handelbarkeit erreichen die Aktien börsennotierter Immobilienunternehmen oder auch die Real Estate Investment Trusts. Sowohl die herkömmlichen Börsenwerte als auch die steuerbegünstigten und zur Ausschüttung verpflichteten Reits unterliegen allerdings der für Wertpapiere üblichen Volatilität, die auch in der Coronakrise mitunter beträchtlich war. Während die Trusts international als Income-Vehikel etabliert sind, bleiben sie in Deutschland ein Randphänomen. Die Kapital-sammelstellen bieten die Möglichkeit, thematische Schwerpunkte zu setzen. So gibt es Reits zu Pflegeheimen ebenso wie zu Wasserinfrastruktur oder Funkmasten. Bei dieser Klasse sollten Investoren besonders darauf schauen, ob die Ausschüttungen mit dem erzielten Cashflow korrespondieren.

Auch auf der Finanzierungsseite können Investoren am Immobilienmarkt teilnehmen, zum Beispiel indem sie als nachrangige Geldgeber Neubauten finanzieren. Michael Legnaro von Agora Invest

### Aktuelle Entwicklungen im Blick

Legnaro sieht einen weiteren Trend: die steigende Nachfrage nach Spezialimmobilien. Die Immobilienbranche bietet Investoren zunehmend Produkte im Sozialbereich an, vom geförderten Wohnraum über Wohnheime bis hin zu Pflegeeinrichtungen oder Kindertagesstätten. Sektoren, die Investitionstätigkeit mit Defensivqualitäten verbinden sollen – und vielleicht den einen oder anderen Vorstand mit der Möglichkeit zum Impact-Investing locken.

Defensivqualitäten sind gefragt, zumal in Zeiten verstärkten Wandels. „Anleger sind eher noch konservativer geworden“, sagt Mirjam Raschka. Die Europachefin des Immobilienbereichs von Fidelity betont neben Diversifikation eine weitere Tugend von Investoren, gerade bei gewerblichen Immobilien: eine gute Datenlage. „Wir schauen uns die Geschäftsmodelle der einzelnen Mieter sehr genau an“, so Raschka. „Denn bei tiefgreifenden Veränderungen sind auch anfangs bonitätsstarke Mieter nicht vor Problemen gefeit. Auch das dickste Liquiditätspolster kann schnell abschmelzen.“

Mieter werden sich auch ihre Vermieter genauer ansehen. Denn die Folgen der Krise schaffen mitunter veränderte Bedürfnisse. „Man muss sich Gedanken machen, welche Rolle etwa das Büro künftig spielen wird“, sagt Raschka. „Wir gehen davon aus, dass es eher eine Art Begegnungsstätte sein wird. Flexibilität bei der Gestaltung gewinnt an Bedeutung – nicht nur bei Neuvermietungen. Wir hatten bereits Gespräche mit aktuellen Mietern über die Änderung von Raumlayouts.“ In den Innenstädten haben sich bestehende Trends verstärkt, sagt auch Legnaro. „Ich erwarte in Zukunft eine ganz andere Struktur, als wir sie heute haben.“