



IMMOBILIEN- SPEZIALFONDS

2024

 **Kommalpha**

Vorwort



Clemens Schuerhoff
Vorstand
Kommapha AG

Die Zeiten am Immobilienmarkt sind schwierig. Das Ende der Niedrigzinsphase im Frühjahr 2022, steigende Bau- und Energiekosten, Abwertungen von Objekten sowie die konjunkturelle Schwäche in Deutschland und allgemeine Unsicherheit sorgen für ein herausforderndes Umfeld, um es ganz vorsichtig zu sagen. Kein festes Fundament für Investments in Immobilien, könnte man meinen. Wie gehen institutionelle Investoren im Hinblick auf ihre Allokationen in Immobilienspezialfonds damit um? Sind die Dotierungen eingebrochen oder wird sogar Geld aus Immobilienspezialfonds abgezogen? Gibt es strukturelle Veränderungen hinsichtlich der Bestands- und Transaktionsdaten auf Ebene der Investorengruppen oder der Zusammensetzung des Fondsvermögens?

In der vorliegenden Publikation beantworten wir alle diese Fragen und noch viel mehr!

Uns ist keine Veröffentlichung mit diesen Inhalten samt entsprechender Unterlegung mit granularen und langfristigen Daten bekannt. Wir schauen auf die letzten 13 Jahre Immobilienspezialfondsmarkt zurück.

Aus diesem Grund freuen wir uns über die Einzigartigkeit des vorliegenden Dokuments.

Wir bedanken uns bei der CACEIS Bank, DZ BANK, Hauck Aufhäuser Lampe und HIH Real Estate, die diese Analyse ermöglicht und begleitet haben.

Viel Spaß beim Lesen und der Analyse!

Herzlichst
Ihr Clemens Schuerhoff

Inhaltsverzeichnis

Executive Summary	4
1. Partner	
Die Welt der Wertpapiere im Wandel: Technologien, Akteure und Trends	8
Im Interview – 10 Fragen an Wolf-Emanuel Zur	12
Aktuelle Entwicklungen im Immobilienfondsmarkt	16
Immobilien in der strategischen Asset-Allokation	20
2. Acht Thesen – Experten antworten	24
3. Methodik & Struktur	34
4. Strukturelle Entwicklungen am Markt von Immobilienspezialfonds	36
5. Anteilsinhaberbezogene Entwicklung von Immobilienspezialfonds	45
6. Analyse der Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Immobilienspezialfonds	54
7. Rendite gemäß Ertragsausschüttung von Immobilienspezialfonds	71
8. Entwicklung der Zusammensetzung des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds	73
9. Epilog	81
Impressum	82

Executive Summary

- Grundlage der vorliegenden Marktanalyse über Immobilienspezialfonds sind Datensätze, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Dabei handelt es sich um rund 650.000 Datenpunkte der letzten 13 Jahre, was unseren Betrachtungszeitraum darstellt. Datenstichtag ist 31. Dezember 2023. Die Unterscheidung der ausgewiesenen Anteilsinhabergruppen erfolgt gemäß der Kundensystematik der Deutschen Bundesbank.
- Ende 2023 beträgt das gesamte Spezialfondsvolumen 2.035 Milliarden Euro, was eine Zunahme von 1.238 Milliarden Euro in den letzten 13 Jahren oder Vervielfachung um den Faktor 2,5 bedeutet.
- Im Betrachtungszeitraum kam es auch zu Verschiebungen der Marktanteile der Anteilseignergruppen am Spezialfondsmarkt insgesamt. Altersvorsorgeeinrichtungen sind mit 562 Milliarden und einem Marktanteil von 28 % die größte Investorengruppe, gefolgt von Versicherungen mit 549 Milliarden Euro und 27 %. Private Organisationen ohne Erwerbszweck haben Kreditinstitute von Rang drei verdrängt mit einem Spezialfondsvermögen von 261 Milliarden Euro, was einen Marktanteil von 13 % ausmacht. Kreditinstitute schließen sich mit 222 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 11 % an.
- Auf Ebene der Fondskategorien sind gemischte Wertpapierspezialfonds mit Abstand die dominierende Spezialfondskategorie. Sie ver-einen 1.064 Milliarden Euro auf sich, was ei-nen Marktanteil von 52 % bedeutet. Dahinter folgen Rentenspezialfonds mit 402 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 20 %. Immo-bilienspezialfonds sind die drittgrößte Spezi-alfondskategorie mit 182 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 9 %.
- Das Volumen von Immobilienspezialfonds hat in den letzten 13 Jahren überproportional zum gesamten Spezialfondsmarkt zugenommen und sie haben ihren Marktanteil konstant ausgebaut. Ihr Volumen stieg von Anfang 2010 bis Ende 2023 um 153 Milliarden Euro an, was den zweiten Platz im Ranking der Verände-rung bzw. des Zuwachses des Spezialfondsvo-lumens innerhalb des Betrachtungszeitraums bedeutet, hinter gemischten Wertpapierspe-zialfonds.
- Die Anzahl von Immobilienspezialfonds in Deutschland ist in den letzten 13 Jahren von 154 Anfang 2011 auf 671 per Ende 2023 ge-stiegen. Das durchschnittliche Fondsvermögen betrug Anfang 2010 rund 154 Millionen Euro und hat in den letzten 13 Jahren um knapp 120 Millionen Euro auf 272 Millionen Euro zu-genommen.
- Im Immobilienspezialfondsgeschäft sind Al-tersvorsorgeeinrichtungen mit 52,4 Milliarden Euro und einem Anteil von 29 % die größte Investorengruppe in Deutschland. Versiche-rungen kommen auf Rang zwei mit 47,4 Mil-liarden Euro, was einen Marktanteil von 26 % ausmacht. Kreditinstitute halten Platz drei mit Kapitalanlagen in Höhe von 35,7 Milliarden

Euro in Immobilienspezialfonds und einem Marktanteil von 20 %.

- Die Immobilienspezialfondsbestände von Altersvorsorgeeinrichtungen legten im Betrachtungszeitraum um 45 Milliarden Euro zu, gefolgt von Versicherungen mit 33 Milliarden Euro und Kreditinstituten mit 32 Milliarden Euro fast gleichauf.
- Kreditinstitute weisen in den letzten 13 Jahren die mit Abstand größte Dynamik bezüglich des relativen Wachstums der jeweiligen Bestände an Immobilienspezialfonds von den dargestellten Investorengruppen auf. Das gilt insbesondere für die letzten drei Jahre. Bei Altersvorsorgeeinrichtungen war die relative Entwicklung des indexierten Immobilienspezialfondsvermögens von 2015 bis 2017 sehr dynamisch und flachte danach allerdings ab, sodass sie in dieser Betrachtung mit gehörigem Abstand zu Kreditinstituten auf Rang zwei landen. Versicherungen und private Organisationen ohne Erwerbszweck weisen einen sehr ähnlichen Verlauf des indexierten Vermögens auf, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau.
- In Bezug auf Neugeschäft weisen Immobilienspezialfonds im Betrachtungszeitraum einen fast ausschließlich positiven Trend des Nettomittelaufkommens auf. Bis auf kleine wenige Dellen steigen die Nettoflows langfristig an. Das beste Jahr in Sachen Nettomittelaufkommen war 2021 mit 14,1 Milliarden Euro, gefolgt von 2022 mit 13,9 Milliarden Euro und 2017 & 2019 mit jeweils 12,5 Milliarden Euro.
- Das Niveau des Nettomittelaufkommens der letzten beiden Jahre zeigt, dass die Zinswende im Frühjahr 2022 sowie das schwierige Umfeld im Immobilienbereich (bisher) keinen signifikanten Einfluss auf Nettodotierungen von institutionellen Investoren in Immobilienspezialfonds hatten. In der Phase des steilen Zinsanstiegs ab Frühjahr 2022 ist das Nettomittelaufkommen nicht eingebrochen. Allerdings hat es sich zeitverzögert ab Februar 2023 etwas eingetrübt.
- Der Anteil des Nettomittelaufkommens in Immobilienspezialfonds am gesamten Nettomittelaufkommen in Spezialfonds ist in der Betrachtungsperiode signifikant gestiegen. Von 2011 bis 2016 pendelte der Anteil zwischen 5 % und 10 %. Im Jahr 2019 schnellte er auf fast 20 % hoch und schwankte in den drei darauf folgenden Jahren rund um 10 %. Dann zog der Anteil des Nettomittelaufkommens von Immobilienspezialfonds an den Flows des Gesamtmarktes wieder deutlich an auf zuletzt beachtliche 23 % im Jahr 2023. Es ist schon sehr bemerkenswert, dass in 2023 fast jeder vierte Euro vom gesamten Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds floss.
- Bei Altersvorsorgeeinrichtungen ist das Niveau der jährlichen Nettomittelaufkommen in den letzten 13 Jahren leicht angestiegen. Spitzenreiter ist das Jahr 2017 mit 3,9 Milliarden Euro, gefolgt von 2021 und 2014 mit jeweils 3,5 Milliarden Euro sowie 2015 mit 3,3 Milliarden Euro. Das geringste Nettomittelaufkommen

ist im Jahr 2020 mit 856 Millionen Euro festzustellen. Das vergangene Jahr 2023 befindet sich mit einem Nettomittelaufkommen von 1,9 Milliarden Euro zwar unter den beiden Vorjahren, aber immer noch auf einem guten Niveau, wie es beispielsweise in den ersten drei Jahren der Betrachtungsperiode zu sehen ist.

- Das Immobilienspezialfondsgeschäft von Versicherungen zog erst so richtig ab 2016 an. Bis dahin befanden sich die jährlichen Nettomittelaufkommen auf einem recht geringen Niveau zwischen 500 und 1.000 Millionen Euro. In 2016 verdoppelte sich das Nettomittelaufkommen auf über 2 Milliarden Euro und baute sich ab dann konstant bis zu dem Spitzenwert von knapp 4 Milliarden Euro in 2020 auf, um dann vorerst leicht und in 2023 etwas deutlicher auf den Wert von 2,3 Milliarden Euro zurückzugehen. Das jährliche Nettoneugeschäft, aber auch die Mittelzuflüsse sind im Vergleich zu Altersvorsorgeeinrichtungen bei Weitem nicht so volatil.
- Die Netto- und Brutto-Cashflows bei Kreditinstituten hinsichtlich der Dotierung von Depot-A-Beständen in Immobilienspezialfonds weisen analog zu Versicherungen in der zweiten Hälfte der Betrachtungsperiode eine stark steigende Tendenz auf. Allerdings bis auf das vergangene Jahr 2023, wo das Immobilienspezialfondsgeschäft von Kreditinstituten deutlich verhaltener war. Der Spitzenwert des jährlichen Nettomittelaufkommens im betrachteten Zeitraum liegt im Jahr 2022 bei 4,7 Milliarden

Euro. Das ist das höchste Nettomittelaufkommen in einem Kalenderjahr von allen in diesem Kapitel betrachteten Investorenssegmenten.

- Die von uns berechneten jährlichen Ausschüttungsrenditen von Immobilienspezialfonds weisen eine Bandbreite von 2,46 % in 2023 und 4,05 % in 2017 auf. Die Phase der höchsten Ausschüttungsrenditen befindet sich tendenziell in der Mitte unseres Betrachtungszeitraums. Eine Mustererkennung bzw. Korrelation zum Zinsniveau oder zu Themen wie Corona lässt sich nicht erkennen. Die verhältnismäßig schwache Ausschüttungsrendite des Jahres 2023 könnte sich allerdings schon in Sachverhalten begründen, die belastende Wirkung für Ausschüttungen von Immobilienspezialfonds ausüben können. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um die Zinswende, Kostensteigerungen im Bau und Handwerk sowie Bewertungsrückgänge von Objekten im Bestand.
- In Bezug auf die Zusammensetzung des Immobilienspezialfondsvermögens sind alle Komponenten in den letzten 13 Jahren gewachsen, und das zum Teil erheblich. Es lässt sich in der gesamten Zeit keine Veränderung der Reihenfolge bzw. der Sortierung nach Größe der Bestandteile feststellen. Die größte Position sind konsequenterweise bebaute Grundstücke mit 140,8 Milliarden Euro per Ende 2023. Die zweitgrößte Komponente des Immobilienspezialfondsvermögens sind Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften mit 40,8 Milliarden Euro.

Verbindlichkeiten von Immobilienspezialfonds haben sich von 12,1 Milliarden Euro per Ende 2010 auf 54,4 Milliarden Euro per Ende 2023 erhöht. Dabei handelt es sich im Vergleich zum Fondsvermögen um eine moderate Entwicklung, da sich die Verbindlichkeiten mit einem Faktor von 4,5 deutlich geringer vervielfacht haben als das Immobilienspezialfondsvermögen, bei dem der entsprechende Faktor 6,2 beträgt. Werden bebaute Grundstücke und aufgenommene Kredite als wesentliche Teilgröße von Verbindlichkeiten ins Verhältnis gesetzt, so ergibt sich eine Fremdkapitalquote von 31,9 % per Ende 2023. Diese Größe weist im Betrachtungszeitraum eine Bandbreite zwischen eben diesen 31,9 % und in der Spitze 36,2 % in 2016 auf. Im Betrachtungszeitraum war die Fremdkapitalquote in Immobilienspezialfonds noch nie so gering wie aktuell.

- Bei der regionalen Verteilung der größten Komponente des Immobilienspezialfondsvermögens bebaute Grundstücke wird der sehr klare „home bias“ deutlich. Von dem Bestand an bebauten Grundstücken in Höhe von knapp 141 Milliarden Euro befinden sich mit 126 Milliarden Euro 89,4 % auf deutschem Boden per Ende 2023. Die zweitwichtigste Region ist der Euroraum ohne Deutschland mit einem Bestand von 11,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 8,2 %. Bebaute Grundstücke in der Europäischen Union außerhalb des Euro-Währungsgebietes weisen einen Bestand von 1,7 Milliarden Euro auf, was einen Anteil am Gesamtbestand bebauter Grundstücke von

1,2 % bedeutet. Bebaute Grundstücke außerhalb der Europäischen Union vereinen ebenfalls einen Betrag in Höhe von 1,7 Milliarden Euro auf sich. Institutionelle Investoren und ihre Immobilienmanager mögen kein Währungsrisiko, zumindest nicht im Immobilienbestand. Insgesamt 97,6 % der Liegenschaften befinden sich im Euroraum.

Die Welt der Wertpapiere im Wandel: Technologien, Akteure und Trends – geschildert aus Sicht eines Custodians bzw. einer Verwahrstelle

von Joachim Brueckmann | CACEIS Bank S.A., Germany Branch

Neue Technologien wie Blockchain und Distributed-Ledger-Technologie – kurz DLT – sind in der Wertpapier- und Investmentfondsindustrie in aller Munde. Gleichzeitig schreitet die Konsolidierung im Asset Servicing voran. In Deutschland gibt es aktuell noch etwa 33 Verwahrstellen – vor zehn Jahren waren es noch 48. Weltweit sind große Übernahmen zu beobachten. Das margenniedrige Verwahrgeschäft rechnet sich bei kontinuierlich steigenden regulatorischen Anforderungen häufig nur noch über hohe Volumina und Transaktionen. Nischenanbieter mit speziellen Services bilden deshalb eher die Ausnahme. Zusätzlich drängen neue Player wie Fintechs, Neobroker oder Neobanken auf den Markt, welche meist gezielt einen speziellen Teil des Wertpapiergeschäfts effizienter darstellen wollen.

Quo vadis Wertpapierindustrie? Wie weit wird die Konsolidierung in den Teilsegmenten dieser Industrie noch fortschreiten? Welche Rolle werden die neuen Technologien übernehmen und wie schnell?

Akteure in der Wertpapier- und Investmentfondsindustrie

Es tummelt sich eine große Anzahl unterschiedlicher Akteure dieser Industrie, die mit ihren jeweiligen Rollen effiziente und schnelle Transaktionen von Geld und Wertpapieren global gewährleisten. Darunter sind die Infrastruktur, die Börsen, Multilaterale Handelsplattformen (MTFs), Central Counterparties (CCP's) und Zentralverwahrer (CSD and iCSD's) sowie Investoren wie Retail-Banken, Versicherungen, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Verwahrstellen und viele andere mehr.

Konsolidierung schreitet in allen Segmenten voran

Gemäß einer Studie von Deloitte in Deutschland ging die Anzahl der deutschen Kreditinstitute seit der Krise in 2007 um 25 Prozent zurück – dies jedoch nur im kleinteiligen Sparkassen- und Genossenschaftssektor. Die Institute konzentrieren sich immer mehr auf ihr Kerngeschäft – andere Geschäftsbereiche werden zunehmend hinterfragt, digitalisiert und sogar veräußert. Bei den deutschen Versicherungen, die eine gewichtige Investorengruppe stellen, ist die Konsolidierung ebenfalls spürbar, wenngleich nicht so ausgeprägt. So weist Statista einen Rückgang der Anzahl von Versicherungsunternehmen in Deutschland in den letzten zehn Jahren um rund zehn Prozent aus. Auch die deutschen Pensionskassen – als weitere, große Investorengruppe in der Investmentindustrie – haben während der Niedrigzinsphase gelitten und stehen unter Konsolidierungsdruck.

Bei den Börsen und Central Counterparties (CCP's) haben wir in der Vergangenheit aufgrund der Liberalisierungen neue Handelsplätze (MTFs, OTFs) und Übernahmen, aber auch das Zusammenwachsen unterschiedlicher Märkte beobachtet. Bei Zentralverwahrern (CSD und iCSD's) haben wir eine Integration der Finanzmarktinfrastrukturen des Eurosystems wie „Target 2“ und „Target 2 Securities“ (T2S) gesehen. Bei den Zentralverwahrern sehen wir nationale Besonderheiten wie Steuer-Services oder Kapitalmaßnahmen mit dem Ziel der Homogenisierung. In diesem Bereich werden weitere Zusammenschlüsse nur noch vereinzelt festzustellen sein.

Anders sieht es dagegen im Bereich der Depotbanken und Verwahrstellen aus. Hier stehen tendenziell weitere Konsolidierungen an: Globale Player übernehmen kleinere, lokale Anbieter. Aber auch größere Marktteilnehmer in diesem Segment gehen untereinander Partnerschaften ein oder fusionieren. Gründe sind die steigenden Kosten für die Umsetzung regulatorischer Anforderungen sowie für die fortlaufende Modernisierung der IT-Systeme, auch für die kontinuierliche Sicherstellung bezüglich T2S. Aktuell werden diese Investitionen eher durch noch höhere Geschäftsvolumen amortisiert als durch Preissteigerungen. Damit diese Strategien jedoch aufgehen, ist die hohe Skalierbarkeit des Betriebs durch weitgehend automatisierte, standardisierte Prozesse ein wesentlicher Erfolgsfaktor.

Vorsprung durch Technik?

Wie viele andere Branchen erlebt auch der Finanzsektor eine digitale Transformation. So sind spannende neue Technologien in der gesamten Wertpapier- und Investmentfondsindustrie entweder bereits im Einsatz oder werden kurz- bis mittelfristig einsatzbereit sein. Immer häufiger beobachten wir Lösungen, beispielsweise von Neobanken oder Neobrokern, die (B2C-) Kunden innovativen Zugriff auf Inhalte und die Durchführung von Transaktionen über Apps ermöglichen. Auf der Seite der Dienstleister und des Marktes – etwa bei der Optimierung von Abwicklungs-Prozessen – mehren sich die Entwicklungen. Sogenannte Robots (RPA) reduzieren schon heute den Anteil manueller Tätigkeiten in vielen Anwendungsbereichen erfolgreich und effizient. Hinzu kommen immer mehr Applikationen, die auf künstlicher Intelligenz (AI) beruhen. Kombiniert man diese Technologien mit Prozessoptimierungen im Unternehmen, so können die Skalierbarkeit, der Automatisierungsgrad und auch das Kundenerlebnis hinsichtlich der angebotenen Services spürbar verbessert werden.

Wechselwirkung Regulatorik und neue Technologien

Tiefgreifende Standardisierungen waren die bereits genannte Plattform Target 2-Securities (T2S) in Europa, initiiert von der Europäischen Zentralbank, die CSDR Verordnung der Europäischen Union sowie die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie MiFID. Bei T2S stand das Ziel der Harmonisierung der Abwicklungspraktiken in rund 20 teilnehmenden Ländern im Fokus, um die komplexen grenzüberschreitenden Abwicklungsverfahren zu vereinfachen, die Settlement-Qualität im Markt zu erhöhen und so die Transaktionsrisiken zu reduzieren. Diese Richtlinie hat in der traditionellen Wertpapierwelt bis heute zu einem sehr hohen Maß an Effizienz geführt.

Weitere Effizienzsteigerungen werden etwa die Umstellungen der Settlement Cycles in den USA, Kanada und Mexiko von T+2 auf T+1 ab Mai 2024 zeigen. In Ländern wie China oder auch Indien operiert man schon auf einer T+0 Basis: Gehandelte Aktien werden am gleichen Tag abgewickelt („settled“) und taggleich auf das Konto des Käufers gebucht und das Geld fließt taggleich auf das Konto des Verkäufers.

Neue, investitions-intensive Technologien wie etwa auf Blockchain oder Distributed Ledger (DLT) basie-

rende Lösungen haben es also nicht leicht: Sie treten gegen eine bestehende „alte“ Welt an, die auf einem hohen Effizienzniveau agiert. Mit Smart-Contracts bieten DLT-Lösungen grundsätzlich ein hohes und ein vermutlich bei weitem noch nicht ausgereiztes Potential für die Automatisierung.

Diese Vorteile, die sich aus der DLT-Technologie ergeben, werden jedoch teilweise durch regulatorische Vorgaben eingeschränkt – durchaus sinnvoll aus Sicht des Vertrauensschutzes. Wann sich diese neuen Technologien durchsetzen werden, hängt unter anderem von der Anwesenheit attraktiver Businessmodelle mit ausweisbaren und nachhaltigen Effizienzgewinnen ab sowie dem Management der damit verbundenen alten und neuen Risiken. Diese Businessmodelle sind wiederum abhängig davon, welche prozessualen, IT- oder systemtechnischen Änderungen sich letztlich durchsetzen lassen oder werden. Die „alte Wertpapierwelt“ basiert auf einer gewachsenen IT-Landschaft, welche kontinuierlich weiterentwickelt werden muss, etwa aufgrund neuer regulatorischer Anforderungen. Dies kann dazu führen, dass DLT-Technologien vor dem Hintergrund signifikanter, zwingender IT-Investments in die klassische Infrastruktur den Business Case zu Gunsten der neuen Technologien verschiebt.

Gleichzeitig ist zu vermuten, dass die Anwendungsfelder der DLT-Technologie weit über die Finanzindustrie hinaus zum Einsatz kommen wird. Ferner wird sich in der Zukunft qualifiziertes IT-Personal tendenziell eher den neuen Technologien zuwenden – dies kann zusätzliche Personalengpässe in der klassischen IT zur Folge haben.

Ausblick

Traditionelle Banken werden ihre IT-Landschaften anpassen, indem sie u.a. Cloud-Lösungen oder Outsourcing-Lösungen wie SaaS (Software as a Service), BPO (Business Process Outsourcing) oder ähnliches in Erwägung ziehen. Auch die Auslagerung des Geschäfts mit Retail-Kunden durch traditionelle Banken ist vorstellbar und hat bereits teilweise begonnen. Einige traditionelle Banken könnten unter dem Druck der MiFiD-Direktive oder des allgemeinen Kostendrucks ihre eigenen Börsenmitgliedschaften teils aufgeben und den Wertpapierhandel an Broker oder Fintechs auslagern. Umgekehrt ist vorstellbar, dass Fintechs, Core-Banking Dienstleister oder BPO-Anbieter selbst eine Banklizenz erwerben, eine Bank übernehmen oder Partnerschaften mit Banken eingehen.

Diese Transformation stärkt die Rolle traditioneller Custodians beziehungsweise Asset-Servicing Provider, da insbesondere die Bedeutung der Lizenzen, der Umsetzung der Regulierung, des Haftungsdatums, der Bilanz, des Risikos und des operativen Know-hows mit Blick auf das Kundenvertrauen entscheidend zunehmen wird.

Die Custodians und Verwahrstellen werden weiterhin konsolidieren, um über Skaleneffekte ihren Mehrwert zu erhalten. Daneben werden sie sukzessive ihre Dienstleistungen sowie die IT-Sicherheit an die neuen Assets sowie an das digitalisierte Software-Ökosystem anpassen – dies erfordert weitere Inves-

titionen. Es ist vorstellbar, dass auch Custodians künftig Partnerschaften mit SaaS- oder BPO-Systemanbietern schließen, um ihre Kosten weiter zu senken. Damit könnten sie auch andere Bereiche der Wertschöpfungskette bedienen, verbunden mit den entsprechenden Ertragschancen.

Sicher ist, dass sich alle Marktteilnehmer den genannten Herausforderungen stellen müssen, wenn sie ihre Marktposition erhalten oder ausbauen wollen. Es gilt die richtige Balance zwischen Chancen und Risiken der digitalen Transformation zu finden.

caceis INVESTOR SERVICES



Joachim Brückmann

Head of Product & Strategy

CACEIS Bank S.A., Germany Branch
Lilienthalallee 36
80939 München

T: +49 59 5400-1342
E: joachim.brueckmann@caceis.com
www.caceis.com

10 Fragen an Wolf-Emanuel Zur

Interview | geführt von Patrick Westerhoff

Patrick Westerhoff: „Lass uns auf die letzten vier Jahre blicken: Wie hat sich unser Verwahrstellengeschäft im Hinblick auf die Immobilienfonds in den letzten Jahren entwickelt?“

Wolf-Emanuel Zur: „Wir verzeichnen in der DZ BANK seit Jahren ein erfreuliches Wachstum in diesem Bereich. Unser verwahrtes Fondsvolumen im Immobilienfondsbereich hat sich von 46 Mrd. EUR im Jahr 2019 auf aktuell 80 Mrd. EUR erhöht. Die Anzahl der Fondsmandate in diesem Bereich hat sich im gleichen Zeitraum von 36 Fonds auf 139 Fonds vervielfacht. Das Wachstum haben wir durch Vertriebsfolge und auch durch die Übernahme des Verwahrstellengeschäftes von zwei Banken erreicht. In den vergangenen Jahren haben wir erfolgreich viele Mandate von zwei Verwahrstellen auf uns überleiten können. Solche Vorhaben gelingen nur dann, wenn wir als Verwahrstelle mit unseren Dienstleistungen überzeugen.“

Westerhoff: „Wolf, ich würde gerne deine Einschätzung hören: Wie hat die Zinswende das Verwahrstellengeschäft für Immobilienfonds verändert und wie sind wir bei der DZ BANK damit umgegangen?“

Zur: „Die Zinswende hat in der Immobilienbranche zu massiven Auswirkungen geführt. Die Anzahl der Transaktionen ist deutlich zurückgegangen. Dabei achten die Portfoliomanager verstärkt auf vereinzelte Opportunitäten. Auf der anderen Seite beschäftigen sich die Kapitalverwaltungsgesellschaften sehr viel intensiver mit ihren bisherigen Partnern – sind diese noch die richtige Wahl? Welche Bonität und welches Standing haben meine Partner im Markt? Vor allem wir in der DZ BANK haben das durch eine enorme Steigerung von Angebotsanfragen bei Bestandsmandaten gespürt, die momentan bei anderen Verwahrstellen liegen – das freut uns und zeigt, dass wir in diesem Bereich gut unterwegs sind.“

Westerhoff: „Was sind die wichtigsten Ziele und Schwerpunkte, die du für das kommende Jahr ins Auge fasst, speziell für die Verwahrung von Immobilienfonds?“

Zur: „Die Digitalisierung macht auch keinen Halt vor Immobilienfonds, wir sind stets bestrebt, technische Lösungen zu implementieren, die uns zum einen dabei unterstützen, Skaleneffekte zu erzielen, zum anderen aber auch helfen, unseren Qualitätsanspruch bei stetig steigender Zahl der Mandate beizubehalten – dieser Spagat ist nicht einfach. Wir arbeiten momentan an einer zukunftsfähigen technischen Lösung für die Fondskontrollen der Immobilienfonds. Anders als bei Wertpapierfonds sind wir allerdings in einem sehr individuellen Bereich unterwegs, bei dem es nicht den einen Goldstandard gibt. Dennoch sind wir zuversichtlich, im kommenden Jahr die erste Ausbaustufe in Produktion zu nehmen.“

Westerhoff: „Das Thema Digitalisierung und auch KI ist in aller Munde. Wie hat das deiner Meinung nach unsere Arbeitsprozesse in der Immobilienverwahrstelle beeinflusst und welche Rolle könnten diese Technologien in der Zukunft spielen?“

Zur: „Das Thema KI beschäftigt uns intensiv und ist Bestandteil unserer Digitalisierungs-offensive. Die DZ BANK hat zum Beispiel den sogenannten DZ Chat – basierend auf dem ChatGPT-Modell – im Einsatz. Für uns, in einem sehr dokumentenlastigen Arbeitsbereich bei den Immobilienfonds, ist der DZ Chat ein Segen. Vor allem bei der Zeit, die wir benötigen, um die Dokumente zu lesen, die wesentlichen Punkte für unsere Verwahrstellenkontrollen zu identifizieren und zur Entscheidung herauszuarbeiten, unterstützt uns der DZ Chat massiv. Das Tool trägt so dazu bei, die vorhandene Arbeitszeit sinnstiftend einzusetzen und das zu tun, was unsere Aufgabe ist: die effiziente Kontrolle der Fonds. Das ist auch ganz im Sinne unserer Kunden, denn dadurch, dass wir den durchschnittlichen Zeitaufwand für die Prüfung von z. B. Kaufverträgen reduzieren, können wir die Ergebnisse unserer Prüfung früher kommunizieren und ggfs. aufkommende Rückfragen rechtzeitig klären.“

Westerhoff: „Das heißt in Zukunft benötigen wir keine Experten mehr in der Verwahrstelle?“

Zur: „Nein, der Aufsatz neuer Prozesse, z. B. bedingt durch regulatorische Änderungen oder neuer Produkte und Services sowie die laufende Anpassung und Optimierung der bestehenden Abläufe bedarf hoher Fachexpertise. Darüber hinaus gibt es trotz der genannten systemischen Unterstützung nach wie vor einen hohen Grad an individueller Prägung der Geschäftsvorfälle. Keine Immobilie bzw. Investmentstruktur gleicht der anderen und auch die Transaktionen verlaufen nicht immer nach einem einheitlichen Muster. Daher setzen wir uns kontinuierlich mit neuen Aufgabenstellungen und Konstellationen auseinander. Insofern werden weiterhin Experten benötigt, die solche Prozesse gemäß der aufsichtsrechtlichen Anforderungen einwerten und kontrollieren können sowie bei Bedarf auch in einen konstruktiven Austausch mit den Kunden gehen können.“

Patrick Westerhoff: „Wolf, was sind deiner Meinung nach die Schlüsselfaktoren, die eine Verwahrstelle für Immobilienfonds ausmachen?“

Wolf-Emanuel Zur: „Wie gerade bereits erläutert funktioniert eine Immobilienverwahrstelle nicht ohne die fachliche Expertise. Das Immobiliengeschäft und die Anforderungen einer KVG zu verstehen ist das A und O, um als Verwahrstelle ein kompetenter Partner auf Augenhöhe zu sein. Deshalb setzen wir bei uns auf ein diversifiziertes Team aus Experten/innen. Mitarbeitenden mit langjähriger Erfahrung aus der Immobilienwirtschaft, IT-affine Kollegen und Kolleginnen sowie Experten/innen der Fondsregulatorik. Dieses gut ausgebildete Team bildet bei uns das Fundament der Immobilienverwahrstelle. Wenn sich das mit einer sehr guten Erreichbarkeit ergänzt, dann vermitteln wir unseren Kunden auch, dass wir der richtige und insbesondere ein verlässlicher Partner sind. Die Verwahrstelle muss einen konstruktiven Ansatz bei der Durchführung der Kontrollen und Prüfprozessen bieten, ohne den Anlegerschutz zu vernachlässigen, das ist unser Anspruch.“

Im Interview



Wolf-Emanuel Zur
leitet das Verwahrstellen-geschäft der DZ BANK AG und verantwortet die rechtlichen und vertraglichen Kontroll-tätigkeiten für alle liquiden und illiquiden Fondsvehikel.



Patrick Westerhoff
leitet das Vertriebsmanage-ment im Bereich Operations & Verwahrstelle und ist ver-antwortlich für das Business Development der Verwahr-stellenservices in der DZ BANK.

Westerhoff: „Wie sieht es dann mit dem Recruiting aus?“

Zur: „Das Recruiting bildet die wesentliche Basis für alles Weitere – Expertise ist das eine, aber wenn ich nicht in der Lage bin, die Anforderungen unserer KVG in Einklang mit den Anforderungen an die Verwahrstelle zu bringen und mich nicht als Partner, sondern lediglich als Mahner verstehe – dann laufe ich Gefahr, als Verwahrstelle nicht mehr berücksichtigt zu werden. „Fertige“ Verwahrstellenmitarbeiter*innen sind rar und das Thema wird aufgrund seines Nischendaseins weder in relevanten Ausbildungszweigen noch Studiengängen vermittelt. Bei der Ausbildung neuer Mitarbeitenden hilft die umfangreiche Unterstützung der DZ BANK, aber insbesondere auch die Weitergabe interner Expertise durch erfahrene KollegInnen, die z. B. auch als ReferentInnen in einschlägigen Weiterbildungseinrichtungen tätig sind.

Insgesamt ist das Recruiting dabei aber herausfordernder geworden. Allerdings stellen wir fest, dass die DZ BANK viele attraktive Rahmenbedingungen mitbringt, die bei den Bewerbern punkten. Dazu gehört insbesondere der genossenschaftliche Gedanke als Grundprinzip in der DZ BANK, der vor allem bei jungen Bewerbern einen spürbar wichtigen Stellenwert einnimmt, aber auch diverse andere Möglichkeiten wie z. B. eine sehr flexible Homeoffice-Regelung sowie die der modernen Arbeitswelt angepassten Büroräumlichkeiten. Die Bewerber*innen haben so die Wahl, ihren Arbeitsort den Anforderungen angepasst wählen zu können.“

Westerhoff: „Das Trendthema KI haben wir bereits behandelt, ein anderes – nicht minder wichtiges – Thema bildet die Diskussion rund um ESG in der Fondsbranche. Wie ist deine Sicht auf diesen Themenkomplex?“

Zur: „Mit Spannung verfolgen wir die Dynamik im regulatorischen Umfeld insbesondere in Bezug auf ESG-Themen. Fest steht, die Anleger gehen immer bewusster mit nachhaltigen Anlagestrategien um und fragen diese auch aktiv nach. Der Gesetzgeber zieht hier nach und bildet einen Rahmen, an dem sich die Branche zukünftig orientieren kann. Diese sich ändernden Rahmenbedingungen erfordern von uns einen noch aktiveren Dialog mit unseren Partnern, um die optimale Einbindung der Verwahrstelle bei allen Prozessänderungen zu gewährleisten.

Dabei begrüßen wir jede Art von Bestrebung, ESG-Aspekte im Verwahrstellenkontext standardisiert und transparent zu gestalten. Aus diesem Grund befinden wir uns derzeit in einem konstruktiven Austausch mit anderen Verwahrstellen und über die Fachgremien auch mit der BaFin. Dieser Austausch wird uns helfen, beispielsweise ESG-bezogene Anlagegrenzen standardisiert und transparent zu gestalten. Letztlich liegt es an uns, diese Herausforderung als Chance zu begreifen und das Thema ESG nachhaltig in unsere Prozesse zu integrieren.“

Westerhoff: „Wie würdest du uns, die DZ BANK, im Vergleich zu unseren Mitbewerbern einordnen, speziell im Bereich der Immobilienfonds?“

Zur: „Die DZ BANK schaut mittlerweile auf mehr als 50 Jahre Erfahrung im Verwahrstelligeschäft zurück. Begründet wurde der Erfolg auf der Zusammenarbeit mit unserer verbunden Kapitalverwaltungsgesellschaft Union Investment. Seit 2014 haben wir exzellente Zusammenarbeitsmodelle mit insgesamt 17 unterschiedlichen Kapitalverwaltungsgesellschaften etabliert. Wir wissen also was wir tun. Dabei haben wir uns auch kontinuierlich weiterentwickelt und unsere Kunden als verlässli-

cher Partner begleitet. Heute sind wir als Verwahrstelle in der Lage, jegliches in Deutschland zulässige Fondsvehikel mit unseren KVGen begleiten zu können, wir haben uns nicht nur auf eine Assetklasse oder ein Produkt spezialisiert. Ob es nun Publikums- oder Spezialfonds, offene oder geschlossene Fonds sind, das spielt für uns keine Rolle. Wir beobachten auch, dass es seitens der Anleger den Wunsch gibt, zukünftig hybride Konstrukte aufzulegen, also Wertpapiere und Sachwerte in Masterfonds zu bündeln. Auch hier begleiten wir unsere Kunden eng und können mit der entsprechenden Erfahrung aus beiden Welten punkten.“

Westerhoff: „Eine letzte Frage, Wolf: Aus deinen Erfahrungen und Gesprächen heraus, welche Top 3 Anforderungen stellen Kapitalverwaltungsgesellschaften und Anleger heutzutage an eine Immobilienverwahrstelle wie unsere?“

Zur: „Wir sind gefordert, mit einer hohen Expertise sämtliche Vorgänge im Fonds zu begleiten. Dazu gehört auch, die Vorgänge in den geforderten Zeiträumen qualitativ hochwertig bearbeiten zu können. Und da wir im Bereich der Alternativen Investments auch immer wieder neuen Produkten und Assetklassen begegnen, zählt auch hier: rechtzeitige Vorbereitung und Know-How-Aufbau, damit wir unsere Kunden bei neuen Opportunitäten konstruktiv begleiten können. Ein zweiter Punkt ist mit Sicherheit die Bereitschaft der DZ BANK, in das Geschäftsfeld zu investieren und es nachhaltig zu betreiben. Regulatorik und die Weiterentwicklung der IT und der Prozesse benötigen einfach signifikante Investitionsbudgets. Darüber hinaus ist die Reputation und finanzielle Stabilität der Verwahrstelle in den letzten Jahren wieder deutlich in den Vordergrund gerückt. Gerade dieses Thema ist bei vielen Verwahrstellenausschreibungen aktuell ein Schwerpunktthema.“



Patrick Westerhoff
Leiter Vertriebsmanagement
Operations & Verwahrstelle

DZ BANK
Ludwig-Erhard-Allee 20
40227 Düsseldorf

T: +49 211 778 3309
E: patrick.westerhoff@dzbank.de
www.dzbank.de

Aktuelle Entwicklungen im Immobilienfondsmarkt

von Julia Eickmeyer | HAUCK AUFHÄUSER LAMPE

Offene Immobilien-Spezialfonds überzeugen die Investoren – auch weil Verwahrstellen ein signifikantes Maß an Anlegerschutz bieten.

Offene Immobilien-Spezialfonds spielen – trotz des aktuell schwierigen Marktumfeldes – weiterhin eine führende Rolle am deutschen Fondsstandort. Dies untermauert auch die Nachfrage: Gemäß der Zahlen des BVI – Bundesverband Investment und Asset Management hat sich das verwaltete Nettofondsvermögen von offenen Immobilien-Spezialfonds in den vergangenen fünf Jahren mehr als verdoppelt. Und auch die Daten der Bundesbank zeigen: Das entsprechende Marktsegment ist 2023 erneut gewachsen. Das Nettofondsvermögen aller offenen Immobilien-Spezialfonds betrug per 31.12.2023 rund 182,2 Milliarden Euro – rund 5 % mehr als im Vorjahr.

Offene Immobilien-Spezialfonds sind für institutionelle Investoren – wie beispielsweise Versicherungen, Pensionskassen oder Institute des öffentlichen Rechts – besonders auch vor dem Hintergrund ihrer detaillierten und transparenten regulatorischen Anforderungen attraktiv, wodurch ein hohes Maß an Anlegerschutz sichergestellt wird.

Beim Stichwort „Anlegerschutz“ kommt die Verwahrstelle ins Spiel

Seit Einführung des Kapitalanlagegesetzbuches („KAGB“) ist die Verwahrstelle als wesentlicher Bestandteil des sogenannten „Investmentdreiecks“ bekannt, und das Zusammenspiel zwischen ihr, Kapitalverwaltungsgesellschaften (KVG) und Anlegern ist seitdem genau reguliert. Der Verwahrstelle hat der Gesetzgeber die Rolle des Anlegerschutzes zugeschrieben.

Doch was bedeutet die regulatorische Verpflichtung einer Verwahrstelle in einer schnelllebigen Wachstumsbranche wie die der Alternativen Investment Fonds („AIF“) und welchen Mehrwert kann die Verwahrstelle für den Anleger generieren?

Die Verwahrstelle hat im Hinblick auf jede einzelne Transaktion, also jede Art von Verfügung, die durch den AIF vorgenommen wird, einen spezifischen Prüffokus: die Erklärung der investmentrechtlichen Unbedenklichkeit nach dem KAGB.

Um ihre Kontrollaufgaben erfüllen zu können, umfassen ihre Kompetenzen sowohl investmentrechtliche als auch immobilienrechtliche Aspekte, sodass bei jeder Verfügung durch den AIF die relevanten Dokumente wie beispielsweise Kauf- und Darlehensverträge, Verkehrswertgutachten sowie weitere Unterlagen vor Signing durch die Verwahrstelle geprüft werden. Bei der investmentrechtlichen Prüfung liegt der Fokus vor allem darauf sicherzustellen, dass der AIF für jede Zahlung einen entsprechenden und angemessenen Gegenwert erhält und dabei das Prinzip der Zug-um-Zug-Leistung sichergestellt ist, sodass der AIF

– und damit der Anleger – nicht in Vorleistung tritt. Neben der Transaktionsprüfung gehört dazu auch die Überwachung der einzelnen Zahlungsströme des AIF, auch Cash Flow Monitoring genannt.

Handelt es sich um einen Immobilienankauf, sind Aspekte wie der wirksame Eigentumsübergang durch die Eintragung in das Grundbuch oder die Finanzierung zu marktüblichen Konditionen von besonderer Bedeutung. Dies alles unter Betrachtung der gesetzlichen, aber auch der vertraglichen Anforderungen des jeweiligen AIF – festgehalten in den entsprechenden Anlagebedingungen – deren Einhaltung die Verwahrstelle ebenfalls sicherstellt, beispielweise durch die regelmäßige sowie anlassbezogene Anlagegrenzprüfung.

Die Verwahrstelle ist damit ein entscheidender Bestandteil des Fondsverwaltungsprozesses und trägt maßgeblich zur Sicherheit und Integrität der Anlagen bei – eine enge Zusammenarbeit und ständige Abstimmung mit der KVG und den Asset Managern ist dabei unerlässlich.

Allerdings hat die Verwahrstelle dabei stets ihre Grenzen zu beachten: Die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit einer Transaktion sowie eine Rechtsberatung sollten in jedem Falle vermieden werden.

Doch die Rolle einer modernen und zukunftsfähigen Verwahrstelle geht weit über die reine Sicherstellung gesetzlicher Vorgaben hinaus. Die Verwahrstelle agiert als Servicepartner, der maßgeschneiderte Lösungen für individuelle Kundenbedürfnisse und Marktanforderungen bietet. Dies umfasst eine Reihe von Zusatzdienstleistungen, etwa die Abwicklung von Devisen- und Derivategeschäften, die Übernahme des Collateral Management oder die Bereitstellung von Brückenfinanzierungen.

Dies verdeutlicht den Wandel der Verwahrstellen von reinen Kontrollorganen zu aktiven Partnern und Dienstleistern. All diese Aktivitäten stehen unter der Prämisse der Wahrung der Balance zwischen der Sicherstellung des Anlegerschutzes, denn dies ist und bleibt die primäre Aufgabe der Verwahrstelle, und dem Dienstleistungscharakter. Denn nur so können pragmatische, kundenorientierte Lösungen gefunden werden, ohne die eigene Kontrollpflicht zu vernachlässigen

Zudem werden die Digitalisierung und die Weiterentwicklung der IT-Infrastrukturen sowie deren Schnittstellen zu den Kunden immer wichtiger. Die Verwahrstelle, die direkt an der Quelle der Daten sitzt, kann im Laufe der Jahre umfangreiche Datenbestände aufbauen und systematisieren. Auch der Einsatz von Künstlicher Intelligenz zur Verbesserung des Kundenerlebnisses und der Prozesseffizienz gehört zu diesen Weiterentwicklungen.

Auf wachsende Nachfrage stößt zudem die Integration von Nachhaltigkeitskriterien. Das Thema ESG (Umwelt, Soziales und Unternehmensführung) bleibt ein dominierender Faktor in der Aufsicht und Investitionspolitik. Dies geht mit Auflagen und Dokumentationspflichten einher, bei denen die Verwahrstelle ebenfalls begleiten kann.

Ausblick

Offene Immobilienspezialfonds sind und bleiben eine beliebte Wahl für institutionelle Investoren, insbesondere auch wegen des hohen Maßes an Anlegerschutz. Mit ihrer zunehmenden Bedeutung als Partner im gesamten Lebenszyklus eines AIF bietet die Verwahrstelle einen entscheidenden Mehrwert im Investmentdreieck. Die Verwahrstelle von heute und der Zukunft ist somit in weitaus mehr Themen eingebunden als in die reine Verwahrung der Assets.



Julia Eickmeyer

Asset Servicing

Leiterin Real Assets Deutschland

HAUCK AUFHÄUSER LAMPE PRIVATBANK AG

Kaiserstraße 24

60311 Frankfurt am Main

T: +49 69 2161-1633

E: julia.eickmeyer@hal-privatbank.com

www.hal-privatbank.com

Immobilien in der strategischen Asset-Allokation

von Carsten Demmler | HIH Invest Real Estate

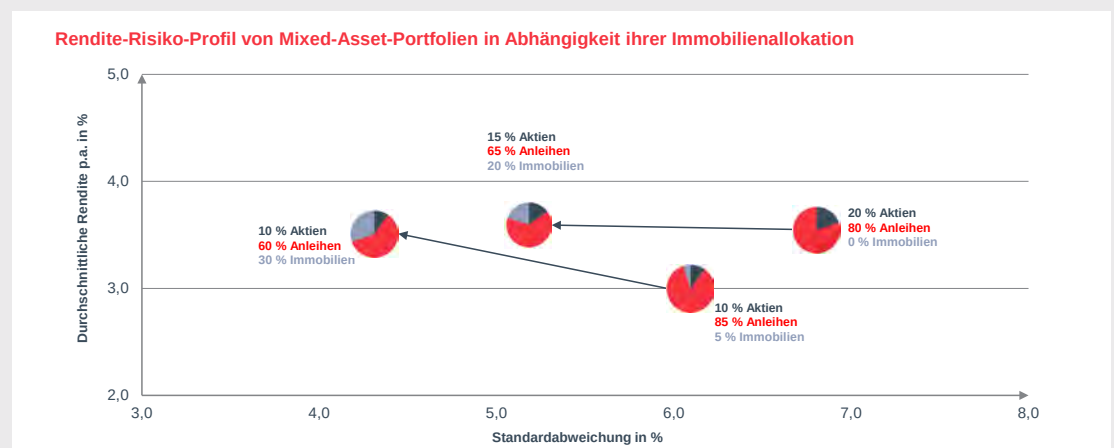
In der Niedrigzinsphase galten Immobilien bei professionellen Investoren als lohnende Alternative zu Staatsanleihen: relativ risikoarm und mit höheren Renditechancen. Nach der Zinswende ist der Renditeabstand zwischen Immobilien und Staatsanleihen geschrumpft, so dass Immobilien ihre Rolle als Anleihe-Substitut teils eingebüßt haben. In der langfristigen Betrachtung ist der Renditeaufschlag für Immobilieninvestments allerdings immer noch überdurchschnittlich attraktiv. Weil Immobilieninvestments komplementär zu Anleihen und Aktien sind, bleiben sie eine tragende Säule in der Anlagestrategie institutioneller Investoren.

Immobilien stabilisieren das Portfolio

Für den Anlageerfolg entscheidend sind nicht nur die Renditen, sondern auch die Reduktion von Risiken. Das Research der HIH Invest ist auf Basis von MSCI-Indizes der Jahre 2005 bis 2023 der Frage nachgegangen, wie ein gutes Rendite-Risiko-Profil von Mixed-Asset-Portfolien mit Immobilien, Anleihen und Aktien gewichtet sein sollte. Das Ergebnis: Immobilien verzeichnen hohe Renditen gegenüber Anleihen und eine geringere Schwankung gegenüber Aktien. Substanzielle Immobilienallokationen liefern in Mixed-Asset-Portfolien nicht nur einen positiven Beitrag zur langfristigen Portfoliorendite, sondern auch zur Risikoreduktion. Breit diversifizierte Portfolien mit substanzieller Allokation in Realvermögensgüter dürften gerade bei längerfristig erhöhten Inflationsraten vor realen Kaufkraftverlusten schützen, so das Fazit der Untersuchung.

Abbildung 1.1

Substanzielle Immobilienallokation mit positivem Beitrag zur langfristigen Portfoliorendite und -stabilität



Quelle: HIH Invest; MSCI (2024); eigene Berechnungen | * Renditen für den Zeitraum von 2005 bis 2023 basieren für die Assetklassen auf folgenden Indizes: Aktien – MSCI World; Anleihen – MSCI Eurozone Government Bond Index; Immobilien – MSCI SFIX Germany

Gute Perspektiven für Logistik und Wohnen

Innerhalb des Immobilienportfolios sollte kontinuierlich über mehrere Nutzungsarten und Marktphasen hinweg investiert werden, um den Diversifikationseffekt optimal auszunutzen. Gegebenenfalls muss bei der Gewichtung der Nutzungsarten nachjustiert werden. Shopping-Center etwa stehen wegen struktureller Probleme des Einzelhandels schon seit mehreren Jahren auf der Verkaufsliste von Investoren.

Bei Büroimmobilien ist derzeit zwischen den Teilmärkten und Gebäudequalitäten zu differenzieren. In Top-Lagen und hervorragenden Gebäudequalitäten sind auf dem Mietmarkt weiterhin Flächen knapp und die Spitzenmieten steigen. In weniger guten Lagen bzw. nicht mehr zeitgemäßen Gebäuden sinkt die Nachfrage hingegen spürbar – entsprechend verteilt sich auch das Investoreninteresse.

Logistik ist aktuell die aussichtsreichste Nutzungsart. Hier wird weiterhin auch ohne Vorvermietung gebaut, während die Kaufpreisanpassung unter allen Nutzungsarten am weitesten fortgeschritten ist. Die Konjunkturschwäche hat die Nachfrage nach Mietflächen zwar gedämpft, sie hat sich aber auf das Niveau der Vor-Corona-Zeit eingependelt. Die Spitzenmieten wachsen weiterhin, wenn auch verlangsamt. Langfristig werden Megatrends, wie die Digitalisierung von Lieferketten, Hyperconnectivity oder das autonome Fahren, die Flächennachfrage und die Mietpreinsniveaus stützen.

Auch der Mietwohnungsmarkt bietet weiter Chancen für Investoren. Hauptargumente für Engagements am Wohnimmobilienmarkt sind die gut prognostizierbaren Mieteinkünfte und die steigende Wohnungsnachfrage in den Wachstumsregionen. Die geringe Neubautätigkeit bewirkt, dass sich der Wohnraumangel weiter verschärft, was den Wohnungsleerstand auf ein Minimum sinken lässt und für weiter steigende Mieten sorgt.

Gute Investmentopportunitäten sind derzeit auch in kleineren Nutzungsarten zu finden, etwa bei sogenannten Healthcare-Immobilien, also betreutem Wohnen, Ärzthäusern, medizinischen Versorgungszentren, Reha- und Fachkliniken. Hier treibt vor allem der demographische Wandel die Flächennachfrage, während sich der Preisdruck auf die Immobilien bislang in Grenzen hält.

Immobilienmarkt weiter in der Findungsphase

Über alle Nutzungsarten hinweg führten das veränderte Zinsumfeld, Unsicherheiten in der weltpolitischen Lage und die Konjunktüreintrübung seit Herbst 2022 dazu, dass die Investmentvolumina stark zurückgegangen, die Kaufpreise gesunken und damit die (Ankaufs-)Renditen gestiegen sind. Die Preisfindungsphase wird wohl mindestens im laufenden Jahr anhalten, wobei sich in einigen Nutzungsarten eine Bodenbildung abzeichnet. Rückläufige Inflationsraten lassen erwarten, dass die Europäische Zentralbank den Leitzins leicht absenken wird, was positive Impulse im Immobilienmarkt setzen dürfte.

Auch in einem herausfordernden Marktumfeld lassen sich mit gutem Marktüberblick und Erfahrung Gelegenheiten für lohnende antizyklische An- und Verkäufe ausmachen – zumal der Wettbewerb auf der Nachfrageseite deutlich abgenommen hat. Auf der Angebotsseite finden sich zunehmend Opportunitäten, die mit einem attraktiven Renditeprofil, inflationsgeschützten Cashflows und hoher Qualität hinsichtlich Gebäudesubstanz, Lage, Nachhaltigkeit und Mieterbesatz aufwarten. Die Opportunitäten lassen sich vor allem mit Individualmandaten oder Club Deals nutzen, weil diese im Gegensatz zu Poolfonds keine Fondsstrategie verfolgen müssen und kürzere Entscheidungswege aufweisen.

Kein Weg führt an ESG vorbei

In den vergangenen Jahren hat die Integration von Nachhaltigkeitskriterien in Immobilieninvestitionen institutionellen Anlegern geholfen, langfristige Werte zu schaffen, Risiken zu mindern und den gesellschaftlichen und ökologischen Auswirkungen ihrer Investitionen Rechnung zu tragen. Sehr deutlich wurde der Einfluss von ESG-Faktoren auf die Wertentwicklung der Assets. Vor allem Gebäude, die nicht energieeffizient sind, verlieren an Wert und laufen Gefahr, unverkäuflich und unfinanzierbar zu werden. Dagegen kann eine positive ESG-Performance den Wert einer Immobilie steigern, Renditen verbessern und die Attraktivität für Mieter erhöhen.

ESG-Kriterien helfen, Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken zu identifizieren und zu bewerten, die sich auf Immobilieninvestitionen auswirken können. Regierungen und Aufsichtsbehörden setzen zunehmend strengere Umwelt- und Sozialstandards durch. Institutionelle Investoren stehen unter wachsendem Druck – auch von ihren eigenen Stakeholdern, einschließlich Kunden, Mitarbeitern und der breiteren Öffentlichkeit – verantwortungsbewusst zu investieren.

Erfolgsfaktor Management

In Zeiten, in denen die Fondsperformance nicht maßgeblich durch die Wertsteigerung der Immobilien geprägt ist, spielt aktives Asset Management eine große Rolle. So lassen sich mit gezielten Investitionen in den Gebäudebestand ESG-Konformität und Nutzerkomfort erhöhen und Immobilienwerte erhalten und auch steigern.

Zudem sind Steigerungen der Mieterträge essenziell, damit Investments in Büroimmobilien in der aktuellen Marktsituation mit allenfalls stabilen Immobilienwerten rentabel bleiben. Mieten wirken als wesentlicher Treiber für die laufende Rendite und tragen überdurchschnittlich zur Wertsicherung der Immobilieninvestments bei. Die höheren laufenden Renditen sind wiederum notwendig, um das gestiegene Miet- und Marktrisiko einzupreisen. So bleiben Immobilien gegenüber anderen Anlagearten konkurrenzfähig. Zentral ist, mit einem proaktiven Vermietungsmanagement die Leerstandsquoten gering zu halten und sich intensiv um bestehende und potenzielle Mieter zu bemühen. Das sichert einen stabilen Cashflow.

Wenn institutionelle Investoren unzufrieden sind mit der Leistung ihres Asset Managers, etwa bei anhaltender Leerstandsproblematik oder wenn Chancen auf Repositionierungen ungenutzt bleiben, sollten sie zeitig einen Wechsel des Dienstleisters in Erwägung ziehen. Ein Asset Manager mit eigenem technischem Know-how kann beispielsweise auch einspringen, wenn per Forward Deal Projektentwicklungen angekauft wurden, bei denen der bisherige Anbieter den Herausforderungen nicht mehr gewachsen ist.

HIH



Carsten Demmler
Geschäftsführer

HIH Invest Real Estate GmbH
Ericusspitze 1
20457 Hamburg

T: +49 40 32823644
E: cdemmler@hih.de
www.hih-invest.de

Chancen durch Bündelung und Einbringung

Auch über die Fondsebene hinaus gibt es Spielräume für Optimierung. Mit Dachfonds- und Bündelungslösungen lassen sich Portfolios wetterfest machen und der Verwaltungsaufwand für die Immobilienanlagen verringern. Beispielsweise können Auf- und Abwertungseffekte in den Portfolios ausbalanciert oder stille Reserven gezielt geschaffen bzw. aufgelöst werden. Mit Dachfondslösungen sind Investoren zudem in der Lage, die Höhe und den Zeitpunkt der Ausschüttungen passgenau festzulegen und damit Ergebnisse zu steuern.

Die Dachfonds, Masterfonds und Bündelungslösungen, die in der derzeitigen Marktphase sehr stark nachgefragt werden, hat die HIH Invest in ihrem Geschäftsbereich Multi Manager Business zusammengeführt. Es umfasst aktiv gemanagte Lösungen, aber überwiegend Mandate, bei denen die HIH Invest ihren Kunden einen Masterfonds für die Alternative Kapitalanlage komplett aus einer Hand liefert. Sie bieten eine hohe Transparenz des Portfolios, denn auch eine Reporting-Lösung ist inbegriffen.

Fazit

Damit Immobilieninvestments im aktuellen Marktumfeld ihre Stärken ausspielen können, sollten institutionelle Investoren ihre Strategie entsprechend anpassen. Den Fokus sollten sie auf aktives Asset Management legen, vor allem, was Energieeffizienz der Gebäude und Vermietungsmanagement angeht. Dachfonds- und Bündelungslösungen können für Resilienz im Portfolio sorgen und den Investoren helfen, ihre Immobilienanlagen besser zu überblicken und Optimierungsmöglichkeiten zu erkennen.

2. Acht Thesen – Experten antworten

In diesem Kapitel haben wir Vertreter aus den Sponsorenhäusern gebeten, zu acht Thesen Stellung zu nehmen. Die Thesen sind bewusst plakativ formuliert und bieten Potenzial für unterschiedliche Sichtweisen.



Thomas Ortmer
Business Development Director
PERES Global Services - Private Equity
and Real Estate Solutions

CACEIS Bank S.A., Germany Branch



Patrick Westerhoff
Leiter Vertriebsmanagement
Operations & Verwahrstelle

DZ BANK



Julia Eickmeyer
Head of Relationship Management
Real Assets Deutschland

HAUCK AUFHÄUSER LAMPE
PRIVATBANK



Carsten Demmler
Geschäftsführer

HIH Invest Real Estate

„Aufgrund der gegenwärtigen wirtschaftlichen und konjunkturellen Herausforderungen wird die Assetklasse Immobilien langfristige und ernsthafte Probleme haben.“

Ortner: „Nein, diese Pauschalaussage sehen wir grundsätzlich nicht so. Immobilien sind und bleiben eine attraktive Anlageform, auch wenn sie derzeit unter Druck stehen. Immobilieninvestoren verfolgen langfristige Ziele und wir sehen am Markt, trotz allgemeiner Zurückhaltung, doch einige institutionelle Investoren, die bereits der aktuellen Situation entgegenwirken. Immobilien sind in einigen Assetklassen niedriger bewertet und die Transaktionspreise sind gesunken. Dies macht sie schon wieder für langfristig angelegte Investoren attraktiver, als sie es noch vor einigen Monaten waren, und regt bereits neuen Investitionsappetit an. Betrachten wir die Immobiliensegmente in Deutschland separat, ist nach wie vor unstrittig, dass beispielsweise zusätzliche Wohnungen benötigt werden. Büroimmobilien stehen noch immer unter Druck. Logistikimmobilien zeigen sich resilient. Zusammenfassend kann man sagen, dass die Einflussgrößen für eine Aufwärtsentwicklung im Immobiliensektor vielseitig sind. Allen voran ist sicher die Zinsentwicklung zu nennen. Aber auch politische Maßnahmen könnten etwa den Wohnungsmarkt beleben – dazu gehören die Schaffung verlässlicher Rahmenbedingungen bei der Wohnbauförderung, die Beschleunigung der Baurechtschaffung sowie die Vereinheitlichung und Vereinfachung der Bauordnungen auf Bundesebene.“

Westerhoff: „Sicherlich steht die Branche aktuell vor vielfältigen Herausforderungen: Kostensteigerungen im Bauwesen, die aktuell fehlende Illiquiditätsprämie und die Etablierung von neuen Arbeitsmodellen wie dem Homeoffice sind Themen, die in der Branche gesteuert werden müssen. Es ist jedoch wichtig anzumerken, dass es in der Vergangenheit bereits Phasen mit höheren Zinsen und anderen exogenen Faktoren gegeben hat, welche erfolgreich bewältigt wurden. Auch in Zukunft wird ein typisches institutionelles Portfolio signifikant in Immobilien investiert sein.“

Eickmeyer: „Trotz der aktuellen wirtschaftlichen, konjunkturellen und geopolitischen Herausforderungen bin ich fest davon überzeugt, dass Immobilien weiterhin eine attraktive Assetklasse sind und bleiben. Das schwierige Marktumfeld wird aktuell insbesondere durch erhöhte Baukosten und Finanzierungsschwierigkeiten, ausgelöst durch den Zinsanstieg, bestimmt. Dadurch sind viele Bauvorhaben nicht mehr rentabel. Dies wird allerdings keinen langfristigen Zustand darstellen.“

Der Sachwertcharakter und ihre Fähigkeit, vor allem langfristig, stabile Renditen zu generieren, sorgen dafür, dass Immobilien auch im schwierigen Marktumfeld zukunftsfähig bleiben. Dies haben auch vergangene Krisen gezeigt.“

Demmler: „Die Anlageklasse Immobilien wird weiterhin eine bedeutende Rolle in der Kapitalanlage institutioneller Investoren im Rahmen einer diversifizierten Asset Allocation einnehmen. In nahezu einer Dekade, die geprägt war von niedrigen Zinsen, haben Investoren ihre Immobilienquote deutlich ausgeweitet. In dem veränderten Marktumfeld mit Zinsen auf „Normalniveau“ werden die Allokationen nunmehr mittel- und langfristig wieder an die portfoliomanagementseitig optimierte Chancen-Risiko-Situation angepasst, das heißt die Immobilienallokation wird reduziert und mögliche Neuinvestments werden selektiv im Rahmen einer ad-

justierten Allokation stattfinden. Dies betrifft sowohl die Gesamtquote als auch die sektoralen Anpassungen im Rahmen des makroökonomischen und demografischen Umfeldes.

Grundsätzlich ist kurz- und mittelfristig vor dem Hintergrund von Allokationsanpassungen von einer geringeren Nachfrage nach der sektoralen Assetklasse Büro auszugehen, hier wird der Schwerpunkt bei selektiven Opportunitäten für attraktive Einzelobjekte liegen. Gefragt sein werden darüber hinaus insbesondere die Assetklassen Logistik und Wohnen.

In der derzeitigen Marktphase steht insbesondere das aktive Management der Bestände im Fokus: Nachhaltigkeit und Umsetzung der ESG-Kriterien, moderne Büroflächen, die den Mitarbeitenden ins Büro einladen, Flexibilität und Anpassung im Vermietungsprozess und auch ins Stocken geratene Projektentwicklungen, die übernommen und erfolgreich abgeschlossen werden.“

„Die Zinswende in 2022 mit einhergehender erhöhter Attraktivität von liquiden Bondinvestments sowie gestiegenen Finanzierungskosten werden keine langfristig nachhaltig dämpfende Wirkung für Immobilieninvestments institutioneller Investoren haben.“

Westerhoff: „Die Zinswende hat eine gewisse dämpfende Wirkung auf Immobilieninvestments institutioneller Investoren, was sich auch in der Anzahl der stattgefundenen Immo-

bilientransaktionen 2023 widerspiegelt. Dennoch ergeben sich auch wieder Investitionschancen, da unter anderem mehrere zinssenkende Schritte absehbar sind.“

Fickmeyer: „Die Zinswende im Jahr 2022 hat zweifellos erhebliche Auswirkungen auf Immobilieninvestments institutioneller Investoren gehabt. Während höhere Zinsen die Attraktivität von Anleihen steigern, erhöhen sie gleichzeitig die Finanzierungskosten für Immobilieninvestitionen, wodurch diese aufgrund höherer Kosten und geringerer Renditen unattraktiver für institutionelle Investoren wurden. Dies führte zu einem spürbaren Rückgang der Transaktionen im Jahr 2023 – von rund einem Drittel im Vergleich zum Vorjahr –, da institutionelle Investoren vermehrt ihre Portfolioallokation überdachten und in andere Assetklassen diversifizierten. Die Generierung von neuen Zeichnungsscheinen erschien deutlich erschwert und das Thema Anteilsscheinrückgabe trat stärker in den Fokus als zuvor.“

Demmler: „Die im Niedrigzinsumfeld der vergangenen Jahre als Alternative stark fokussierte Anlageklasse Immobilien ist aktuell nicht mehr alternativlos. Die Nachfrage nach Immobilieninvestments wurde nach einem sehr guten Jahrzehnt stark gedämpft und befindet sich wieder auf einem normalen Level. Die Attraktivität von Anlagen in Bondinvestments ist zurück und sorgt aktuell für eine verstärkte Allokation von Neuinvestments in festverzinsliche Anlagen, die in den vergangenen Jahren lediglich in einem regulatorisch notwendigen Maße stattgefunden haben, da die Rendite vergleichsweise niedrig war.

Auslaufende Kreditfinanzierungen stellen für den Immobilienmarkt eine Herausforderung durch die nun höheren Fremdkapitalzinsen dar. Vor diesem Hintergrund nutzen einige Investoren ihr Eigenkapital eher für Anschlussfinanzierungen auslaufender Kredite als für Neuinvestitionen, dadurch wird die mittelfristige Nachfrage nach Neuinvestments be-

einträchtig. Dennoch werden sich Investoren in dem korrigierenden Marktumfeld attraktive Objektqualitäten in guten Lagen mit entsprechenden Renditen sichern.“

Ortner: „Wir sehen aktuell recht viel Zurückhaltung aufgrund der aktuellen Markt- und auch Zinssituation. Aber dies ist unseres Erachtens wirklich nur eine temporäre Dämpfung und kein fortwährender Trend. Es bleibt spannend zu beobachten, wie sich der Zins als Leitfaktor im Laufe des Jahres tatsächlich entwickelt. Umfragen zufolge rechnen viele der Asset Manager und institutionellen Investoren wenigstens mit stabilen Zinsen, einige aber durchaus mit tendenziell sinkenden Zinsen. Dies könnte die Nachfrage nach Immobilieninvestments nicht nur stabilisieren, sondern tendenziell leicht motivieren. Dabei müssen wir die Immobiliensegmente hinsichtlich der Wachstumschancen stets differenziert betrachten.“

„Die gegenwärtigen Bewertungskorrekturen nach unten bergen noch eine erhebliche Sprengkraft für (indirekte) Immobilienkapitalanlagen institutioneller Investoren.“

Eickmeyer: „Das Thema Bewertungskorrekturen ist komplex, da viele Faktoren eine Rolle spielen – beispielsweise die Frage nach Lage, Nutzungsart oder ob es sich um Neubau- oder Bestandsimmobilien handelt. Grundsätzlich gehe ich davon aus, dass wir einen großen Teil an Bewertungskorrekturen bereits gesehen haben, diese aber nicht vollständig beendet sind. Von einer erheblichen oder gar plötzlichen Sprengkraft würde ich aktuell nicht sprechen wollen, da das Thema Bewertungskorrekturen bereits transparent am Markt diskutiert und wahrgenommen wird.“

Demmler: „Die Bewertung von Immobilien kannte nahezu zehn Jahre nur Aufwertungen bei gleichzeitig deutlich über den Kapitalmarktzinsen liegenden Ausschüttungsrenditen. Seit nunmehr knapp zwei Jahren hat sich durch das historisch sehr dynamisch angepasste Zinsniveau die Situation von Bewertungsanpassungen im Sinne von Abwertungen ergeben. Das sorgt teilweise kurzfristig für einen Wertberichtigungsbedarf, doch in der Regel sind Ausschüttungen durch Inflationsindexierungen und die damit verbundenen steigenden Mieten wiederum ein positiver Aspekt. Langfristig ist von stabilisierenden und wieder steigenden Bewertungsniveaus auszugehen.“

Ortner: „Besonders der Markt für Büroimmobilien ist unter Druck. Aktuell ist ein Mietermarkt zu beobachten. Jüngste Umfragen zeigen, dass Vermieter bei langfristigen Mietabschlüssen häufig Zugeständnisse machen müssen. Auch werden die Preisunterschiede zwischen „grünen“ und „braunen“ Immobilien weiter wachsen. Taxonomiekonforme Immobilien sind demnach im Vorteil. Bestandsimmobilien müssen häufig restrukturiert werden, um neue Attraktivität zu erlangen. Insofern sind Bewertungskorrekturen valide und werden sich auch auf Immobilienfonds auswirken.“

Westerhoff: „Es hat bereits einige Bewertungskorrekturen nach unten gegeben, jedoch ist die Sprengkraft für (indirekte) Immobilienkapitalanlagen von institutionellen Investoren noch nicht erheblich. Deutsche institutionelle Investoren setzen weiterhin auf Core Immobilien in Deutschland und Kern-europa, die eine hohe Werthaltigkeit und attraktive Lagen aufweisen. Jedoch wird zukünftig der Nutzungsart bei der Investitionsentscheidung eine noch wichtigere Rolle zukommen.“

„Der Markt für Immobilienspezialfonds hat sich dem Markt für Wertpapierspezialfonds hinsichtlich Standardisierung, Prozessoptimierung und Automatisierung in den letzten Jahren deutlich angenähert.“

Demmler: „Die Relevanz von Immobilienspezialfonds ist für institutionelle Portfolien deutlich gestiegen, entsprechend war eine Optimierung der Prozesse und Standards notwendig, die mit einer großen Dynamik durchgeführt wurde. Reportings enthalten neben regulatorischen Notwendigkeiten auch wirtschaftlich eine deutlich höhere Transparenz zur Kennzahlensteuerung, die Prozesswelten der Kapitalverwaltungsgesellschaften wurden deutlich verbessert und automatisiert. Es ist weiterhin wichtig, den eingeschlagenen Pfad konsequent fortzusetzen und insbesondere Ressourcen für Digitalisierung und Automatisierung einzusetzen.“

Ortner: „Ja, auch wir nehmen eine Annäherung wahr. Wir sehen gleichzeitig aber noch viel Potenzial hinsichtlich weiterer Standardisierung und Automation. Die Anzahl manueller Prozesse ist vieler Orten noch immer recht hoch. Dennoch beobachten wir eine steigende Akzeptanz und auch Bereitschaft zum Einsatz neuer Technologien. Insofern erwarten wir diesbezüglich hier eine weitere Annäherung. Wie schnell und umfassend diese Entwicklung in der gesamten Industrie voranschreiten wird, bleibt indes schwer einzuschätzen.“

Westerhoff: „Eine Annäherung in der Prozesseffizienz hat sicherlich stattgefunden, jedoch existieren aufgrund der Unterschiede in den Assetklassen (Immobilien vs. Wertpapiere) weiterhin signifikante Unterschiede. Fortschritte wurden insbesondere in Bezug auf standardisiertes Reporting, schnellere Taktung und die Nutzung von künstlicher Intelligenz zur Prozessoptimierung erzielt, z. B. bei der Aufbereitung von Kaufverträgen, Bewertungen und Due Diligence Reports.“

Fickmeyer: „Der Markt für Immobilienspezialfonds hat sich meines Verständnisses nach in den letzten Jahren deutlich an den Markt für Wertpapierspezialfonds angenähert. Ein Beispiel: Heute kann die Fondsaufgabe eines offenen Immobilienspezialfonds durch die Verwahrstelle über Clearstream ohne physische Globalurkunde erfolgen. Fortschritte in Standardisierung, Prozessoptimierung und Automatisierung haben die Effizienz und Transparenz des Marktes in den letzten Jahren erhöht. Dennoch bleibt festzuhalten, dass Immobilieninvestitionen aufgrund ihrer Komplexität und spezifischen Anforderungen weiterhin einen gewissen Grad an Individualität erfordern, der sich vom Wertpapierbereich unterscheidet. So ist der Eigentumsübergang bei Immobilien beispielsweise deutlich komplexer als im Wertpapierbereich – hier ist beispielsweise an das System der Grundbuchämter in Deutschland zu denken.“

„Listed Real Estate und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften (z. B. Investment-AG/-KG) sind ernsthafte Konkurrenz für den Immobilienspezialfonds.“

Westerhoff: „Der offene Immobilienspezialfonds bleibt weiterhin das beliebteste Anlagevehikel unter unseren Spezialfondskunden, Listed Real Estate spielt unserer Wahrnehmung nach nur eine untergeordnete Rolle. Beteiligungen an Immobiliengesellschaften, insbesondere in der Form der Investment-KG, haben sich als relevantes Investitionsmodell etabliert, sind im Vergleich zur Anzahl und Größe offener Immobilienfonds aber eher Ergänzung als ernsthafte Konkurrenz.“

Eickmeyer: „Da es sich um sehr unterschiedliche Produkte handelt, halte ich einen direkten Vergleich für schwierig. Grundsätzlich vertrete ich die Meinung, dass Listed Real Estate und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften keine ernsthafte Konkurrenz für den Immobilienspezialfonds darstellen, da Immobilienspezialfonds aufgrund ihrer Struktur und Flexibilität eine beliebte Wahl für institutionelle Investoren bleiben, die spezifische Strategien und Risikoprofile verfolgen.“

Die Auflage von Investment-AGs sehen wir kaum am Markt. Investment-KGs hingegen schon. Dennoch bin ich nicht der Meinung, dass diese eine ernsthafte Konkurrenz zum Immobilienspezialfonds darstellen. Die Auflage einer Investment-KG kann aber eine sinnvolle Alternative sein – beispielsweise in Form von Ein-Anleger-Fonds.

Listed Real Estate würde ich in diesem Vergleich außen vor lassen wollen, da sich die Merkmale dieses Produktes mei-

nem Verständnis nach zu stark vom Immobilienspezialfonds unterscheiden.“

Demmler: „Seit einigen Jahren spielen insbesondere Immobiliengesellschaften eine immer wichtigere Rolle in der institutionellen Immobilienanlage. Investoren beteiligen sich direkt im Rahmen von Private Placements oder Club-Deals mit wenigen weiteren Investoren gezielt an einzelnen Immobilien oder kleineren Portfolien. Es zeichnet sich ab, dass in den nächsten Jahren stärker in Immobiliengesellschaften investiert wird als in Immobilienspezialfonds.“

Listed Real Estate hat bisher kaum den Sprung in den Fokus der deutschen Investoren geschafft. Bei internationalen Investoren liegt Listed Real Estate mehr im Blickpunkt.“

„Der deutsche Immobilienspezialfonds ist entsprechenden Vehikeln aus anderen Jurisdiktionen wie Luxemburg oder Irland hinsichtlich Attraktivität weit unterlegen.“

Westerhoff: „Deutsche Immobilienspezialfonds sind für Anleger aus Deutschland das geeignete Bündelungsvehikel, insbesondere wenn auch direkte Immobilieninvestments getätigt werden sollen. In Luxemburg und Irland werden vor allem indirekte Investitionen über SPVs bzw. Objektgesellschaften in Fonds verwaltet. Luxemburg und Irland sind insbesondere attraktiv, wenn internationale Investoren angesprochen werden sollen. Für deutsche Anleger gibt es jedoch wenige Gründe, ihre Immobilienanlagen nicht in einem deutschen Fondsvehikel zu bündeln.“

Fickmeyer: „Im Vergleich zu entsprechenden Vehikeln aus anderen Jurisdiktionen wie Luxemburg oder Irland steht der deutsche Immobilienspezialfonds keineswegs zurück. Dies ist insbesondere dank seiner Rechtssicherheit, Standardisierung sowie effizienter und schneller Auflageprozesse der Fall. Vor diesem Hintergrund ist der Immobilienspezialfonds auch ein beliebtes Produkt für institutionelle Investoren, wie Pensionskassen oder Versorgungswerke. Die jüngsten regulatorischen Änderungen, wie etwa das Fondsstandortgesetz, haben seine Attraktivität sogar weiter gesteigert, indem sie zusätzliche Flexibilität und Möglichkeiten für Investoren geschaffen haben – beispielsweise durch die Erhöhung der Leverage-Grenze auf 60 %.“

Demmler: „Der deutsche Immobilienspezialfonds ist unseres Erachtens keineswegs unattraktiver als vergleichbare Produkte in ausländischen Jurisdiktionen. Insbesondere mit Blick auf Investitionen in Deutschland und aus der Perspektive deutscher institutioneller Investoren bietet der Fondsstandort ein Instrumentarium, das durch spezialisierte AIFMs und weitestgehend standardisierte Prozesse und Vehikel insbesondere kostenseitig überzeugt. Innerhalb der Möglichkeiten an Vehikeln, die das KAGB eröffnet, führt speziell die Aussteuerung des steuerlichen Regimes im InvStG unter Berücksichtigung der Investitionsländer und -strukturen zu einer anlegerspezifisch optimalen Ausprägung. Zwar stehen die steuerlichen Ausgestaltungen auch ausländischen AIFs offen, sofern der Anwendungsbereich des InvStG eröffnet ist, allerdings wird insbesondere das Regime des Spezial-Investmentfonds nach Kapitel 3 InvStG aufgrund der damit einhergehenden steuerlichen Pflichten in Deutschland in der Praxis kaum gewählt. Die im Ausland schnellere Anpassungsgeschwindigkeit bei den gesetzlichen Rahmenbedingungen kann damit kompensiert werden, zudem wird auch in Deutschland der Rahmen stetig weiterentwickelt.“

Ortner: „Ich denke, man kann diese These nicht so verallgemeinern. Jeder Markt hat seine Vor- und Nachteile. Tatsächlich sind nicht nur die Interessen, sondern auch die Vorlieben der Investoren hierbei zu berücksichtigen. Demnach bewegen sich viele gerne in der gleichen Sprache und in einem bekannten Rechtsumfeld – so ist der deutsche Spezialfonds vielen deutschen Investoren auf natürliche Weise einfach zugänglicher. Wohingegen etwa Irland und Luxemburg von US- und anglo-amerikanischen Investoren bevorzugt werden.“

„Alle Anbieter entlang der Prozesskette von Immobilieninvestments stöhnen unter der Last von ESG-Regulierung sowie entsprechender Auflagen und Dokumentationspflichten.“

Fickmeyer: „ESG ist zu einem integralen Bestandteil der Immobilienwirtschaft geworden. Dies nicht nur vor dem Hintergrund, dass die Immobilienwirtschaft einen nicht zu unterschätzenden Einfluss auf den Klimawandel hat und damit als Branche eine signifikante Verantwortung trägt.

Neben der „Last“, welche die Regulierung mit sich bringt, darf nicht in Vergessenheit geraten, dass die Umsetzung von ESG-Kriterien auch langfristig zu Ertragssteigerungen führen kann und soll. Die Stabilisierung und Weiterentwicklung von Bestandsimmobilien wird deren langfristige Rentabilität sicherstellen. Viele Asset Manager haben bereits vor Zeiten von ESG auf Nachhaltigkeit gesetzt.

Trotz der potenziell langfristigen Vorteile sind die Auflagen und Dokumentationspflichten, die mit der ESG-Regulierung einhergehen, teilweise eine Belastung für die Akteure und

erfordern meiner Meinung nach eine verbesserte Standardisierung und Klarheit, beispielsweise in Bezug auf die Anforderungen bei der Fondsauflage eines Artikel-8- oder -9-Fonds oder in Bezug auf Reportingstandards. Hier müssen zwingend einheitlichere Prozesse geschaffen werden, die auch eine bessere Messbarkeit der Kriterien ermöglichen. Auch aus Investorensicht wäre hier ein höheres Maß an Überschaubarkeit wünschenswert.“

Demmler: „Die ESG-Regulierung erfordert einen notwendigen Veränderungsprozess im Immobilienmarkt, der viele Jahre vernachlässigt wurde. Die ESG-Kriterien helfen, Umwelt-, Sozial- und Governance-Risiken zu identifizieren und zu bewerten, die sich auf Immobilieninvestitionen auswirken können. Neben den unerlässlichen Maßnahmen an Gebäuden zum Erreichen der Klimaziele bedeuten die Umsetzungen ebenso eine Werterhaltung der Immobilien und auf Sicht eine Senkung der Kosten. Regierungen und Aufsichtsbehörden setzen zunehmend strengere Umwelt- und Sozialstandards durch. Entsprechend stehen institutionelle Investoren unter wachsendem Druck, verantwortungsbewusst zu investieren. Es gilt, die Portfoliostrategie in puncto ESG mit den organisatorischen Maßnahmen und Prozessen konsequent umzusetzen und Impact zu schaffen.“

Ortner: „Dies können wir aus Gesprächen mit unseren Kunden bestätigen. Viele wünschen sich hinsichtlich der ESG-Regulierung zudem klarere Definitionen mit entsprechender Perspektive. Das regelmäßige Einstellen auf sich verändernde Anforderungen empfinden viele als mühsam und arbeitsintensiv. Es kostet operativ wertvolle Ressourcen, wobei der wirtschaftliche Nutzen ESG-konformer Immobilien grundsätzlich unstrittig ist.“

Westerhoff: „Als Verwahrstelle stehen wir vor verschiedenen Herausforderungen aufgrund der ESG-Regulierung. Die

unterschiedlichen Datenquellen und die noch fehlende klare Regelung, was in welcher Tiefe und Frequenz und in welchem Modell zu kontrollieren ist, stellen weiterhin Unsicherheitsfaktoren dar. Ein regelmäßiger Branchenaustausch mit allen Prozessbeteiligten ist wichtig und die Basis für einen zu etablierenden Marktstandard.“

„Investmentstrategien, Portfoliokonstruktion und Prozesse der Organisation von indirekten Immobilieninvestments werden sich in zehn Jahren aus heutiger Sicht völlig revolutionieren.“

Demmler: „In zehn Jahren wird der Markt für Immobilien in indirekten Anlagen disruptiv sein. Sowohl die Beteiligung an Investments als auch die Abwicklung werden vollständig digital stattfinden, Plattformen werden Angebot und Nachfrage zusammenbringen und das Thema Liquidität von illiquiden Anlagen wird deutlich optimiert sein. Deshalb ist es für Marktteilnehmer enorm wichtig, den Trends zur Digitalisierung der Branche zu folgen und besser noch: neue Maßstäbe zu setzen.“

Ortner: „Wenn uns die letzten fünf Jahre etwas gelehrt haben, dann doch die Erkenntnis, dass vieles nicht mehr sicher über Zeiträume wie etwa 10 Jahre nachhaltig planbar ist. Insofern ist der Blick auf die gefragten, möglichen Veränderungen bis ins Jahr 2034 schwierig. Aber im Ernst: Es gibt sicherlich noch viele Unwägbarkeiten zu berücksichtigen, aber signifikante Entwicklungen im Bereich der indirekten

Immobilieninvestments sind grundsätzlich nicht auszuschließen. Wir sind überzeugt, dass die vor dem Bereich der Immobilienfonds liegenden Herausforderungen mit gesundem Unternehmertegeist und hoher Flexibilität der Marktteilnehmer angenommen und gemeistert werden. Rückblickend hat die Immobilieninvestmentbranche eben diese Fähigkeit in den vergangenen Jahrzehnten eindrucksvoll unter Beweis gestellt. Wir sind überzeugt, dass die Marktteilnehmer diese Attitüden auch in der Zukunft fortführen werden.“

Westerhoff: „Eine Revolution können wir aus heutiger Sicht nicht feststellen, können es aber auch nicht völlig ausschließen. Eine Evolution ist auf jeden Fall zu erwarten, insbesondere in Bezug auf die Digitalisierung des Investmentprozesses und die Nutzung neuer technischer Plattformen. Ein Beispiel hierfür ist die Möglichkeit der Tokenisierung von Assetklassen, die neue Investitionsmöglichkeiten und effizientere Transaktionsabläufe bieten kann. Es wird kontinuierliche Verbesserungen und Anpassungen geben, voraussichtlich jedoch keine grundlegenden Umwälzungen des gesamten Systems.“

Eickmeyer: „Die Entwicklung von Investmentstrategien, Portfoliokonstruktionen und organisatorischen Prozessen im Bereich indirekter Immobilieninvestments unterliegen bereits jetzt einem stetigen Wandel. Die zunehmenden regulatorischen Anforderungen und die sich verändernde wirtschaftliche Landschaft erfordern eine kontinuierliche Anpassung und Innovation. Idealerweise greifen verschiedene Faktoren dieses Wandels ineinander, beispielsweise wirtschaftliche Bedürfnisse und regulatorische Anforderungen. Hierbei denke ich an die Möglichkeit, durch das Fondsstandortgesetz über offene Spezialfonds nach § 284 KAGB vermehrt in Infrastruktur investieren zu dürfen.

Technologische Fortschritte wie die Nutzung von Blockchain und künstlicher Intelligenz sowie veränderte Arbeitswelten

durch Homeoffice und New Work nehmen dabei ebenfalls eine zunehmend wichtige Rolle ein. Sie revolutionieren die Prozessorganisation grundlegend. Diese Revolution ist allerdings bereits heute in vollem Gange.“

3. Methodik & Struktur

Die vorliegende Marktanalyse über Immobilienspezialfonds basiert auf Datensätzen, die von der Deutschen Bundesbank zur Verfügung gestellt werden. Kommalpha hat die entsprechenden Daten aus der Statistik über Investmentvermögen von der Deutschen Bundesbank bezogen und gemäß der inneren Logik zur weiteren Analyse datenbanktechnisch aufbereitet. Dabei handelt es sich um rund 650.000 Datenpunkte der letzten 13 Jahre mit Datenstichtag 31. Dezember 2023.

Die Statistik über Investmentvermögen umfasst die von Kapitalverwaltungsgesellschaften und extern verwalteten Investmentgesellschaften gebildeten Investmentvermögen nach § 1 des Kapitalanlagegesetzbuches (KAGB). Die Meldeverpflichtung umfasst neben inländischen Investmentvermögen auch EU-Investmentvermögen nach § 1 Absatz 8 KAGB, die nicht dem Recht eines anderen Mitgliedsstaates der Europäischen Währungsunion (EWU) unterliegen, sowie ausländische Alternative Investmentfonds (AIF) nach § 1 Absatz 9 KAGB. Gegenstand der Erhebung sind zudem inländische Investmentvermögen, die von ausländischen Gesellschaften im Wege des grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehrs verwaltet werden. Aufgrund dieses Meldekranzes unterscheiden sich die Daten der Deutschen Bundesbank leicht von Daten des Deutschen Fondsverbands BVI.

Die Abgrenzung der Fondskategorien erfolgt in Anlehnung an die Definition der Vermögensgegenstände im KAGB und an die Richtlinie zur Festlegung von Fondskategorien für inländische Investmentvermögen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Die Unterscheidung der ausgewiesenen Anteilseignergruppen erfolgt gemäß Kundensystematik der Deutschen Bundesbank. Bei mehreren Anteilinhabern ist die Gruppe mit dem größten Anteilbesitz maßgeblich. Für die Unterscheidung zwischen In- und Ausländern ist der Sitz der Anteilinhaber entscheidend.

Folgende Definitionen kommen dabei zum Tragen:

Altersvorsorgeeinrichtungen

Hierzu gehören zum Beispiel berufsständische Versorgungswerke, Pensionskassen, Pensionsfonds, Unterstützungskassen sowie ausgelagerte Pensionsverpflichtungen (betriebsinterne Pensionsfonds, Contractual Trust Arrangements (CTAs)) institutioneller Anleger.

Versicherungen

Hierzu gehören alle privaten und öffentlich-rechtlichen Versicherungsunternehmen.

Kreditinstitute

Zu den inländischen Kreditinstituten zählen diejenigen Unternehmen, die Bankgeschäfte nach den Begriffsbestimmungen des § 1 Absatz 1 des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) betreiben. Hierzu gehören auch die Bausparkassen, die Kreditanstalt für Wiederaufbau, Bürgschaftsbanken sowie Zweigstellen ausländischer Banken.

Nicht finanzielle Kapitalgesellschaften („Corporates“)

Die Haupttätigkeiten nicht finanzieller Kapitalgesellschaften umfassen die Produktion von Waren sowie nicht finanzielle Dienstleistungen. Hierzu gehören auch Industriestiftungen sowie Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände.

Private Organisationen ohne Erwerbszweck

Private Organisationen ohne Erwerbszweck sind Organisationen mit eigener Rechtspersönlichkeit, deren Hauptmittel aus freiwilligen Geld- oder Sachbeiträgen stammen. Hierzu zählen zum Beispiel Stiftungen, Kirchen, Parteien, Gewerkschaften, wissenschaftliche Gesellschaften und Vereine.

Inländische Sozialversicherungen / öffentliche und kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen

Hierzu zählen zum Beispiel die Deutsche Rentenversicherung, die Bundesagentur für Arbeit und die gesetzlichen Kranken-, Pflege- und Unfallkassen. Weiterhin gehören dazu zum Beispiel die Versorgungsanstalt des Bundes und der Länder, die Zusatzversorgungskasse und das Zusatzversorgungswerk für Arbeitnehmer in der Land- und Forstwirtschaft.

Sonstige Finanzintermediäre

Die Hauptfunktion der sonstigen Finanzierungsinstitutionen besteht darin, finanzielle Mittlertätigkeiten auszuüben. Hierzu gehören zum Beispiel Factoringgesellschaften.

Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen

Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen erleichtern die finanzielle Mittlertätigkeit, übernehmen selbst aber keine Risiken durch den Erwerb finanzieller Aktiva oder das Eingehen von Verbindlichkeiten. Hierzu gehören zum Beispiel Versicherungsmakler, Finanzmakler, Wertpapiermakler, Anlageberater und Vermittler derivativer Finanzinstrumente.

Bund, Länder und Gemeinden sowie Ausländer

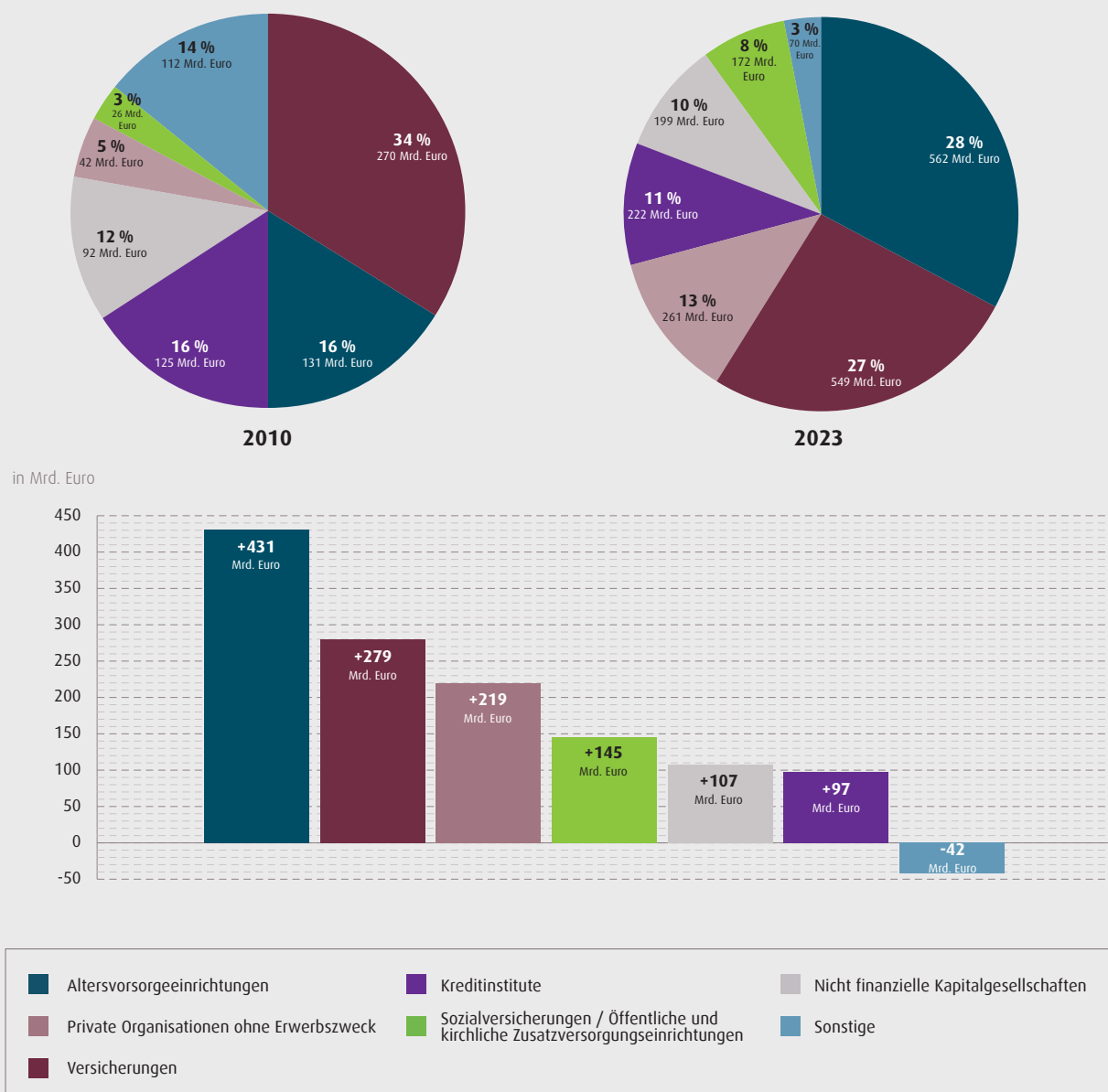
Wir haben aufgrund teilweise deutlich unterschiedlicher Größenverhältnisse auf verschiedenen Analyseebenen bestimmte Anteilseignersegmente in einigen Auswertungen dieser Marktanalyse zusammengefasst, um die entsprechende Darstellung zu optimieren.

4. Strukturelle Entwicklungen am Markt von Immobilienspezialfonds

Blicken wir zuerst auf den Spezialfondsmarkt als Ganzes und die Entwicklung der Volumina auf Ebene der Anteilseigner. Anfang 2010 betrug das Volumen, welches seitens institutioneller Investoren in Spezialfonds gehalten wurde, knapp über 797 Milliarden Euro. Versicherungen waren mit knapp 270 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 34 % die mit Abstand größte Investorengruppe, gefolgt von Altersvorsorgeeinrichtungen mit 131 Milliarden Euro und Kreditinstituten mit 125 Milliarden Euro, was jeweils einen Marktanteil von rund 16 % bedeutete. Corporates befanden sich mit 92 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 12 % auf Rang vier, gefolgt von privaten Organisationen ohne Erwerbszweck mit einem Spezialfondsvolumen in Höhe von 42 Milliarden Euro, was einen Marktanteil von 5 % bedeutete. Sozialversicherungen & öffentliche / kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen vereinen ein Spezialfondsvermögen von 26 Milliarden Euro auf sich. Unter den sonstigen Investoren mit einem Spezialfondsvolumen in Höhe von 112 Milliarden Euro per Anfang 2010 sind Finanzintermediäre mit 109 Milliarden Euro die mit Abstand größte Anteilseignergruppe. Die weiteren unter den sonstigen Investoren zusammengefassten Kundensegmente wie Bund, Länder, Gemeinden, Ausländer sowie Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen spielten seinerzeit so gut wie keine Rolle.

Ende 2023 beträgt das gesamte Spezialfondsvolumen 2.035 Milliarden Euro, was eine Zunahme von 1.238 Milliarden Euro in den letzten 13 Jahren oder Vervielfachung um den Faktor 2,5 bedeutet. Das ist eine gewaltige Entwicklung und zeigt die Beliebtheit und Attraktivität des Spezialfonds als Vehikel Nummer eins für indirekte Kapitalanlagen im deutschen institutionellen Asset-Management mehr als eindrucksvoll auf. Bei dieser exorbitanten Entwicklung kam es auch zu Verschiebungen der Marktanteile der Anteilseignergruppen. Altersvorsorgeeinrichtungen sind mit 562 Milliarden und einem Marktanteil von 28 % die größte Investorengruppe, gefolgt von Versicherungen mit 549 Milliarden Euro und 27 %. Private Organisationen ohne Erwerbszweck haben Kreditinstitute von Rang drei verdrängt und vereinen ein Spezialfondsvermögen von 261 Milliarden Euro auf sich, was einen Marktanteil von 13 % ausmacht. Kreditinstitute schließen sich mit 222 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 11 % an, relativ knapp gefolgt von Corporates mit 199 Milliarden Euro Spezialfondsvolumen und einem Marktanteil von 10 %. Sozialversicherungen & öffentliche/kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen haben in den letzten 13 Jahren ebenfalls deutlich zugelegt und kommen auf ein Spezialfondsvermögen von 172 Milliarden Euro und einen Marktanteil von 8 %. Sonstige Investoren haben an Bedeutung verloren und kommen nur noch auf ein Spezialfondsvolumen in Höhe von 70 Milliarden Euro. Der Blick auf das Balkendiagramm mit den Veränderungen des jeweiligen Spezialfondsvolumens innerhalb der vergangenen 13 Jahre pro Anteilseignergruppe untermauert das beeindruckende Wachstum des Spezialfondsgeschäfts bei Altersvorsorgeeinrichtungen. Ihre Spezialfondsanlagen nahmen in den letzten 13 Jahren um sage und schreibe 431 Milliarden Euro zu. Versicherungen liegen in dem Veränderungsranking mit einer Zunahme des Spezialfondsvermögens um 279 Milliarden Euro auf Rang zwei, gefolgt von privaten Organisationen ohne Erwerbszweck mit 219 Milliarden Euro. Die übrigen Anteilseignergruppen folgen, wie im Balkendiagramm dargestellt.

Abbildung 4.1: Zusammensetzung und Veränderung des Spezialfondsvermögens nach Anteilsinhabern 2010 und 2023



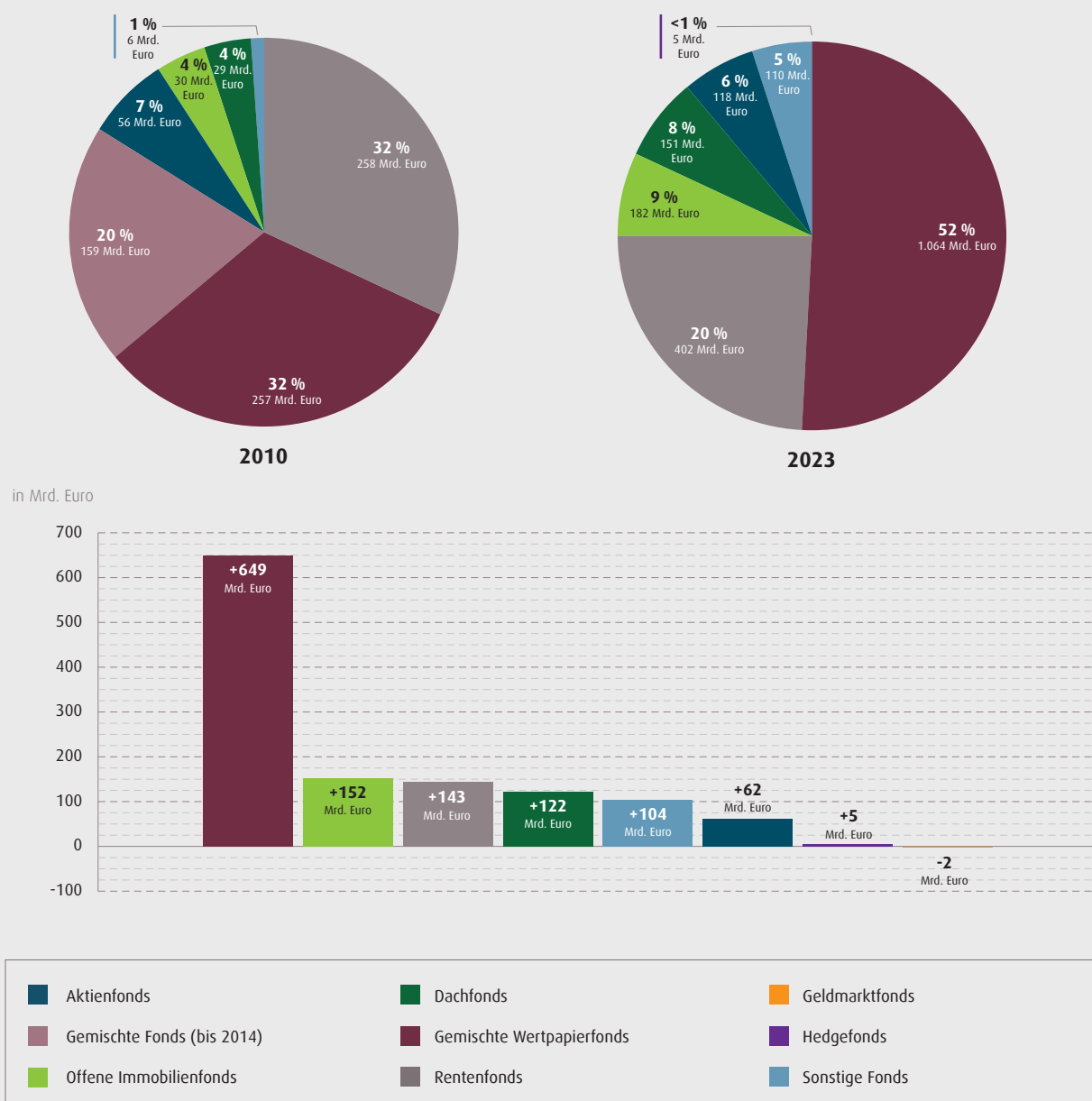
Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Betrachten wir die fulminante Entwicklung des Spezialfondmarktes innerhalb des Betrachtungszeitraums der letzten 13 Jahre auf Ebene der Fondskategorien. Anfang 2010 waren Rentenspezialfonds die größte Kategorie mit 259 Milliarden Euro und einem Marktanteil von knapp einem Drittel. Gemischte Wertpapierfonds folgten mit 257 Milliarden Euro und fast gleichem Marktanteil, gefolgt von gemischten Fonds mit 159 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 20 %. Dabei ist zu bemerken, dass seinerzeit seitens der Deutschen Bundesbank noch in gemischte Fonds und gemischte Wertpapierfonds unterschieden wurde. Die Kategorie der gemischten Fonds wurde Ende 2014 im Meldekrantz der Deutschen Bundesbank aufgelöst und die Daten auf die übrigen passenden Spezialfondskategorien umgeschlüsselt. Davon profitierten natürlich gemischte Wertpapierfonds in erheblichem Maße, wie noch deutlich gemacht wird. Aktienspezialfonds waren Anfang 2010 mit einem Spezialfondsvermögen von 56 Milliarden Euro die viertgrößte Spezialfondskategorie, gefolgt von Immobilienspezialfonds, um die es sich in diesem Ergebnisdokument dreht. Sie vereinten Anfang 2010 knapp 30 Milliarden Euro auf sich, was einen Marktanteil von 4 % bedeutete. Dachspezialfonds lagen dahinter und fast gleichauf.

Per 31. Dezember 2023 hat sich das Bild deutlich verschoben. Gemischte Wertpapierspezialfonds sind aufgrund des Siegeszuges von Master-KVG-Fonds und der geschilderten Aufschlüsselung mit Abstand die dominierende Spezialfondskategorie. Sie vereinen 1.064 Milliarden Euro auf sich, was einen Marktanteil von 52 % bedeutet. Dahinter folgen Rentenspezialfonds mit 402 Milliarden Euro und einem Marktanteil von einem Fünftel, gefolgt von Immobilienspezialfonds mit 182 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 9 %. Dachspezialfonds befinden sich im Volumenranking auf Platz vier mit 151 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 8 %. Die weiteren Spezialfondskategorien schließen sich, wie im Tortendiagramm dargestellt, an und spielen eine vergleichbar untergeordnete Rolle.

Das Balkendiagramm in Abbildung 4.2 macht noch mal das enorme Wachstum von gemischten Wertpapierspezialfonds in den letzten 13 Jahren deutlich. Ihr Volumen nahm um satte 649 Milliarden Euro zu. Sehr hervorzuheben ist, dass die hier im Fokus stehenden Immobilienspezialfonds im Ranking der Veränderung bzw. des Zuwachses des Spezialfondsvolumens innerhalb des Betrachtungszeitraums auf dem zweiten Platz stehen. Ihr Volumen stieg von Anfang 2010 bis Ende 2023 um 153 Milliarden Euro an. Ein fulminanter Wert, der das Wachstum und die gestiegene Bedeutung von Immobilienspezialfonds im Hinblick auf indirekte Kapitalanlagen institutioneller Investoren an dieser Stelle bereits klar aufzeigt. Rentenspezialfonds als immerhin deutlich größere Spezialfondskategorien müssen sich bei der Zunahme des Vermögens innerhalb der letzten 13 Jahre mit Rang drei begnügen. Ihr Volumen stieg um 143 Milliarden Euro an. Die weiteren Spezialfondskategorien wuchsen ebenfalls und weisen das im Balkendiagramm dargestellte Wachstum auf, bis auf Geldmarktspezialfonds, deren Volumen seit Anfang 2010 um 1,5 Milliarden Euro auf null abnahm. Der Niedrigzinsphase sei Dank.

Abbildung 4.2: Zusammensetzung und Veränderung des Spezialfondsvermögens nach Fondskategorien 2010 und 2023



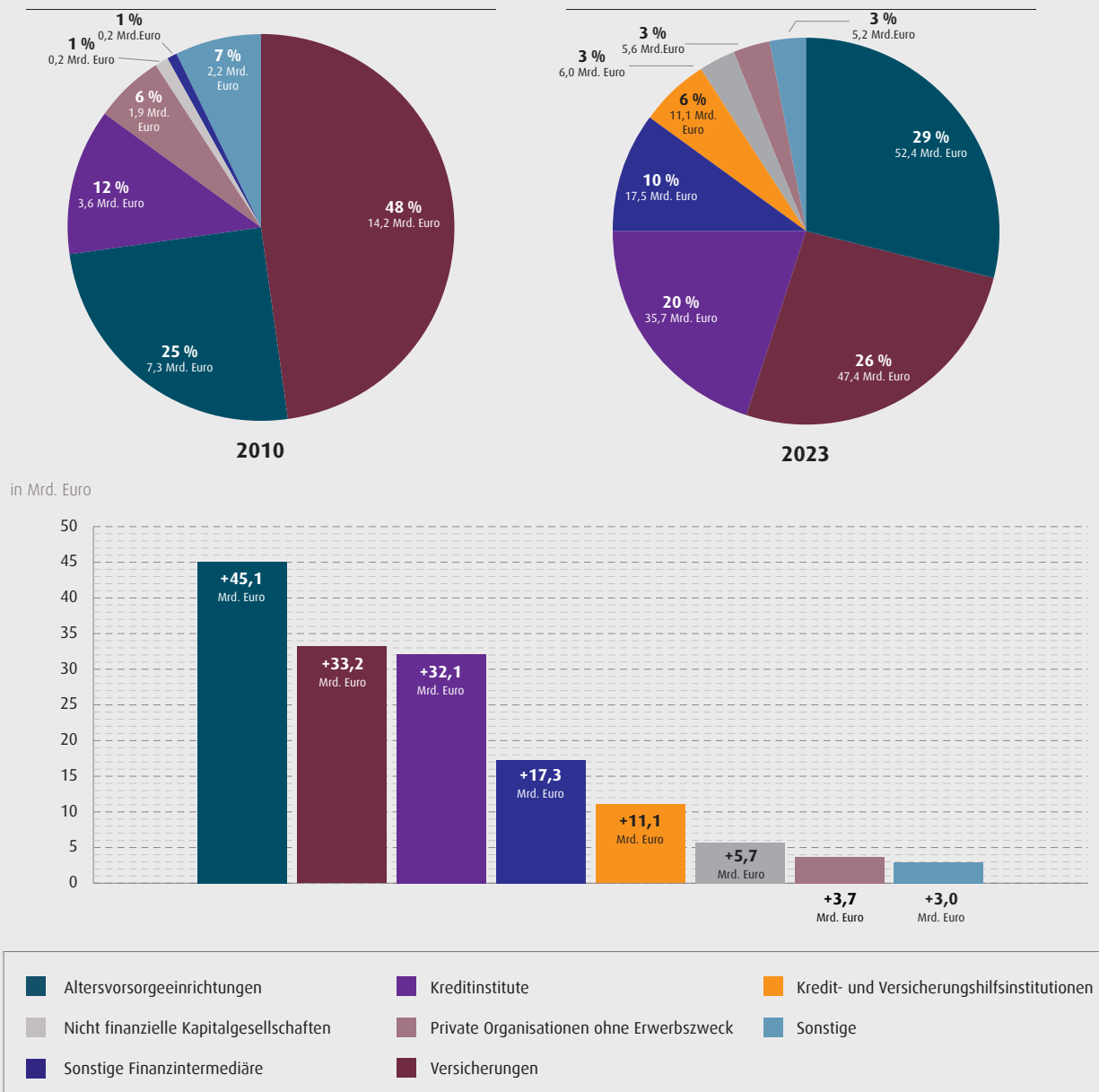
Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Werfen wir nun einen Blick auf die Zusammensetzung des Vermögens von Immobilienspezialfonds nach Anteilsinhabern und die Veränderungen in den letzten 13 Jahren. Anfang 2010 betrug das Vermögen von Immobilienspezialfonds bereits erwähnte 30 Milliarden Euro. Davon vereinten Versicherungen mit 14,2 Milliarden Euro und 48 % fast die Hälfte auf sich und waren somit die klar größte Investorengruppe im Immobilienspezialfondsgeschäft. Altersvorsorgeeinrichtungen belegten mit 7,3 Milliarden Euro und einem Marktanteil von 25 % Platz zwei, gefolgt von Kreditinstituten, die 3,6 Milliarden Euro ihrer Depot-A-Anlagen in Immobilienspezialfonds allokiert hatten, was einen Marktanteil von 12 % bedeutete. Auf Platz vier schließen sich private Organisationen ohne Erwerbszweck mit 1,9 Milliarden Euro an. Das Vermögen der verbleibenden Investorensegmente in Immobilienspezialfonds per Anfang 2010 ist kaum der Rede wert. Corporates kommen auf 244 Millionen Euro, Finanzintermediäre auf 171 Millionen Euro. Ausländische institutionelle Investoren stechen mit 1,3 Milliarden Euro noch leicht hervor, wir haben sie unter den sonstigen Investoren in der Tortengrafik zusammengefasst. Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen wiesen Anfang 2010 gar keine Bestände in Immobilienspezialfonds auf.

Ende 2023 haben sich die Marktanteile und in Immobilienspezialfonds gehaltene Volumina deutlich verschoben. Auf Basis des gesamten Immobilienspezialfondsvermögens in Höhe von 182 Milliarden Euro sind Altersvorsorgeeinrichtungen mit 52,4 Milliarden Euro und einem Anteil von 29 % mittlerweile die größte Investorengruppe im Immobilienspezialfondsgeschäft in Deutschland. Versicherungen kommen lediglich auf Rang zwei mit 47,4 Milliarden Euro, was einen Marktanteil von 26 % ausmacht. Kreditinstitute halten Platz drei mit Kapitalanlagen in Höhe von 35,7 Milliarden Euro in Immobilienspezialfonds und einem Marktanteil von 20 %. Finanzintermediäre haben ihre Immobilienspezialfondsbestände in den letzten 13 Jahren erheblich ausgebaut und kommen per Ende 2023 auf ein Vermögen von 17,5 Milliarden Euro, immerhin knapp 10 % Marktanteil und Platz vier im Ranking. Ähnlich sieht es bei Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen aus, die in den letzten 13 Jahren knapp über 11 Milliarden Euro in Immobilienspezialfonds dotiert haben, was den entsprechenden Bestand ausmacht vor dem Hintergrund, dass sie zu Beginn der Betrachtungsperiode gar nicht in Immobilienspezialfonds investiert waren. Ihnen fällt der fünfte Platz im Ranking zu. Private Organisationen ohne Erwerbszweck, Corporates und sonstige Investoren folgen relativ gleichauf mit rund 6 Milliarden Euro Anlagen in Immobilienspezialfonds, jeweils rund 3 % Marktanteil.

Die Balkengrafik mit den Veränderungen der Allokationen in Immobilienspezialfonds zeigt noch mal das überwiegend eindrucksvolle Wachstum der Investorensegmente in den letzten 13 Jahren auf. Die Immobilienspezialfondsbestände von Altersvorsorgeeinrichtungen legten um 45 Milliarden Euro zu, gefolgt von Versicherungen mit 33 Milliarden Euro und Kreditinstituten mit 32 Milliarden Euro fast gleichauf. Das sind die drei Anteilseignergruppen, wo in den letzten 13 Jahren richtig Musik im Immobilienspezialfondsmarkt war. Finanzintermediäre kommen mit einer Zunahme von 17 Milliarden Euro auch nicht schlecht weg, was auch für Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen gilt. Sie bauten ihr Vermögen von 11 Milliarden Euro erst in den letzten 13 Jahren auf. Private Organisationen ohne Erwerbszweck und Corporates haben an-

Abbildung 4.3: Zusammensetzung und Veränderung des Immobilienspezialfondsvermögens nach Anteilsinhabern 2010 und 2023

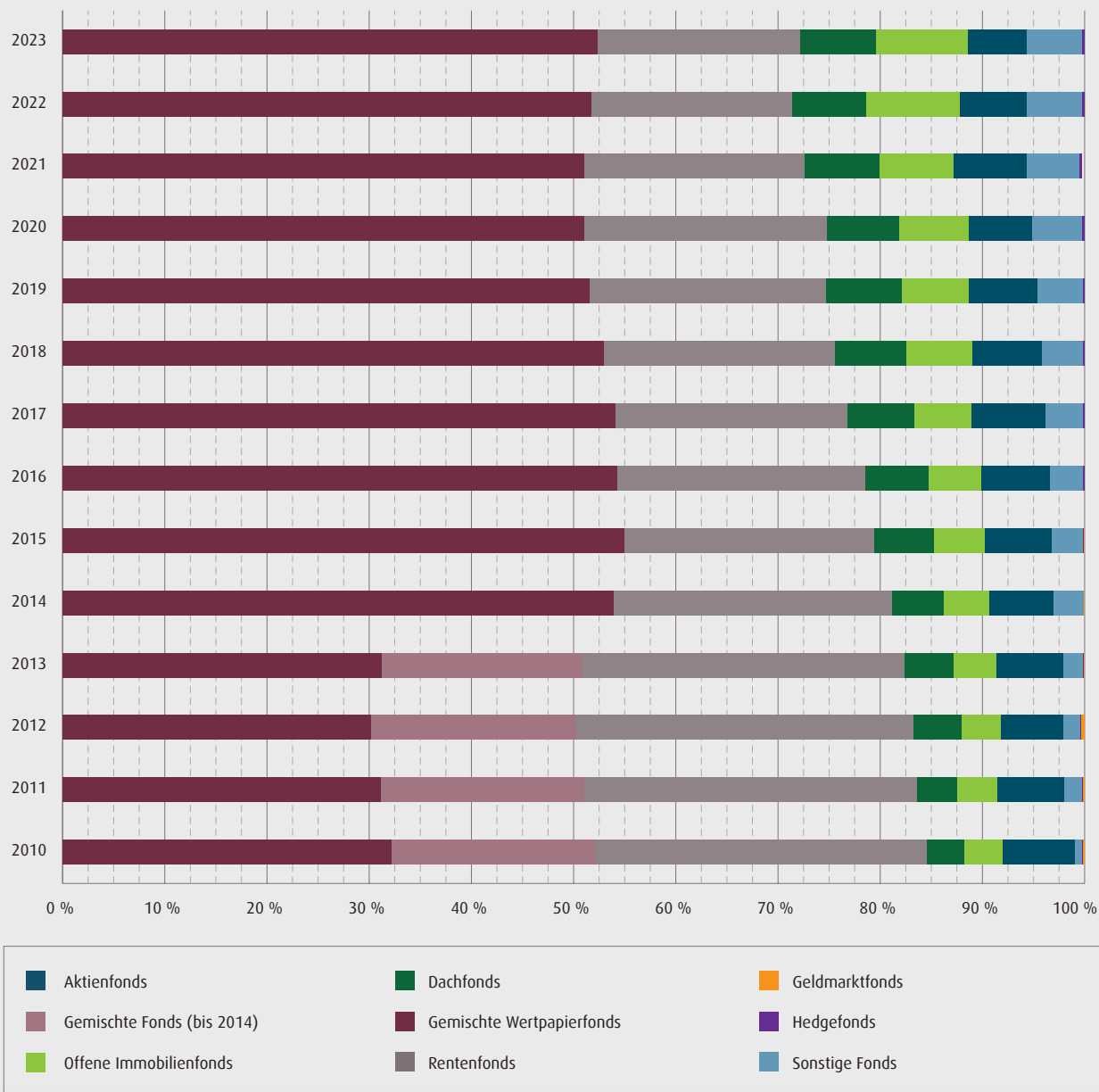


Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

gesichts ihrer Größe und Bedeutung im Spezialfondsmarkt allgemein eine vergleichbar geringe Zunahme ihres jeweiligen Immobilienspezialfondsvermögens aufzuweisen. Das überrascht an dieser Stelle doch schon ein wenig, da es sich bei diesen beiden Investorengruppen um recht gering regulierte Segmente handelt und somit die Ausschöpfung von Immobilienquoten oder ähnliche Beschränkungen keinen limitierenden Faktor für Dotierungen in Immobilienspezialfonds darstellen.

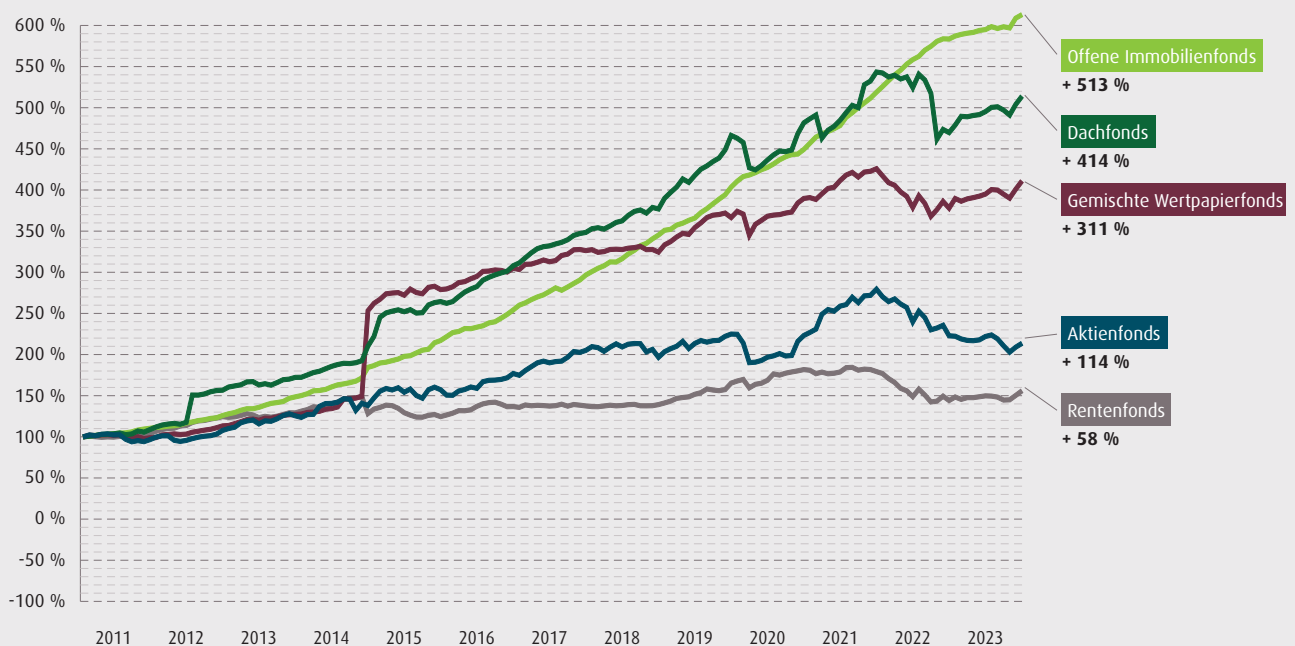
Abbildung 4.4 veranschaulicht die Entwicklung der Bedeutung der Fondskategorien des Spezialfondsmarktes in den letzten 13 Jahren auf einen Blick. Es sind jeweils die entsprechenden Volumina in Relation zum gesamten Spezialfondsvolumen des ausgewiesenen Jahres visualisiert. Bleibt ein Prozentsatz bzw. ein Balken einer Kategorie im Zeitverlauf konstant, so wächst diese proportional mit dem Markt mit. Ist eine Zunahme eines Prozentsatzes bzw. eines Balkens zu sehen, bedeutet dies überproportionales Wachstum. Die Balken von 2010 und 2023 entsprechen den Tortendiagrammen in Abbildung 4.2. Hinsichtlich Immobilienspezialfonds lässt sich bereits in dieser Darstellung klar beobachten, dass sie überproportional zum gesamten Spezialfondsmarkt gewachsen sind und ihre Marktanteile innerhalb der letzten 13 Jahre konstant ausgebaut haben. Gleiches gilt nur für Dachspezialfonds und sonstige Fonds, allerdings nicht in der Ausprägtheit und Eindeutigkeit wie bei Immobilienspezialfonds. Institutionelle Investoren suchen mit Immobilienspezialfonds stabile unkorrelierte Renditen in auskömmlicher Höhe. Dachspezialfonds und sonstige Fonds sollen eine ähnliche Funktion erfüllen, da sie ein sehr breites und diversifiziertes Universum hinsichtlich Assetklasse und zugrunde liegenden Vermögensgegenständen abbilden.

Abbildung 4.4: Entwicklung des Spezialfondsvermögens nach Fondskategorien von 2010 bis 2023



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 4.5: Indexierte Entwicklung des Spezialfondsvermögens nach Fondskategorien von 2011 bis 2023



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

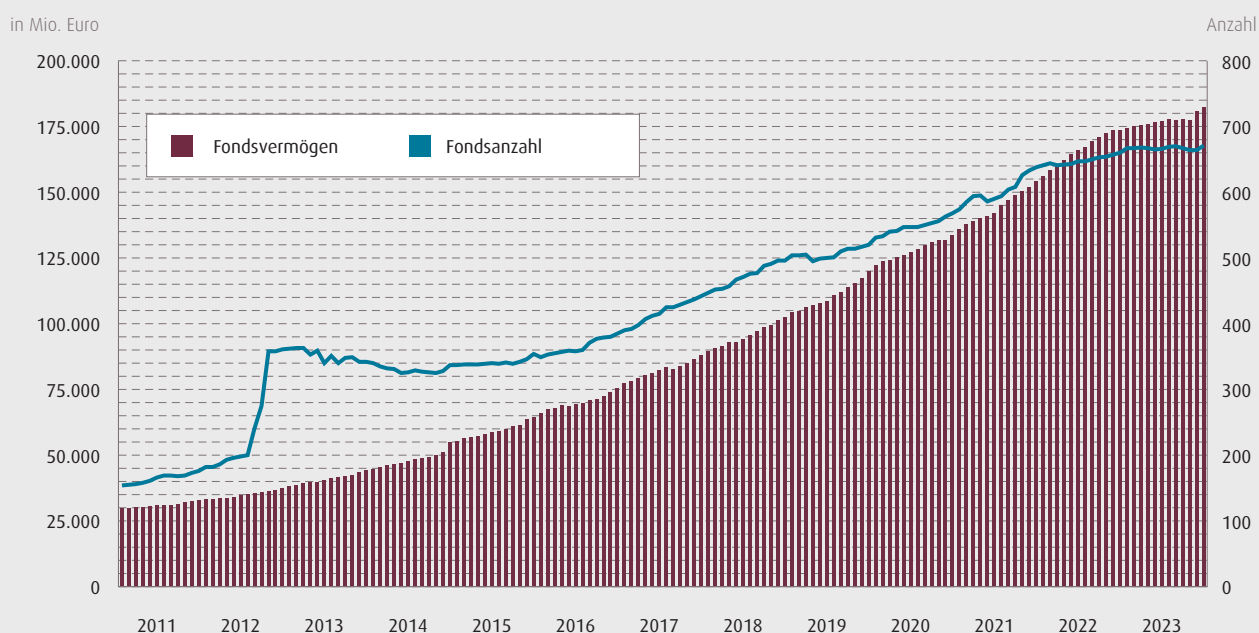
Abbildung 4.5 ergänzt die Analyse der Entwicklung der jeweiligen Volumina der Spezialfondskategorien und zeigt den Anfang 2011 auf 100 indexierten Verlauf der jeweiligen Fondsvermögen auf. Die Linien veranschaulichen somit die relative Veränderung zum Vormonat. Es wird klar deutlich, dass Immobilienspezialfonds das mit Abstand größte relative Wachstum im Fondsvermögen aufweisen. Insbesondere fallen die Stetigkeit und annähernde Linearität der Entwicklung auf. Bei den gemischten Wertpapierspezialfonds wird die bereits erwähnte Umschlüsselung der Daten aus gemischten Spezialfonds Ende 2014 deutlich und der seitdem ebenfalls positive und relativ stetige Verlauf des indexierten Volumens. Bei Renten- und Aktienspezialfonds ist der Verlauf des indexierten Fondsvermögens auf niedrigerem Niveau und deutlich verhaltener. Die sonstigen Spezialfonds haben wir in dieser Darstellung nicht aufgeführt, da sie zum Beginn des Indexierungszeitpunkts sehr wenig Fondsvermögen aufwiesen und somit bei der skizzierten Voluminaentwicklung die Darstellungsform unverhältnismäßig gesprengt hätten.

5. Anteilsinhaberbezogene Entwicklung von Immobilienspezialfonds

Bisher haben wir uns vorwiegend strukturellen Merkmalen des Marktes von Immobilienspezialfonds im Zusammenhang zum gesamten Spezialfondsmarkt gewidmet. In Kapitel 5 beleuchten wir ausschließlich Immobilienspezialfonds und die Entwicklung von Bestandsgrößen auf Ebene der wichtigsten Anteilseignergruppen.

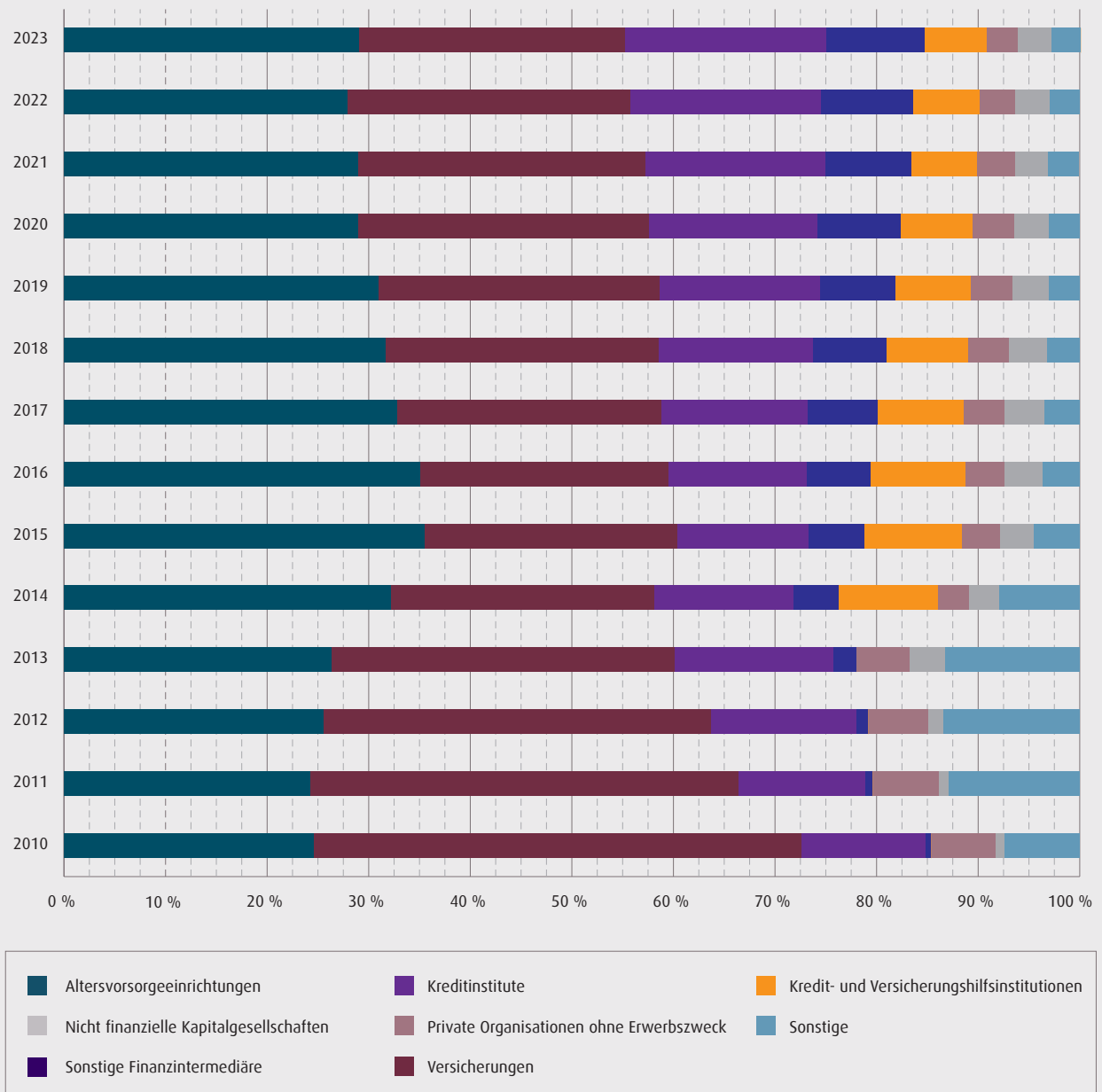
In Abbildung 5.1 wird die recht stetige Entwicklung des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds im Betrachtungszeitraum der letzten 13 Jahre deutlich. Dabei sorgte die Niedrigzinsphase fast während der gesamten Dauer natürlich für ein fruchtbares Umfeld, da die Fondsvermögen von Nettodotierungen und Bewertungen der Assets abhängig sind, und beides hat sich im fast gesamten Zeitraum positiv dargestellt. Auch die Coronaphase von Frühjahr 2021 bis Frühjahr 2023 hat daran nichts geändert. Ab Mitte 2022 lässt sich allerdings eine leichte Abflachung der positiven Entwicklung des Fondsvolumens von Immobilienspezialfonds verzeichnen. Dies ist durch die Zinswende sowie andere Faktoren wie allgemeine wirtschaftliche Unsicherheit, Bau- und Sanierungskostensteigerungen und Abwertungen von Immobilienobjekten begründet. Insgesamt hat sich das Immobilienspezialfondsvermögen in den letzten 13 Jahren um den Faktor 6,1 von knapp 30 Milliarden Euro Anfang 2011 auf über 182 Milliarden Euro per Ende 2023 vervielfacht. Die Anzahl von Immobilienspezialfonds in Deutschland ist in den letzten 13 Jahren von 154 Anfang 2011 auf 671 per Ende 2023 gestiegen. Das durchschnittliche Fondsvermögen betrug Anfang 2010 rund 154 Millionen Euro und hat in den letzten 13 Jahren um knapp 120 Millionen Euro auf 272 Millionen Euro zugenommen. Die Zahlen zeigen die Erfolgsgeschichte und Etablierung des Immobilienspezialfonds innerhalb der deutschen institutionellen Asset-Management-Branche eindrucksvoll auf.

Abbildung 5.1: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von 2011 bis 2023



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

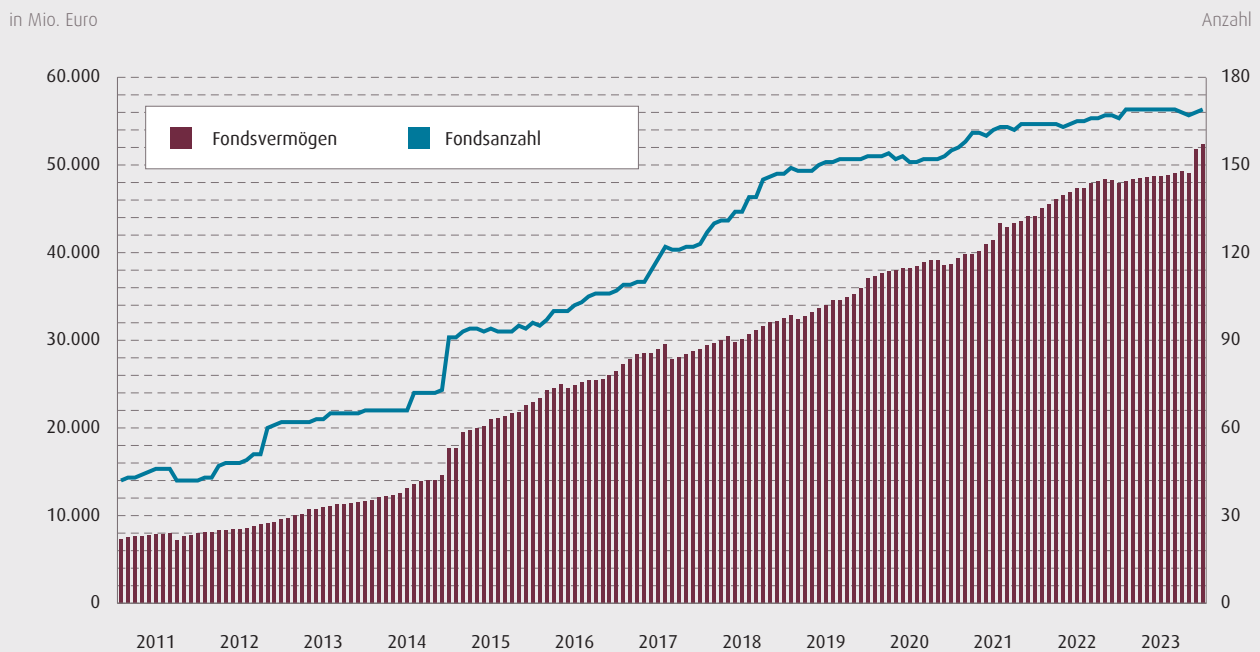
Abbildung 5.2: Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens nach Anteilsinhabern von 2010 bis 2023



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

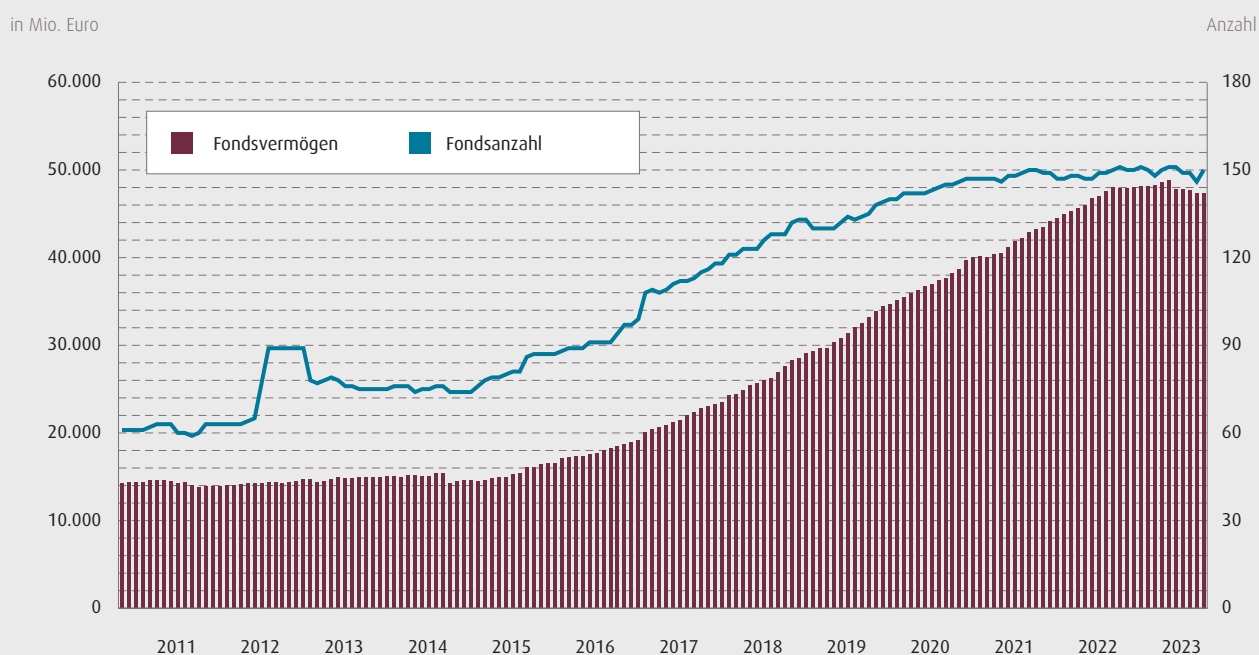
In Ergänzung zu der Abbildung 4.3 im vorherigen Kapitel zeigt Abbildung 5.2 die Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens nach Anteilhabern in den letzten 13 Jahren. Die Systematik der Abbildung ist identisch mit der von Abbildung 4.4. Es sind jeweils die entsprechenden Volumina in Relation zum gesamten Immobilienspezialfondsvolumen per Ende des ausgewiesenen Jahres visualisiert. Bleibt ein Prozentsatz bzw. ein Balken einer Kategorie im Zeitverlauf konstant, so wächst diese proportional mit dem Markt mit. Ist eine Zunahme eines Prozentsatzes bzw. eines Balkens zu sehen, bedeutet dies überproportionales Wachstum. Der unterste Balken entspricht dem Tortendiagramm von Abbildung 4.3 aus 2010, der oberste Balken dem aus 2023 und den dazwischenliegenden den dazwischenliegenden Ausführungen. Interessant ist, dass Altersvorsorgeeinrichtungen als größte Anteilseignergruppe im Immobilienspezialfondsgeschäft ihren Marktanteil von 2010 bis 2016 von 25 % auf 35 % ausgebaut haben, danach allerdings wieder Marktanteile abgeben mussten. Bei Versicherungen als zweitgrößte Investorengruppe im Immobilienspezialfondsgeschäft ist der Verlauf deutlich anders, um nicht zu sagen, fast umgekehrt. Sie gaben von 2010 bis 2016 massiv Marktanteile ab, um sich diese danach wieder leicht zurück zu erkämpfen und dann stabil zu halten. Diese Auffälligkeit wird uns noch mal bei der Analyse der Nettomittelaufkommen über den Weg laufen. Kreditinstitute haben ihren Marktanteil im Immobilienspezialfondsgeschäft in den letzten 13 Jahren konstant und sehr beeindruckend ausgebaut. Dieser hat sich in der betrachteten Periode fast verdoppelt. Ähnliches gilt für Finanzintermediäre und Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen, allerdings auf deutlich geringerem Niveau, insbesondere bezüglich der Bestände zu Beginn der Betrachtungsperiode Ende 2010. Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen haben erst 2014 Einzug in die statistischen Anteilsinhaberdaten der Deutschen Bundesbank gehalten und eine entsprechende Umschlüsselung ging zulasten von Versicherungen und Kreditinstituten. Eine explizite Überführungsrechnung gibt es leider nicht. Private Organisationen ohne Erwerbszweck haben in den letzten 13 Jahren signifikant an Marktanteilen im Immobilienspezialfondsgeschäft verloren und sie spielen aktuell eine vergleichbar untergeordnete Rolle. Das ist insbesondere vor dem Hintergrund interessant, dass es sich bei dieser Anteilseignergruppe um ein im gesamten Spezialfondsmarkt stark wachsendes Investorensegment handelt. Corporates spielen aktuell eine ähnlich geringe Rolle im Immobilienspezialfondsgeschäft. Sie konnten aber immerhin in den letzten 13 Jahren auf geringem Niveau Marktanteile dazugewinnen.

Nachfolgend stellen wir die Entwicklung und die Anzahl von Immobilienspezialfonds der fünf größten Anteilsinhabersegmente dar. Dies erfolgt in absteigender Reihenfolge gemäß dem Immobilienspezialfondsvermögen per Ende 2023. Das bedeutet, dass wir auf die Darstellung der Investorengruppen verzichten, die weit unter der 10-Milliarden-Euro-Grenze liegen. Insofern nehmen wir die nachfolgenden Analysen nicht für private Organisationen ohne Erwerbszweck, Corporates und sonstige Investoren vor. Bei Letzteren haben lediglich öffentliche & kirchliche Zusatzversorgungskassen (3.465 Millionen Euro) und Ausländer (1.712 Millionen Euro) Bestände an Immobilienspezialfonds. Bund, Länder, Gemeinden sowie Sozialversicherungen haben keine Immobilienspezialfonds in Deutschland. Die Fokussierung auf die großen Anteilsinhabersegmente gilt auch für die Darstellung der Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Kapitel 6.

Abbildung 5.3: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen (2011–2023)


Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

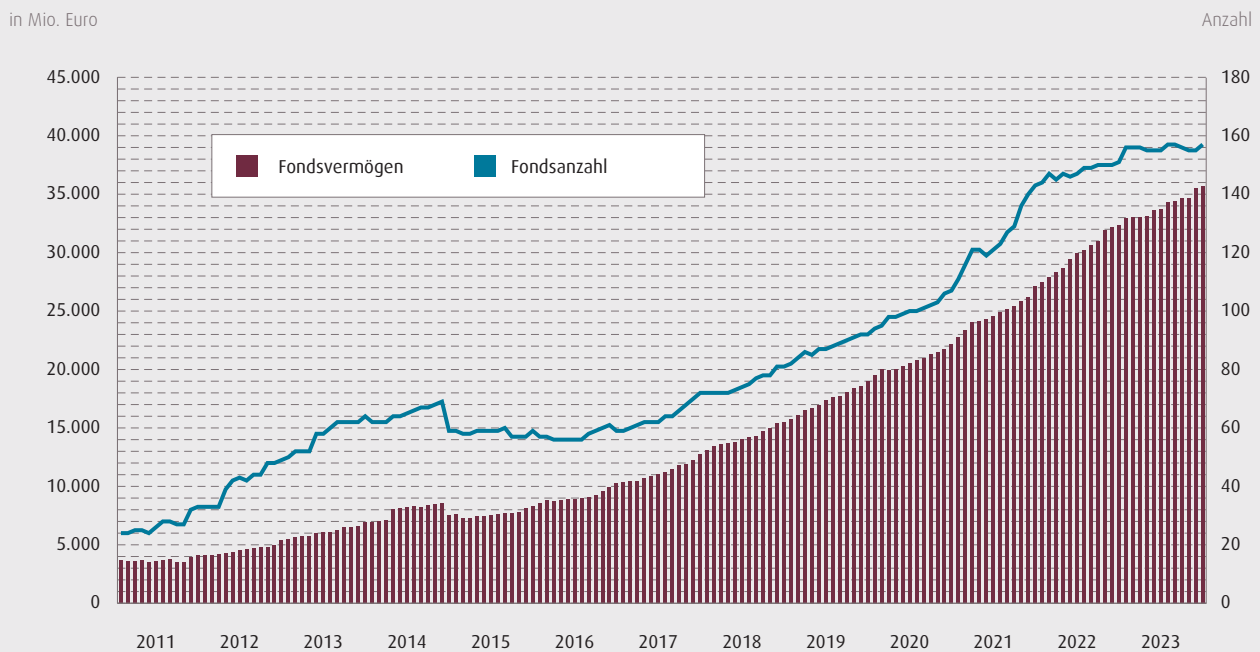
Die Entwicklung des Immobilienspezialfondsvolumens sowie der Anzahl von Spezialfonds ist bei Altersvorsorgeeinrichtungen in den letzten 13 Jahren ausgesprochen positiv. Insbesondere die Jahre 2015 bis 2017 sind hinsichtlich des Volumens besonders hervorzuheben. Interessant ist auch der jüngste Niveau-sprung Ende des Jahres 2023, wo das Immobilienspezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen von Ende Oktober bis Ende Dezember um satte 3,3 Milliarden Euro zugelegt hat. Per Ende 2023 werden 52,4 Milliarden Euro in 169 Immobilienspezialfonds für Altersvorsorgeeinrichtungen administriert. Das entspricht einem durchschnittlichen Fondsvolumen von 310 Millionen Euro. Das ist der drittgrößte Durchschnittswert der in diesem Abschnitt aufgeführten Investorensegmente. Zu Beginn des Betrachtungszeitraums lag dieser Durchschnittswert bei 174 Millionen Euro, insofern sind die Losgrößen in diesem Kunden-segment deutlich gestiegen. Das Immobilienspezialfondsvermögen von Altersvorsorgeeinrichtungen hat sich in den letzten 13 Jahren um den Faktor 7,2 vervielfacht.

Abbildung 5.4: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von Versicherungen (2011–2023)

Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Das Immobilienspezialfondsvermögen von Versicherungen hat sich im Vergleich zu Altersvorsorgeeinrichtungen deutlich später positiv entwickelt. Der positive Trend setzte im Laufe des Jahres 2016 ein und verstärkte sich ab 2017 deutlich und sehr stetig. Ähnliches gilt für die Anzahl von Immobilienspezialfonds der Assekuranz. Per Ende 2023 werden 47,4 Milliarden Euro in 150 Immobilienspezialfonds seitens Versicherungen gehalten, was ein durchschnittliches Fondsvermögen in Höhe von 316 Millionen bedeutet. Das ist der zweitgrößte Durchschnittswert der in diesem Kapitel dargestellten Anteilshabergruppen. Das Immobilienspezialfondsvolumen von Versicherungen hat sich in der Betrachtungsperiode der letzten 13 Jahre um den Faktor 3,3 vervielfacht.

Abbildung 5.5: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von Kreditinstituten (2011–2023)

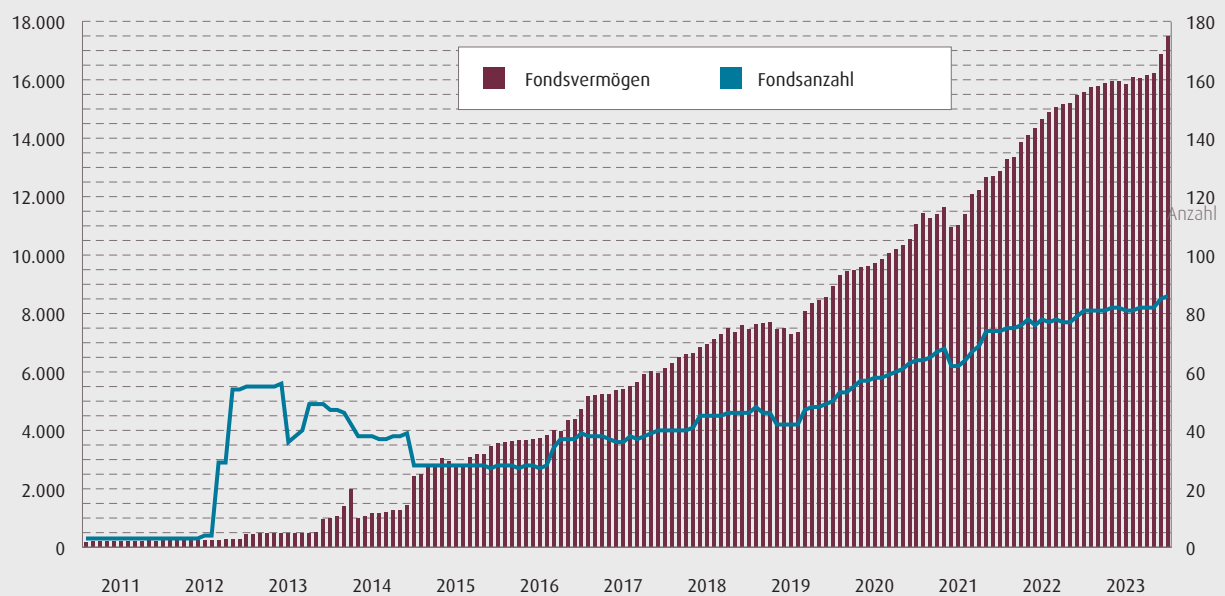


Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die Entwicklung des Immobilienspezialfondsgeschäfts von Kreditinstituten war in den letzten 13 Jahren außerordentlich positiv. Nur Ende 2014 gab es einen leichten Einbruch des Fondsvermögens, aber seitdem ist eine kontinuierliche und sogar im Zeitablauf steigende Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens zu beobachten. Ende 2023 wurden 35,7 Milliarden Euro in 157 Immobilienspezialfonds für Kreditinstitute administriert. Das durchschnittliche Fondsvolumen beträgt 227 Millionen, was den viertgrößten Durchschnittswert der in diesem Kapitel dargestellten Investorengruppen darstellt. Anders ausgedrückt bedeutet dies den vorletzten Platz im Ranking der durchschnittlichen Volumina von Immobilienspezialfonds der fünf in diesem Abschnitt analysierten Kundengruppen. Das Immobilienspezialfondsvolumen von Kreditinstituten hat sich in der betrachteten Periode um den Faktor 9,8 entwickelt, es hat sich somit fast verzehnfacht. Dies liegt natürlich in dem relativ geringen Ausgangsvolumen von 3,6 Milliarden Euro Ende 2010 begründet, was die Erfolgsstory des Immobilienspezialfonds als Anlagevehikel für Depot-A-Anlagen aber nicht schmälert.

Abbildung 5.6: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von Finanzintermediären (2011–2023)

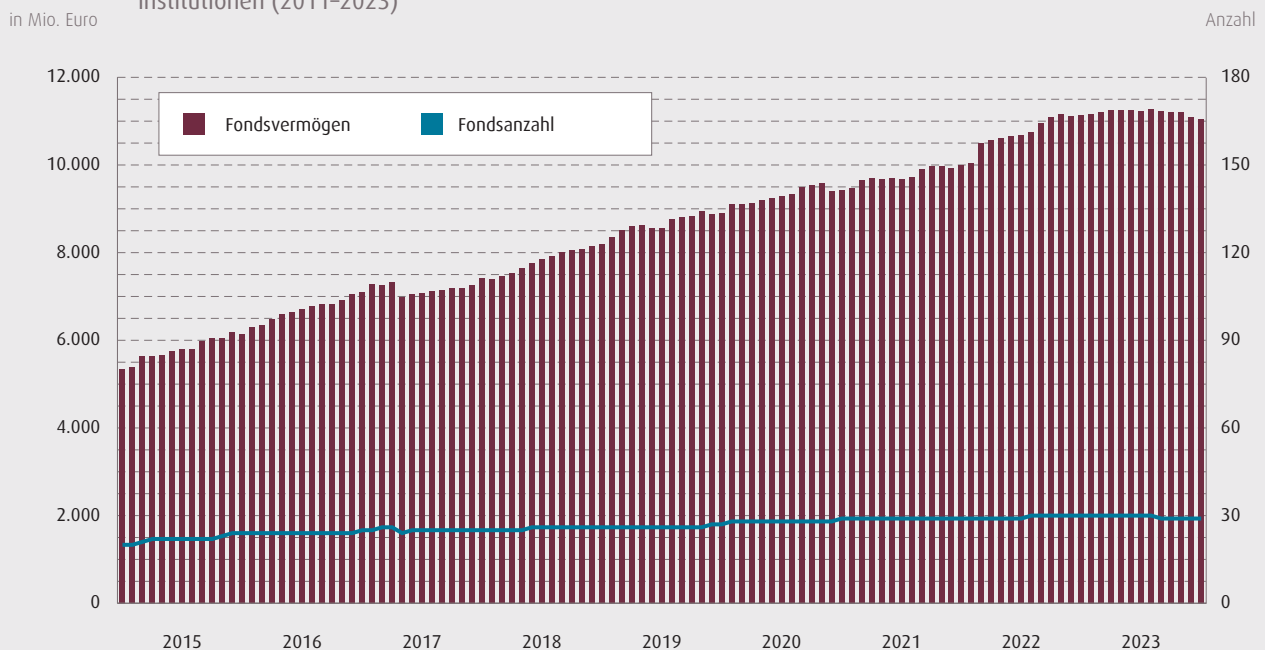
in Mio. Euro



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Finanzintermediäre waren zu Beginn des Betrachtungszeitraums eine zahlenmäßig sehr kleine Anteilshabergruppe. Es wurden insgesamt 173 Millionen Euro in drei Immobilienspezialfonds geführt. Die Zunahme des Immobilienspezialfondsvermögens setzte ab 2015 ein, wobei die Anzahl sich schon deutlich früher im August 2021 deutlich erhöhte – alles noch auf einem vergleichbar geringen Niveau mit mandats- und einzelkundenbezogenen Effekten. Ein dynamisches Wachstum auf höherem Niveau lässt sich ab 2016 feststellen – mit zwei kleinen Einbrüchen Mitte 2019 und Mitte 2021. Mittlerweile haben sich Finanzintermediäre zu einer wichtigen Investorengruppe gemausert, trotz der relativ kleinen Anzahl von Akteuren bzw. Mandaten. Ende 2023 hielten Finanzintermediäre 17,5 Milliarden Euro in 86 Immobilienspezialfonds. Die resultierende Durchschnittsgröße eines Mandates in Höhe von 203 Millionen Euro ist der geringste Wert der in diesem Kapitel skizzierten Investorenssegmente.

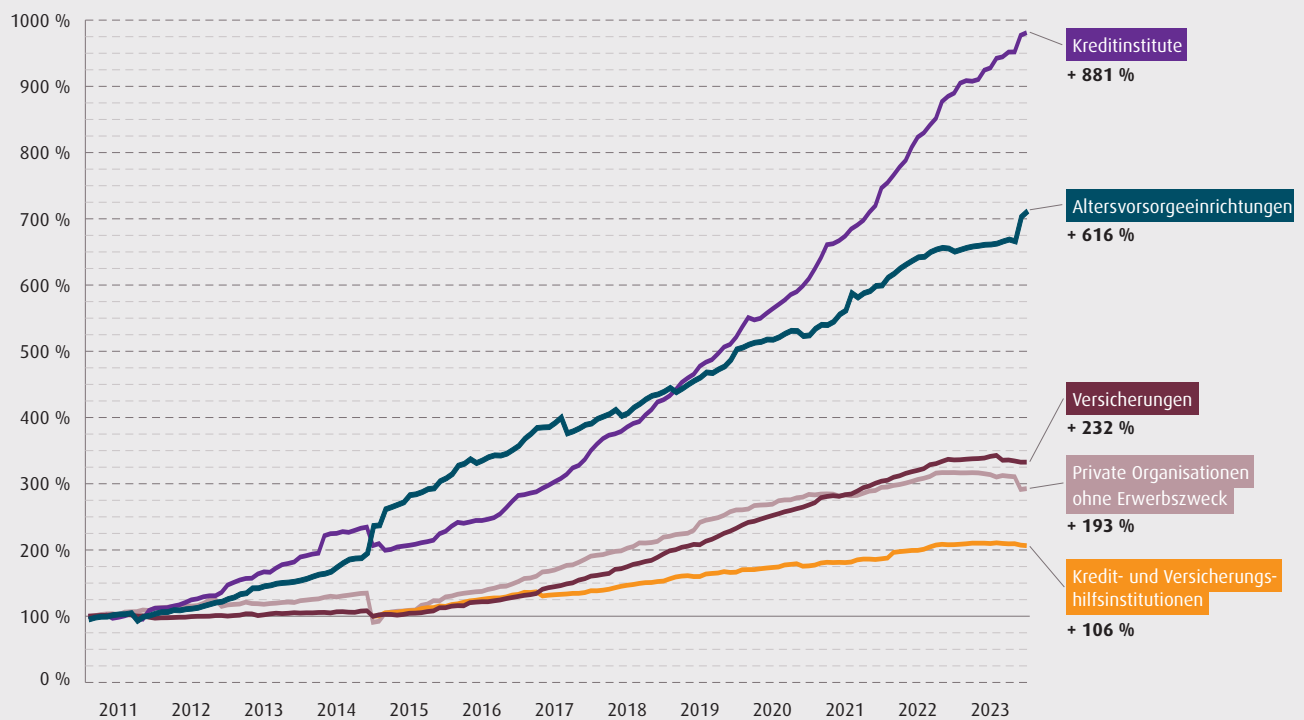
Abbildung 5.7: Entwicklung von Fondsvermögen und Anzahl Immobilienspezialfonds von Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen (2011-2023)



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen sind erst per Dezember 2014 als separate Investorengruppe in den Daten- und Meldekrans der Deutschen Bundesbank eingeführt worden. Es handelt sich hinsichtlich der Anzahl von Anteilsinhabern um die mit Abstand kleinste Anteilsinhabergruppe in den Immobilienspezialfondsdaten der Deutschen Bundesbank. Ende 2014 waren 5,4 Milliarden Euro in 20 Immobilienspezialfonds allokiert. Der relativ konstante kleine Kreis der Akteure dotierte seitdem stetig Mittel in die Mandate, was zu einem Immobilienspezialfondsvolumen von 11 Milliarden Euro per Ende 2023 führte. Die Anzahl von Mandaten erhöhte sich auf 29, was zu einem durchschnittlichen Immobilienspezialfondsvolumen in Höhe von 381 Millionen Euro führt. Dieser Wert ist der Spitzenreiter der Mediane von den in diesem Kapitel analysierten Anteilseignergruppen.

Als finale Betrachtung in diesem Kapitel visualisieren wir die relative Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens auf Ebene der Anteilsinhaber. Dazu sind die jeweiligen Volumina im Januar 2011 auf 100

Abbildung 5.8: Indexierte Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens nach Anteilsinhabern von 2011 bis 2023

Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

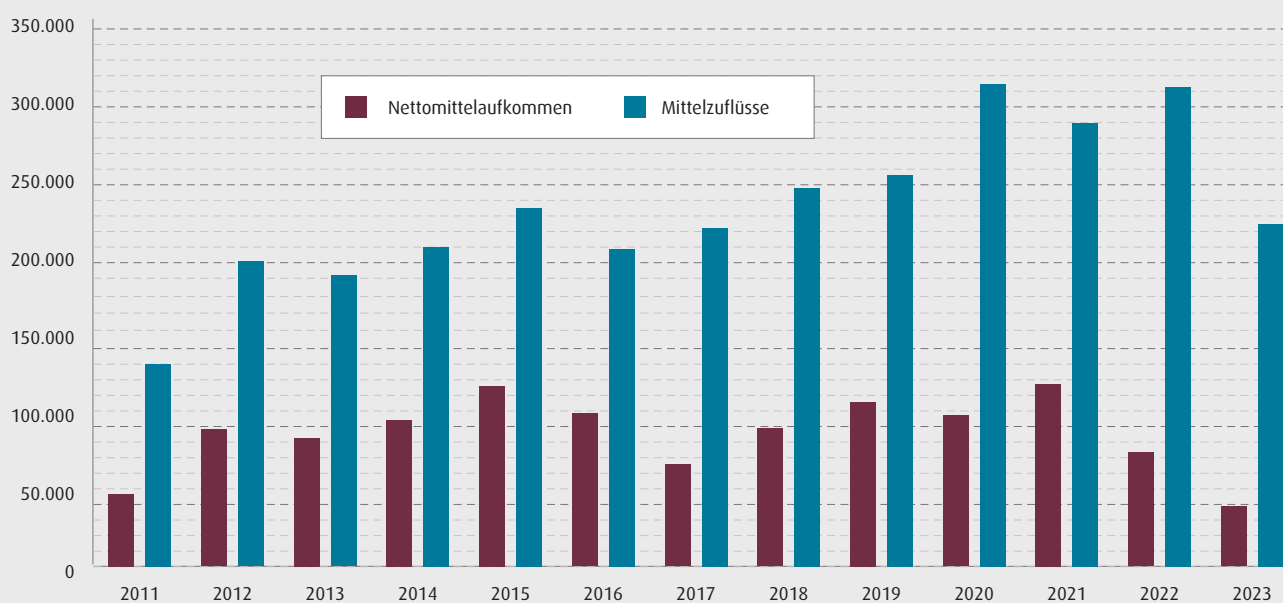
indexiert. Wir beziehen dabei private Organisationen ohne Erwerbszweck mit ein. Finanzintermediäre und nicht finanzielle Kapitalgesellschaften (Corporates) werden an dieser Stelle nicht betrachtet, da beide Segmente ein sehr geringes Volumen zum Zeitpunkt der Indexierung aufweisen und somit die Auswertung stark verzerren. Abbildung 5.8 zeigt sehr anschaulich, dass Kreditinstitute in den letzten 13 Jahren die mit Abstand größte Dynamik bezüglich des relativen Wachstums der jeweiligen Bestände an Immobilienspezialfonds von den dargestellten Investorengruppen aufweisen. Das gilt insbesondere für die letzten drei Jahre. Bei Altersvorsorgeeinrichtungen war die relative Entwicklung des indexierten Immobilienspezialfondsvermögens von 2015 bis 2017 sehr dynamisch und flachte danach allerdings ab, sodass sie in dieser Betrachtung mit gehörigem Abstand zu Kreditinstituten auf Rang zwei landen. Versicherungen und private Organisationen ohne Erwerbszweck weisen einen sehr ähnlichen Verlauf des indexierten Vermögens auf, allerdings auf deutlich niedrigerem Niveau als die beiden vorgenannten Anteilsinhabergruppen. Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen bilden bei dieser Betrachtung das Schlusslicht.

6. Analyse der Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Immobilienspezialfonds

Nachdem in den vorherigen Kapiteln Veränderungen des Immobilienspezialfondsvermögens in den letzten 13 Jahren im Mittelpunkt der Betrachtungen standen, werden in diesem Kapitel die Cashflows betrachtet. Wir unterscheiden dabei in Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse. Mittelzuflüsse sind als „frische Liquidität“ zu verstehen, die durch Anteilscheinkäufe der institutionellen Investoren in Spezialfonds dotiert werden. Es handelt sich somit um eine Bruttogröße. Bei Nettomittelaufkommen handelt es sich um eine saldierte Größe, die entsprechende Anteilscheinverkäufe bzw. -rückgaben seitens der Anleger berücksichtigt. Mittelzuflüsse können niemals negativ sein, Nettomittelaufkommen dagegen schon. Besteht eine hohe Differenz zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen, ist auf der Betrachtungsebene hohe Liquidität entzogen worden, es landet von dem frischen Geld netto wenig in den Vehikeln. Die Deutsche Bundesbank spricht bei einer solchen Konstellation von Tilgung. Wir verstehen dies als Liquiditätsentzug und hohe Anteilscheindynamik. Es werden in solchen Fällen viele Anteilscheine „gedreht“ bzw. es herrscht eine hohe Umschlagshäufigkeit von Spezialfondsanteilen.

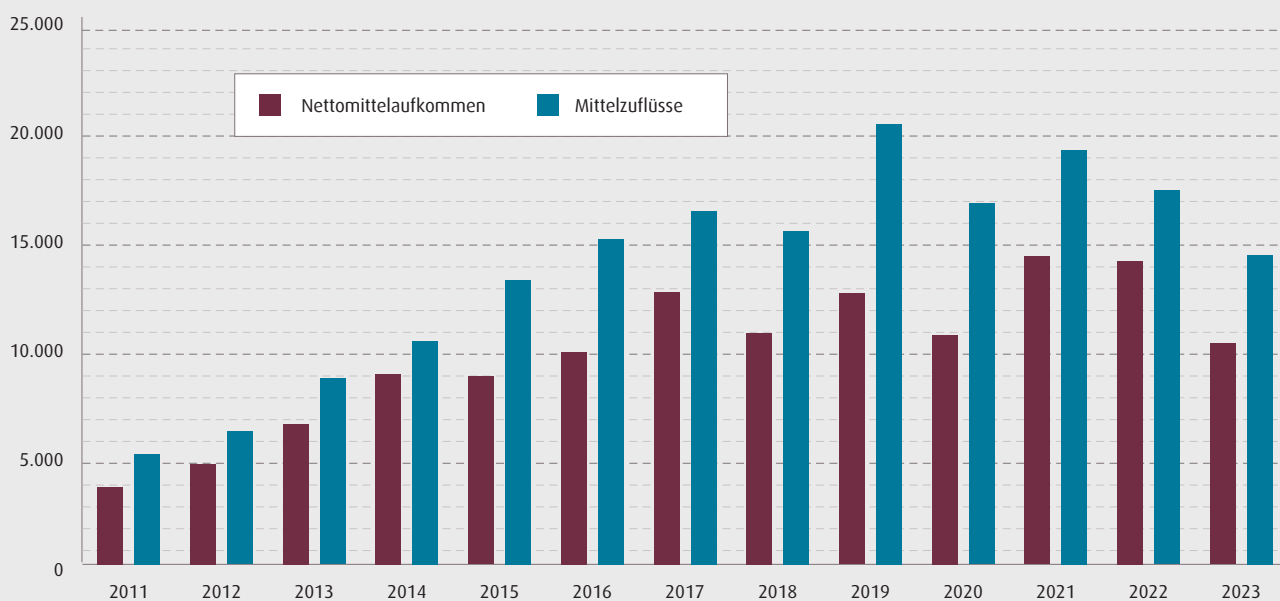
Bevor wir zu Immobilienspezialfonds kommen, werfen wir einen kurzen Blick auf den gesamten Spezialfondsmarkt, um eine Bezugsgröße zu haben. Abbildung 6.1 visualisiert die Nettomittelaufkommen und die Mittelzuflüsse in Spezialfonds der letzten 13 Jahre. Es erschließt sich auf einen Blick, dass das Niveau der Cashflows enorm ist, was die Erfolgsgeschichte des Spezialfonds als beliebtestes Anlagevehikel deutscher institutioneller Investoren sehr deutlich macht. Allerdings lassen sich einige Schwankungen bei beiden betrachteten Größen feststellen. Beim Nettomittelaufkommen war 2021 das Rekordjahr mit 116,8 Milliarden Euro, gefolgt von 2015 mit 115,7 Milliarden Euro und 2019 mit 105,5 Milliarden Euro. Das zurückliegende Jahr 2023 war das Jahr mit dem geringsten Nettomittelaufkommen in der Betrachtungsperiode mit „nur“ 38,5 Milliarden Euro, das Jahr 2011 das zweitschlechteste mit 46,6 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen. Der Mittelwert des Nettomittelaufkommens in Spezialfonds der letzten 13 Jahre beträgt 85,3 Milliarden Euro und die Summe sagenhafte 1.108,5 Milliarden Euro. Kleiner Malus: In den letzten drei Jahren lässt sich ein kleiner Trend von sinkenden Nettomittelaufkommen in Spezialfonds feststellen. Das war von 2015 bis 2017 auch schon mal der Fall und die Nettodotierungen erholten sich wieder. Warten wir mal ab, wie 2024 wird.

Bei der Analyse der Dotierungen frischer Liquidität fällt ein zunehmender Trend innerhalb der letzten 13 Jahre auf. Spitzenreiter in Sachen Mittelzuflüsse ist das Jahr 2020 (das von Corona gebeutelte Jahr!) mit 309,5 Milliarden Euro, gefolgt von 2022 mit 307,6 Milliarden Euro. Das niedrigste Niveau der Zuführung von frischer Liquidität findet sich in den ersten Jahren der Betrachtungsperiode. Das Jahr 2011 weist mit 129,9 Milliarden Euro den geringsten Wert der betrachteten 13 Jahre auf, 2013 waren es 186,7 Milliarden Euro und 2012 rund 196 Milliarden Euro. Es wurde also seitens der institutionellen Investoren im Zeitablauf immer mehr frisches Geld in Spezialfondsmandate gepumpt, was sich nicht in dem Maße im Nettomittelaufkommen widerspiegelt. Das bedeutet im Umkehrschluss, dass insbesondere in den letzten drei Jahren ein enormer Liquiditätsabzug aus dem deutschen Spezialfondsmarkt erfolgte. In 2023 landeten beispiels-

Abbildung 6.1: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Spezialfonds von 2011 bis 2023

Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

weise von 220 Milliarden Euro frischer Liquidität nur 38,5 Milliarden netto in den Mandaten, also ungefähr nur jeder fünfte Euro. Die Differenz von Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen in Höhe von 181,5 Milliarden Euro ist dem Spezialfondsmarkt im Jahr 2023 entzogen worden. Mit Blick auf die entsprechenden Differenzen aller Jahre der Betrachtungsperiode wird deutlich, dass sich die Entzüge von Liquidität samt entsprechender Anteilsscheindynamik spätestens seit 2017 deutlich erhöht haben. Das muss nicht zwingend ein Grund für Besorgnis sein, spricht aber nicht unbedingt für hohe Mandatstreue der institutionellen Investoren bzw. impliziert einen steigenden Verwendungszweck außerhalb des Spezialfondsmantels, wie beispielsweise Kapitalanlagen in anderen Jurisdiktionen und Direktanlagen sowie Einsatz für betriebliche und bilanzielle Zwecke.

Abbildung 6.2: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Immobilienspezialfonds von 2011 bis 2023

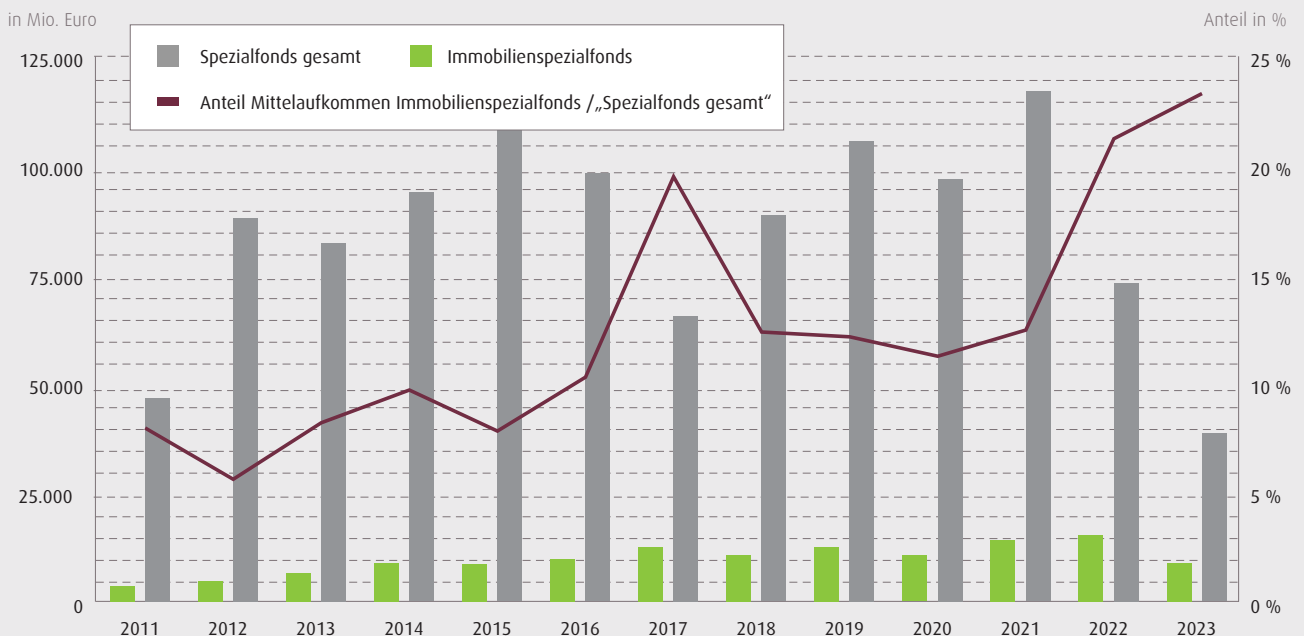
Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die Analyse der jährlichen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds auf Basis von Abbildung 6.2 bringt andere Erkenntnisse im Vergleich zu den Flows des Gesamtmarktes zutage. Am auffälligsten ist, dass die Divergenz zwischen der Zufuhr von frischer Liquidität und Nettomittelaufkommen im Vergleich zum Gesamtmarkt deutlich geringer ist. Das liegt natürlich in der weitaus geringeren Fungibilität der zugrunde liegenden Assets begründet und bildet einen Stabilitätsanker für das Immobilienspezialfondsgeschäft und die entsprechenden Anbieter. Ebenfalls sehr positiv ist, dass im Betrachtungszeitraum ein fast ausschließlich positiver Trend der Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds zu sehen ist. Bis auf kleine wenige Dellen steigen die Nettoflows langfristig an. Das beste Jahr in Sachen Nettomittelaufkommen war 2021 mit 14,1 Milliarden Euro, gefolgt von 2022 mit 13,9 Milliarden Euro und 2017 & 2019 mit jeweils 12,5 Milliarden Euro. Das hohe Niveau des Nettomittelaufkommens der letzten beiden Jahre zeigt ebenfalls, dass die Zinswende im Frühjahr 2022 sowie das schwierige Umfeld im Immobilienbereich (bisher) keinen signifikanten Einfluss auf Nettodotierungen von institutionellen Investoren in Immobilienspezialfonds hatten. Das ist sehr bemerkenswert und erfreulich. Insgesamt haben Immo-

lienspezialfonds in den letzten 13 Jahren 125,8 Milliarden Euro netto eingesammelt und der Median über den gesamten Zeitraum beträgt 9,7 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen per anno.

Bezüglich der Zuflüsse frischen Geldes in Immobilienspezialfonds ist das Jahr 2019 mit 20,2 Milliarden Euro Spitzenreiter in den betrachteten 13 Jahren, gefolgt von 2021 mit 19 Milliarden Euro und 2022 mit 17,1 Milliarden Euro. Das sind enorme Summen frischer Liquidität, insbesondere mit Blick auf die entsprechenden Werte der ersten Jahre der Betrachtungsperiode. In 2011 wurden lediglich 5,1 Milliarden Euro und in 2012 rund 6 Milliarden Euro frisches Geld in Immobilienspezialfondsmandate gepumpt. Das ist eine rasant Entwicklung in den letzten 13 Jahren und dokumentiert die Zementierung des Immobilienspezialfonds im Instrumentenkasten institutioneller Investoren. Zugegebenermaßen war das Niedrigzinsniveau, was bis vor rund zwei Jahren prägend war, ein sehr fruchtbares Umfeld für indirektes Immobiliengeschäft in etablierten deutschen Vehikeln. Aber wie schon erwähnt, haben die Zinswende im Frühjahr 2022 und das gegenwärtig schwierige Umfeld im Immobilienbereich bis dato keinen ernst zu nehmenden Einfluss auf die Cashflows in Immobilienspezialfonds gehabt.

Abbildung 6.3: Jährliches Nettomittelaufkommen von Spezialfonds und Immobilienspezialfonds

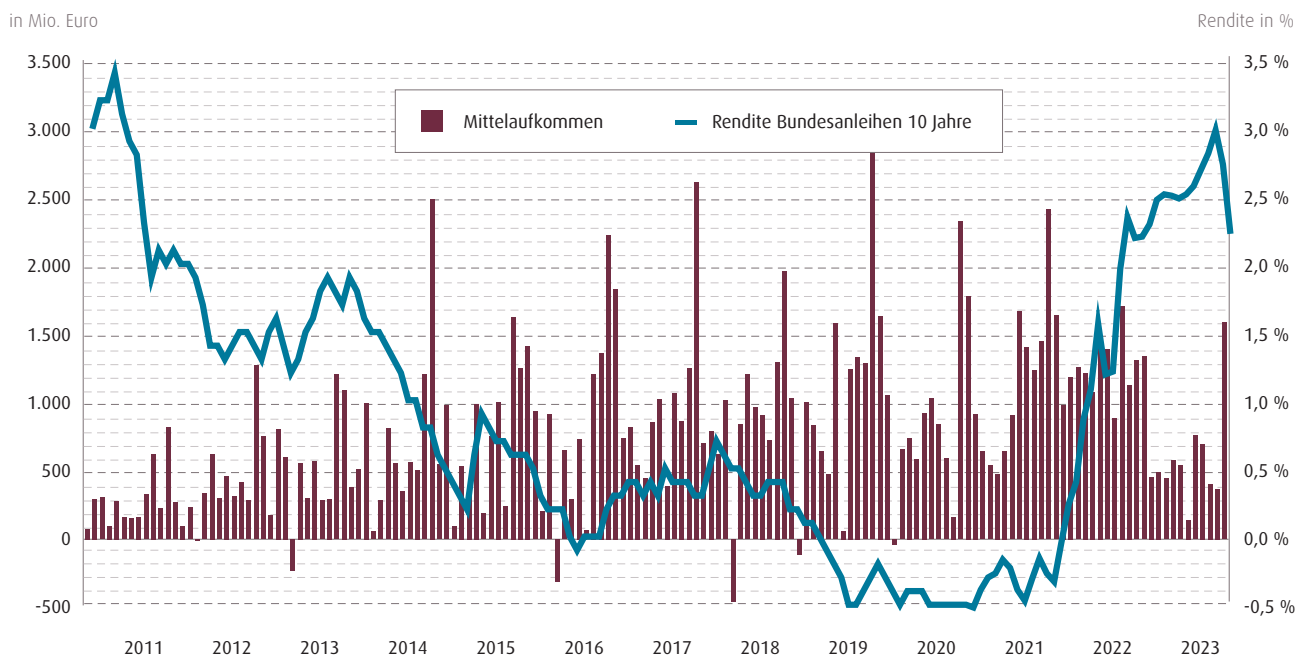


Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

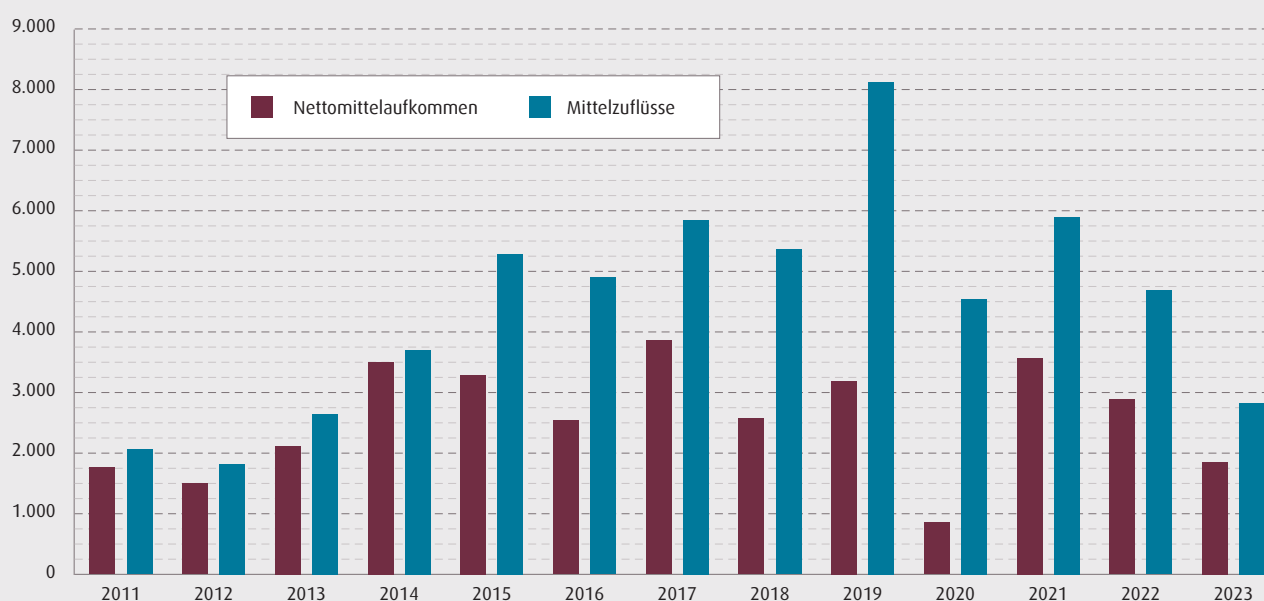
In Abbildung 6.3 haben wir das gesamte jährliche Nettomittelaufkommen in Spezialfonds und die jeweiligen Nettoflows in Immobilienspezialfonds ins Verhältnis gesetzt und den entsprechenden Anteil ausgewiesen. Es wird auf den ersten Blick klar, dass der Anteil des Nettomittelaufkommens in Immobilienspezialfonds am gesamten Nettomittelaufkommen in Spezialfonds in der Betrachtungsperiode signifikant gestiegen ist. Erneut ein weiterer Beleg dafür, dass die Bedeutung des Immobilienspezialfonds in den Fondskategorien des deutschen Spezialfondsmarktes zugenommen hat. Von 2011 bis 2016 pendelte der Anteil zwischen 5 % und 10 %. Im Jahr 2019 schnellte er auf fast 20 % hoch und schwankte in den drei darauf folgenden Jahren rund um 10 %. Dann zog der Anteil des Nettomittelaufkommens von Immobilienspezialfonds an den Flows des Gesamtmarktes wieder deutlich an auf zuletzt beachtliche 23 % im Jahr 2023. Es ist schon sehr bemerkenswert, dass in 2023 fast jeder vierte Euro vom gesamten Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds floss. Das hat sogar uns überrascht und ist eine Erkenntnis, die in dieser Form bisher nirgendwo kommuniziert oder veröffentlicht wurde. Endlich mal eine gute Botschaft rund um das Thema Immobilien und entsprechendes Fondsgeschäft bei den ganzen schlechten Nachrichten der Branche.

Nachdem an einigen vorangegangenen Stellen bereits die Zinswende und der potenzielle Einfluss auf das Immobilienspezialfondsgeschäft zur Sprache kamen, wollen wir es an dieser Stelle genau wissen. In Abbildung 6.4 haben wir die monatlichen Nettomittelaufkommen der letzten 13 Jahre und die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe dargestellt. Damit haben wir die komplette Niedrigzinsphase abgegriffen, die im Frühjahr 2011 einsetzte. Im April 2011 betrug die 10-jährige Bundrendite noch 3,4 % und ab dann ging es rasant abwärts mit einigen wenigen kurzen Erholungsphasen. Die beiden Phasen, in denen der 10-jährige Bund eine negative Rendite aufweist, kommen in der Abbildung ebenfalls klar zur Geltung. Ab Februar 2022 stieg die Rendite im Eiltempo bis 2,98 % im Oktober 2023 an, bevor sie in den beiden letzten Monaten des vergangenen Jahres erneut etwas sank. Eine Abhängigkeit bzw. Korrelation der monatlichen Nettomittelaufkommen in Immobilienspezialfonds zu der Entwicklung der Rendite hier exemplarisch am 10-J-Bund ausgedrückt lässt sich nicht feststellen. Außer natürlich die Erkenntnis, dass die lange Niedrigzinsphase förderlich für das Geschäft war. In der Phase des steilen Zinsanstiegs ab Frühjahr 2022 ist das Nettomittelaufkommen nicht eingebrochen. Allerdings hat es sich zeitverzögert ab Februar 2023 etwas eingetrübt, was als Effekt des Zinsanstiegs und anderer belastender Faktoren im Immobilienumfeld interpretiert werden kann. Aber völlige Panik und Schockstarre sehen anders aus. Immerhin ist das Nettomittelaufkommen seit der Zinswende noch deutlich positiv. Institutionelle Investoren sind eben langfristige und professionelle Investoren und bleiben ihren Allokationen treu. Aber es existieren natürlich noch andere Faktoren, die einen hektischen Ausstieg aus Immobilienspezialfonds im Hinblick auf potenzielle Abwertungen der Objekte und fast kompletten Stillstand im Bereich Transaktionen von Immobilien verhindern.

Abbildung 6.4: Monatliches Nettomittelaufkommen Immobilienspezialfonds und Rendite Bundesanleihen (mit Restlaufzeit 10 Jahre)



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 6.5: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen

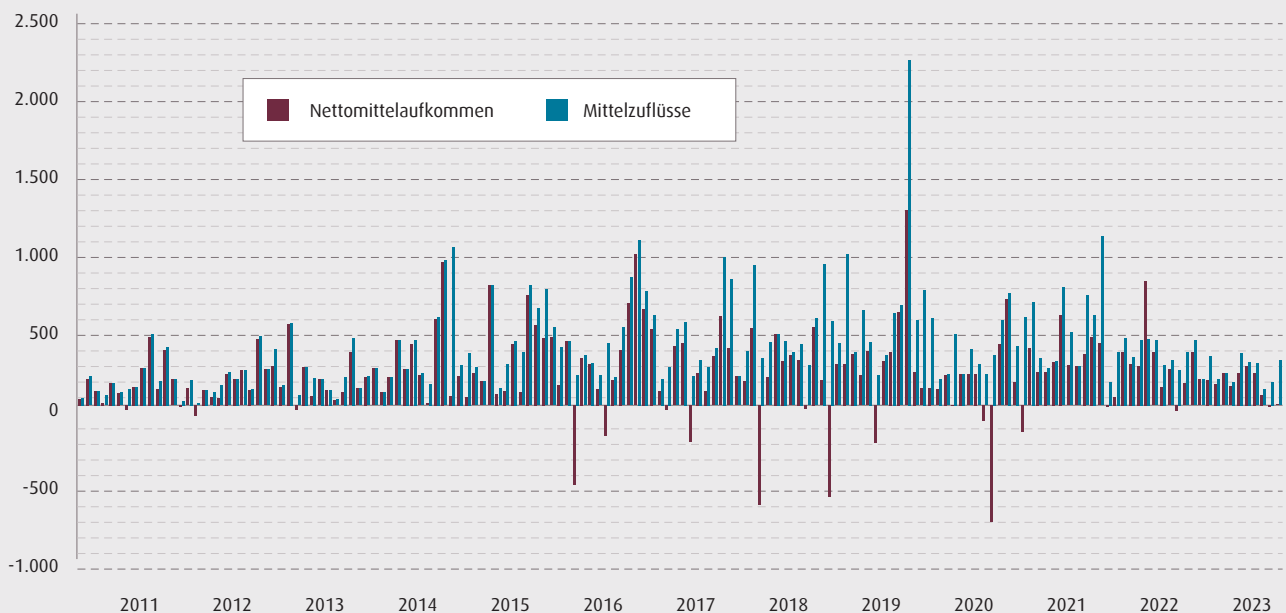
Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Kommen wir nun zu den anteilseignerbezogenen Cashflows in Immobilienspezialfonds in absteigender Reihenfolge gemäß den entsprechend gehaltenen Volumina. In Abbildung 6.5 sind die jährlichen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse frischer Liquidität von Altersvorsorgeeinrichtungen in Immobilienspezialfonds dargestellt. Die Nettomittelaufkommen verzeichnen einen fast sinuskurvenförmigen Verlauf in den letzten 13 Jahren, also nach einem Abwärtstrend folgte ein Aufwärtstrend. Insgesamt ist das Niveau der Nettomittelaufkommen in der Betrachtungsperiode angestiegen. Spitzenreiter ist das Jahr 2017 mit 3,9 Milliarden Euro Nettomittelaufkommen von Altersvorsorgeeinrichtungen in Immobilienspezialfonds, gefolgt von 2021 und 2014 mit jeweils 3,5 Milliarden Euro sowie 2015 mit 3,3 Milliarden Euro. Das geringste Nettomittelaufkommen ist im Jahr 2020 mit 856 Millionen Euro festzustellen. Das vergangene Jahr 2023 befindet sich mit einem Nettomittelaufkommen von 1,9 Milliarden Euro zwar unter den beiden Vorjahren, aber immer noch auf einem guten Niveau, wie es beispielsweise in den ersten drei Jahren der Betrachtungsperiode zu sehen ist. In den letzten drei Jahren ist allerdings ein Abwärtstrend bei den Nettoflows zu sehen, aber das war in den zwei Jahren nach 2014 auch der Fall und sollte nicht zu Besorgnis

führen. Der Durchschnittswert des Nettomittelaufkommens von Altersvorsorgeeinrichtungen in Immobilienspezialfonds beträgt über die gesamte betrachtete Periode von 13 Jahren 2,6 Milliarden Euro per anno.

Die Dotierungen von frischem Geld sind in den letzten 13 Jahren mit 8,1 Milliarden Euro in 2019 an der Spitze deutlich angestiegen. Auch hier ist der vorgenannte Abwärtstrend in den vergangenen drei Jahren im Einklang mit den Nettomittelaufkommen zu beobachten. Die Differenz zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen ist relativ hoch im Vergleich zu den beiden anderen großen Investorengruppen im Immobilienspezialfondsgeschäft Versicherungen und Kreditinstitute. Das wird mit einem Vorausblick auf die Abbildungen 6.7 und 6.9 sehr klar. Das bedeutet, dass Altersvorsorgeeinrichtungen im Vergleich eine deutliche höhere Anteilscheindynamik im Immobilienspezialfondsgeschäft aufweisen und viele Anteilscheine gedreht werden. Es wird sehr viel frisches Geld in Mandate reingepumpt, aber auch verhältnismäßig viel Liquidität wieder entzogen. Da sind Versicherungen und Kreditinstitute viel mandatstreuer.

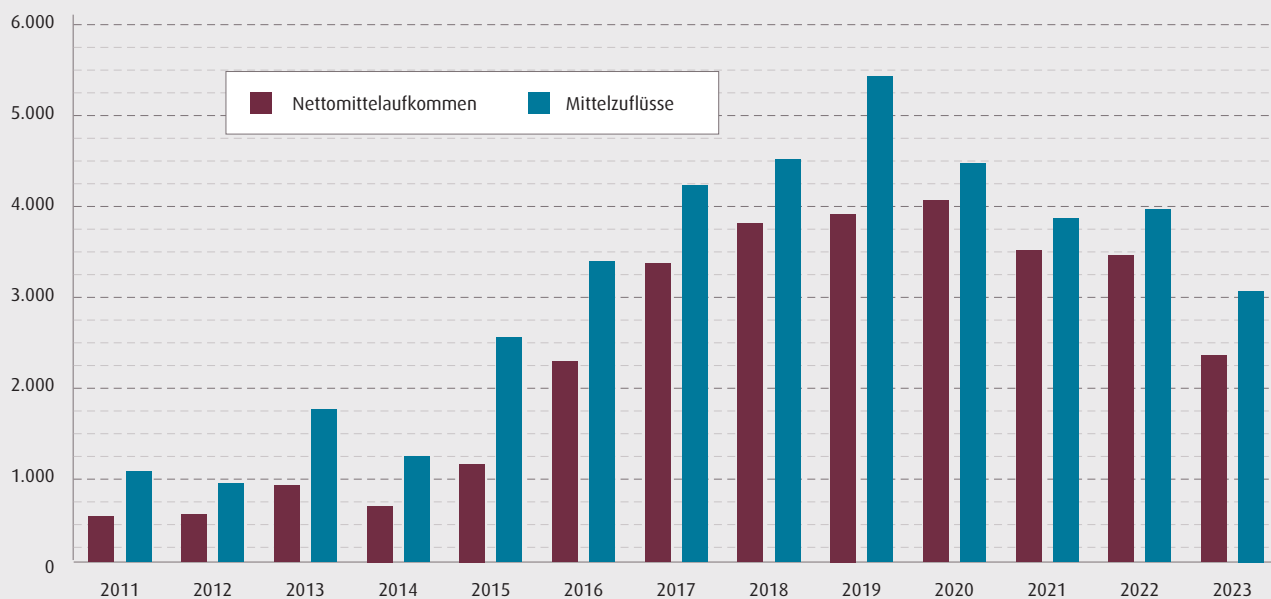
Abbildung 6.6: Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Altersvorsorgeeinrichtungen



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

In Abbildung 6.6 sind die monatlichen Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von Altersvorsorgeeinrichtungen in Immobilienspezialfonds dargestellt, was ein ergänzendes und verfeinertes Bild zu den jährlichen kumulierten Werten abgibt. In der Betrachtungsperiode der letzten 13 Jahre gibt es insgesamt 19 Monate mit negativem Nettomittelaufkommen, teilweise in enormer Höhe, was sich als mandatsspezifische Ausreißer interpretieren lässt. Insgesamt werden die vorangegangenen Schlüsse bestätigt, dass auch auf Monatsbasis eine sehr hohe Anteilscheindynamik im Sinne von regelmäßig sehr hohen Differenzen von Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen zu sehen ist. Die geschilderten Zyklen der Flows lassen sich ebenfalls erkennen, genauso wie der leicht abnehmende Trend der Cashflows der jüngsten Vergangenheit. Das rege Treiben von Altersvorsorgeeinrichtungen innerhalb ihrer Immobilienspezialfondsmandate wird sehr anschaulich.

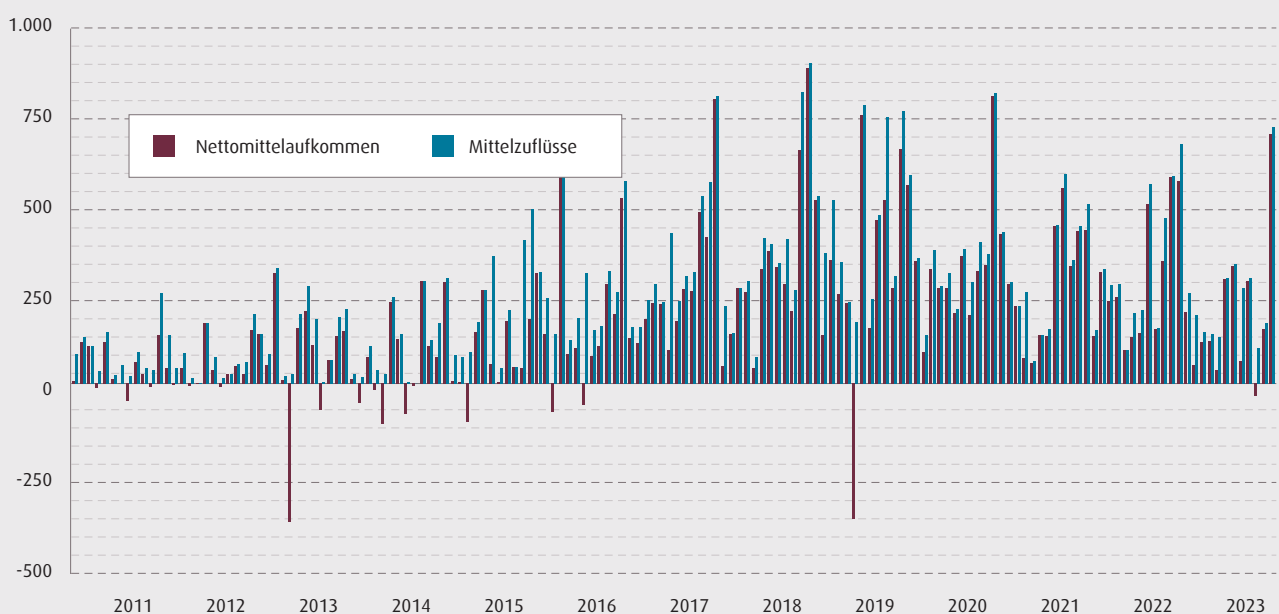
Abbildung 6.7: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Versicherungen



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

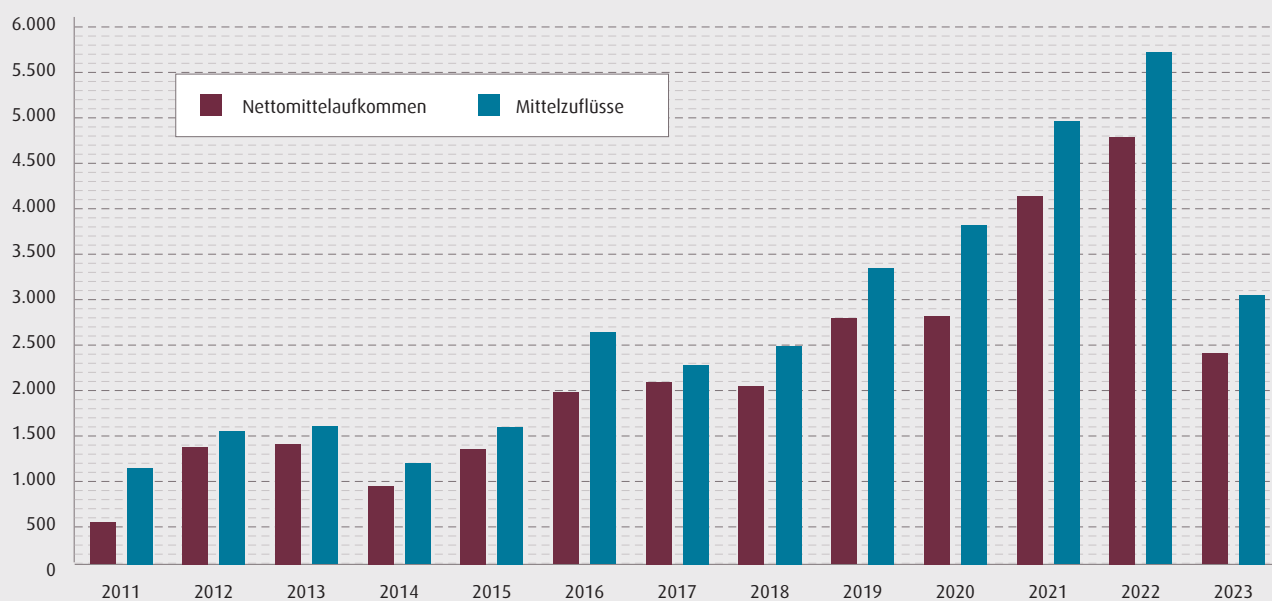
Das Immobilienspezialfondsgeschäft von Versicherungen zog erst so richtig ab 2016 an. Bis dahin befanden sich die jährlichen Nettomittelaufkommen auf einem recht geringen Niveau zwischen 500 und 1.000 Millionen Euro. Auch die Mittelzuflüsse waren noch vergleichbar gering. In 2016 verdoppelte sich das Nettomittelaufkommen auf über 2 Milliarden Euro und baute sich ab dann konstant bis zu dem Spitzenwert von knapp 4 Milliarden Euro in 2020 auf, um dann vorerst leicht und in 2023 etwas deutlicher auf den Wert von 2,3 Milliarden Euro zurückzugehen. Die Zuflüsse von frischer Liquidität weisen im Zeitraum ab 2016 ein stark vergleichbares Profil zum Nettomittelaufkommen auf. Das jährliche Nettoneugeschäft, aber auch die Mittelzuflüsse sind im Vergleich zu Altersvorsorgeeinrichtungen „rechtsschief“ und bei Weitem nicht so volatil wie bei Altersvorsorgeeinrichtungen. Die Dynamik im Immobilienspezialfondsgeschäft setzte bei Versicherungen später als bei Altersvorsorgeeinrichtungen ein. Außerdem sind die Differenzen zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen bei Weitem nicht so groß wie bei Pensionseinrichtungen. Von dem frisch dotierten Geld von Versicherungen in Immobilienspezialfonds verbleibt durchschnittlich viel mehr netto in den Mandaten. Es herrscht eine im Vergleich zu Altersvorsorgeeinrichtungen geringe Anteil-scheindynamik und das Geschäft ist deutlich stabiler. Das durchschnittliche Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Immobilienspezialfonds beträgt über den Betrachtungszeitraum von 13 Jahren knapp 2,3 Milliarden Euro jährlich.

Abbildung 6.8: Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Versicherungen



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

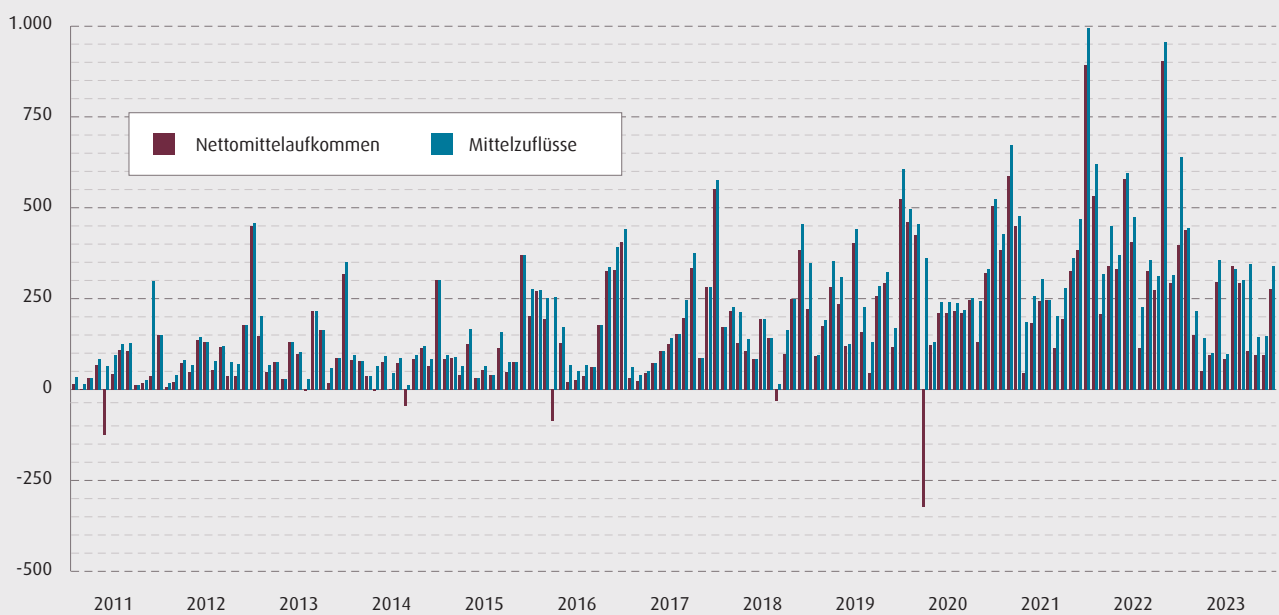
Das unterschiedliche Profil der Cashflows zwischen Versicherungen und Altersvorsorgeeinrichtungen wird ebenfalls mit Blick auf Abbildung 6.8 und dem entsprechenden Pendant von Altersvorsorgeeinrichtungen sichtbar. Letztere haben deutlich früher mit signifikanten Cashflows in Immobilienspezialfonds agiert. Bei Versicherungen ist eine entsprechende Entwicklung erst ab 2016 zu beobachten. In den vergangenen 13 Jahren gab es insgesamt 18 Monate, in denen das Nettomittelaufkommen von Versicherungen in Immobilienspezialfonds negativ war, mit zwei deutlichen Ausreißern im Mai 2013 und Juni 2019. Seitdem gab es mit Oktober 2023 nur einen weiteren Monat mit negativem Nettomittelaufkommen, und das in geringem Ausmaß.

Abbildung 6.9: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Kreditinstituten

Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

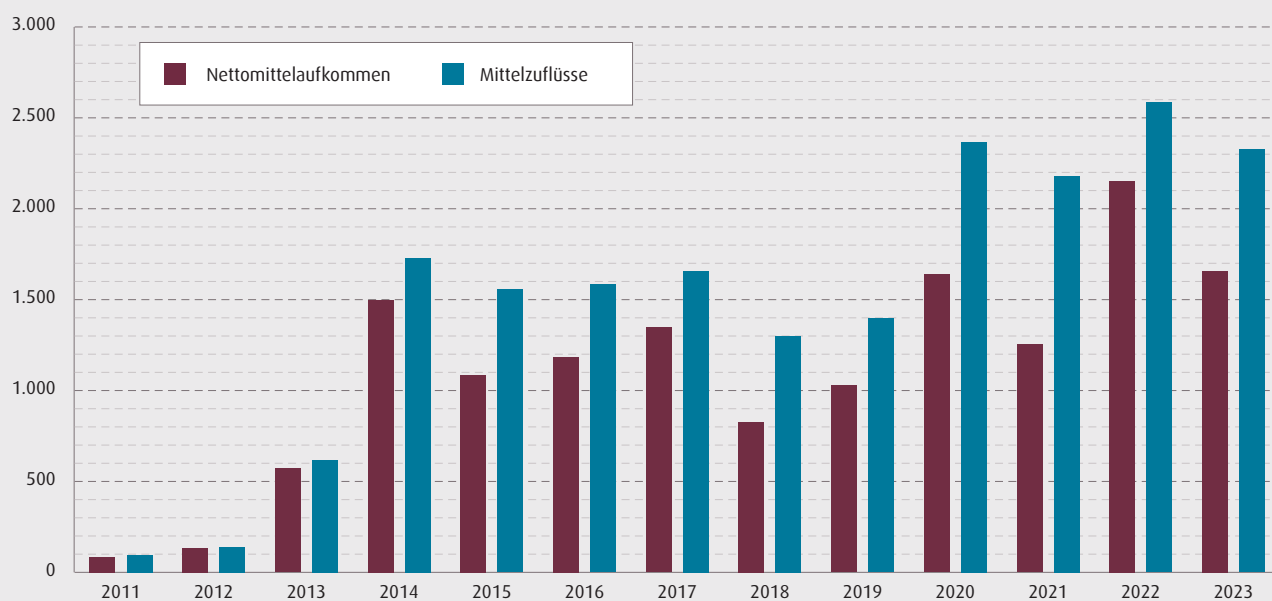
Die Netto- und Brutto-Cashflows bei Kreditinstituten hinsichtlich der Dotierung von Depot-A-Beständen in Immobilienspezialfonds weisen analog zu Versicherungen in der zweiten Hälfte der Betrachtungsperiode eine stark steigende positive Tendenz auf. Allerdings bis auf das vergangene Jahr 2023, wo das Immobilienspezialfondsgeschäft von Kreditinstituten deutlich verhaltener war. Der Spitzenwert des jährlichen Nettomittelaufkommens im betrachteten Zeitraum findet sich im Jahr 2022 mit 4,7 Milliarden Euro. Das ist das höchste Nettomittelaufkommen in einem Kalenderjahr von allen in diesem Kapitel betrachteten Investorenssegmenten und daher besonders hervorzuheben. Der Mittelwert des jährlichen Nettomittelaufkommens in den letzten 13 Jahren beträgt 2,1 Milliarden Euro und liegt unter den Vergleichswerten von Altersvorsorgeeinrichtungen und Versicherungen. Aber die dynamische Entwicklung der Cashflows von Kreditinstituten in Immobilienspezialfonds der letzten fünf Jahre ist extrem bemerkenswert, 2023 mal ausgeklammert.

Abbildung 6.10: Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Kreditinstituten



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

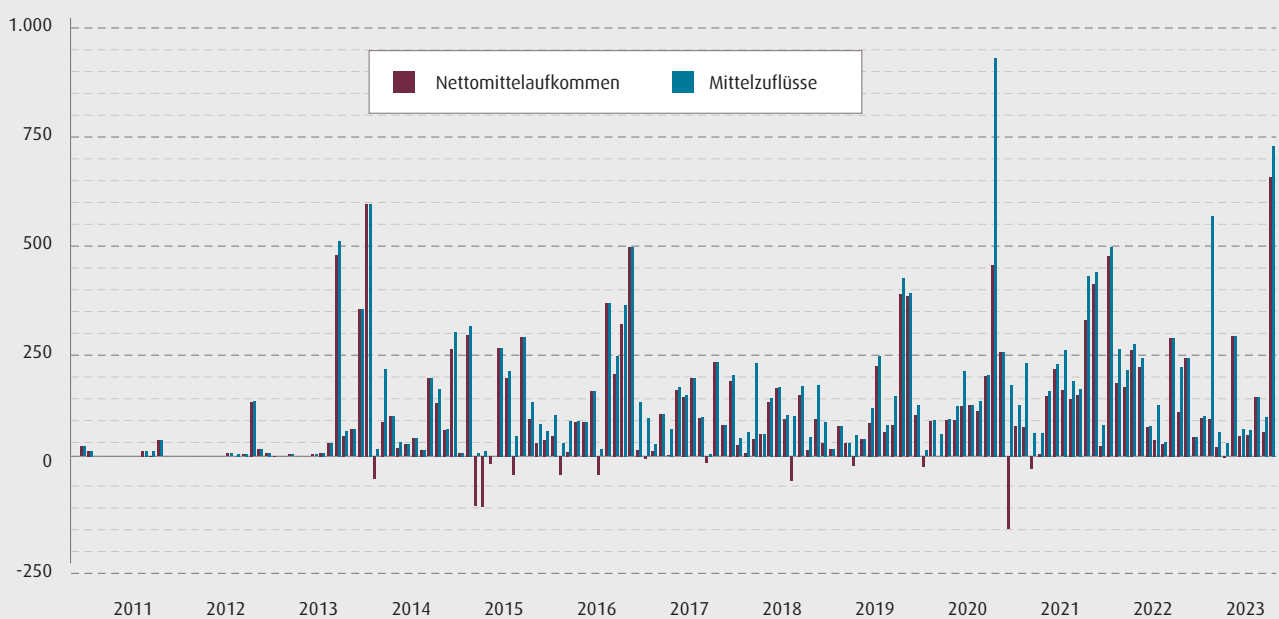
Abbildung 6.10 visualisiert, dass es sehr wenige Einzelmonate bei Kreditinstituten gab, in denen Nettomittelabflüsse verzeichnet werden können, und dass die Cashflow-Aktivitäten ab 2016 zunahmen, mit wenigen Ausnahmen in einzelnen Monaten. Das schwächere zurückliegende Jahr 2023 wird ebenfalls sehr deutlich.

Abbildung 6.11: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Finanzintermediären

Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

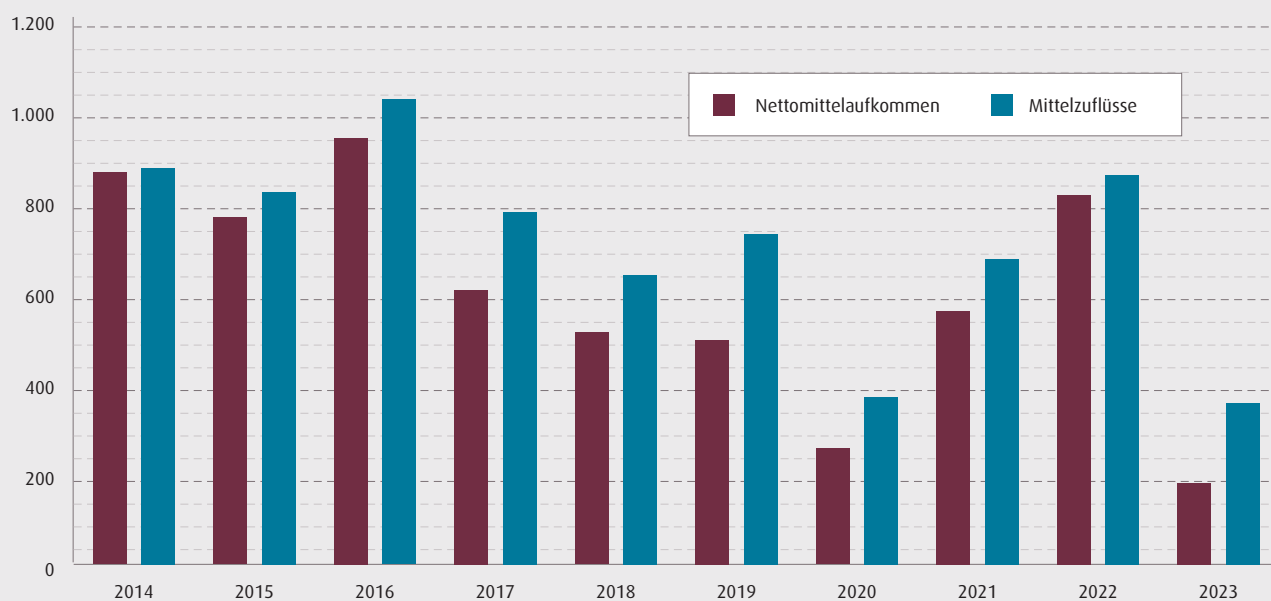
Die Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse bei Finanzintermediären sind in den letzten 13 Jahren recht wechselhaft, allerdings mit einer Zunahme des Niveaus seit 2020. In den ersten beiden Jahren des betrachteten Zeitraums sind fast keine Cashflows von Finanzintermediären in Immobilienspezialfonds zu beobachten. Im Jahr 2022 ist das jährliche Nettomittelaufkommen mit 2,2 Milliarden Euro am höchsten. Der Median des Nettomittelaufkommens in den letzten 13 Jahren beträgt 1,1 Milliarden Euro, Tendenz allerdings deutlich steigend.

Abbildung 6.12: Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Finanzintermediären



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

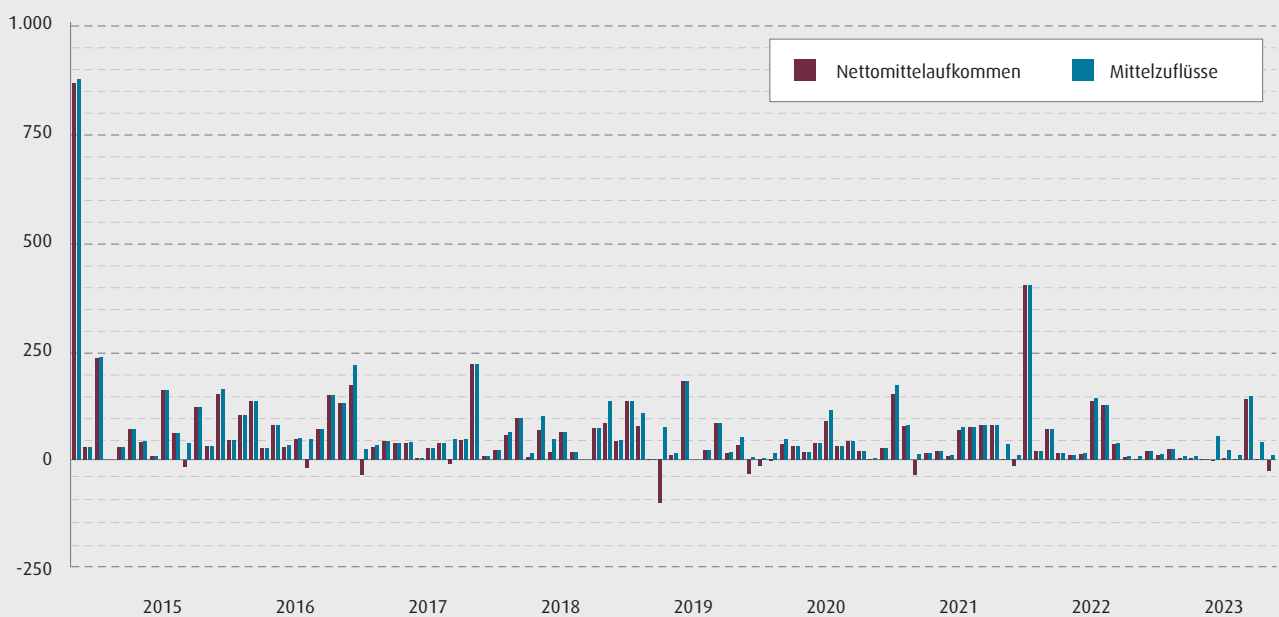
Abbildung 6.12 bestätigt noch mal die erst ab 2013 einsetzende Dynamik des Immobilienspezialfonds-geschäftes von Finanzintermediären. Die Anzahl von Monaten samt Höhe von Nettomittelabflüssen ist ebenfalls sehr überschaubar und die Dynamik im Anteilscheingeschäft höher als bei Kreditinstituten und Versicherungen, aber geringer als bei Altersvorsorgeeinrichtungen.

Abbildung 6.13: Jährliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen

Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen sind hinsichtlich der Anzahl von Akteuren und Immobilienspezialfonds die mit Abstand kleinste der in diesem Kapitel analysierten Anteilsinhabergruppen, sodass Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse von einem vergleichbar engen Markt geprägt werden und die Cash-flows sich auf einem geringeren Niveau befinden. Spitzenreiter beim jährlichen Nettomittelaufkommen ist das Jahr 2016 mit 938 Millionen Euro. In den Folgejahren sind die Nettoflows deutlich gesunken, mit Ausnahme von 2021 und 2022. Das Jahr 2023 war hinsichtlich Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüssen das schwächste Jahr des betrachteten Zeitraums. Der Durchschnittswert des jährlichen Nettomittelaufkommens ab 2014 beträgt knapp 600 Millionen Euro, Tendenz fallend.

Abbildung 6.14: Monatliches Nettomittelaufkommen und Mittelzuflüsse in Immobilienspezialfonds von Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen



Stand: 31. Dezember 2023, Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

In Abbildung 6.14 wird noch mal deutlich, dass eine Dynamik im Anteilscheingeschäft im Sinne der Differenzen zwischen Mittelzuflüssen und Nettomittelaufkommen zu Beginn der Betrachtungsperiode fast gar nicht vorhanden war. Dies stellte sich dann aber ab 2017 auf vergleichbar geringem Niveau ein. Kredit- und Versicherungshilfsinstitutionen sind als kleine Investorengruppe recht mandatsreu.

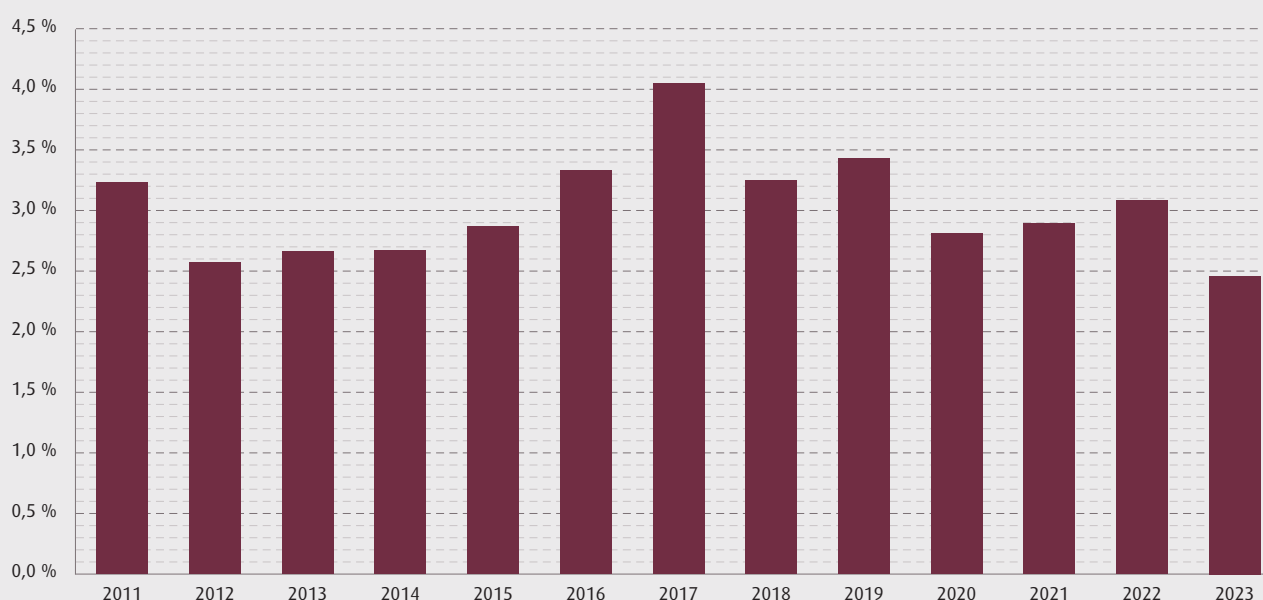
Zum Abschluss dieses Kapitels erlauben wir uns noch einmal den Hinweis, dass wir die anteilsinhaberbezogenen Analysen des Nettomittelaufkommens und der Mittelzuflüsse für die fünf größten Investorengruppen im Immobilienspezialfondsgeschäft vorgenommen haben. Aus Gründen des Umfangs und der Signifikanz haben wir auf die entsprechende Darstellung von privaten Organisationen ohne Erwerbscharakter, nicht finanzielle Kapitalgesellschaften („Corporates“), öffentliche & kirchliche Zusatzversorgungseinrichtungen, der öffentlichen Hand sowie ausländischen Investoren an dieser Stelle verzichtet.

7. Rendite gemäß Ertragsausschüttung von Immobilienspezialfonds

Eine gesamtheitliche Betrachtung von Renditen im Immobilienspezialfondsbereich ist nach unserer Kenntnis kaum in Deutschland zu finden, da es an schlüssigen und konsistenten Daten mangelt. Es finden sich zwar entsprechende Performanceangaben in den Geschäftsberichten von institutionellen Anlegern, die aber aufgrund von unterschiedlichen Berechnungsmethodiken, Bewertungssachverhalten und dem manuellen Aufwand der Suche im Kleingedruckten in einer Vielzahl von Dokumenten belastbare Aussagen für den Gesamtmarkt des Immobilienspezialfondsgeschäfts kaum zulassen.

Erfreulicherweise findet sich in den statistischen Daten der Deutschen Bundesbank eine Zeitreihe, die die Ertragsausschüttung von Immobilienspezialfonds als absoluten Eurobetrag auf Monatsbasis beinhaltet. Wir haben diese Daten für die Berechnung von Ausschüttungsrenditen von Immobilienspezialfonds herangezogen, um zu einer konsistenten Darstellung für unseren langen Betrachtungszeitraum von 13 Jahren zu kommen. Mathematisch ist die Berechnung recht trivial. Wir haben die monatlichen Ertragsausschüttungen ins Verhältnis zum jeweiligen monatlichen Immobilienspezialfondsvolumen gesetzt und auf diese Weise einen monatlichen Prozentsatz berechnet. Die jeweiligen 12 Werte haben wir auf Jahresbasis

Abbildung 7.1: Jährliche Rendite gemäß Ertragsausschüttung von Immobilienspezialfonds



Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

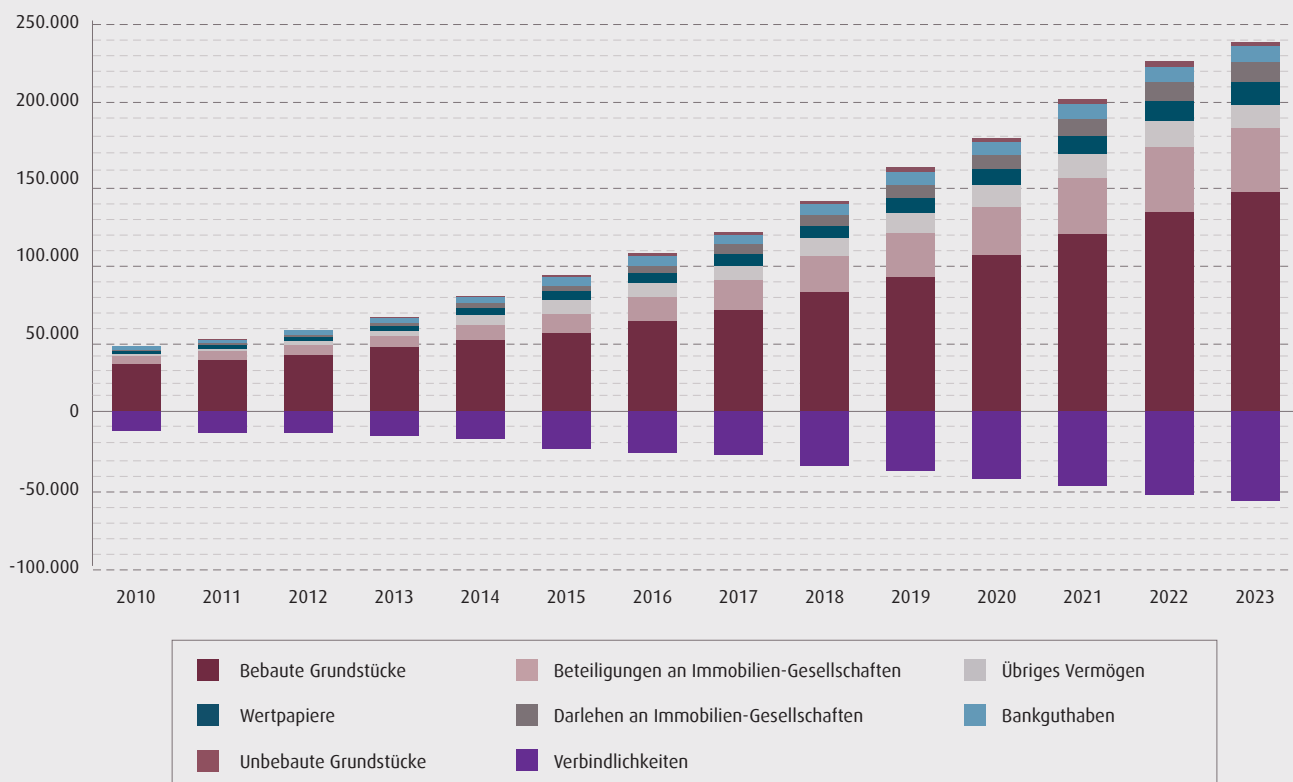
kumuliert. Es ist somit völlig klar, dass es sich nicht um eine Performanceberechnung nach den gängigen Standards handelt und gar nicht handeln kann. Die Ergebnisse sind als auf Jahresbasis kumulierte Durchschnittswerte im Sinne einer Ausschüttungsrendite aller Immobilienspezialfonds zu interpretieren und in Abbildung 7.1 dargestellt.

Die Prozentsätze weisen eine Bandbreite von 2,46 % in 2023 und 4,05 % in 2017 auf. Die Phase der höchsten Ausschüttungsrenditen befindet sich tendenziell in der Mitte unseres Betrachtungszeitraums. Ein Muster bzw. eine Korrelation zum Zinsniveau oder zu Themen wie Corona lassen sich nicht erkennen. Die verhältnismäßig schwache Ausschüttungsrendite des Jahres 2023 könnte sich allerdings schon in Sachverhalten begründen, die belastende Wirkung für Ausschüttungen von Immobilienspezialfonds ausüben können. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um die Zinswende, Kostensteigerungen im Bau und Handwerk sowie Bewertungsrückgänge von Objekten im Bestand. In dieser Gemengelage wird kein institutioneller Investor hohe Ausschüttungen beschließen.

8. Entwicklung der Zusammensetzung des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds

Dieses Kapitel geht auf die Zusammensetzung des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds gemäß den Komponenten ein, die in dem statistischen Meldewesen der Deutschen Bundesbank enthalten sind. Abbildung 8.1 visualisiert die Entwicklung in den letzten 13 Jahren in absoluten Größen, ausgehend von einem Immobilienspezialfondsvermögen Ende 2010 in Höhe von 29,6 Milliarden Euro bis zu dem Volumen von 182,3 Milliarden Euro per aktuellstem Datenpunkt Ende 2023. Die Darstellung ist so gewählt, dass die Verbindlichkeiten negativ abgetragen sind und von den übrigen Größen in Abzug zu bringen sind, sodass sich das Immobilienspezialfondsvermögen als Saldo und im Sinne eines Netto-Fondsvermögens ergibt.

Abbildung 8.1: Entwicklung der Zusammensetzung des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds

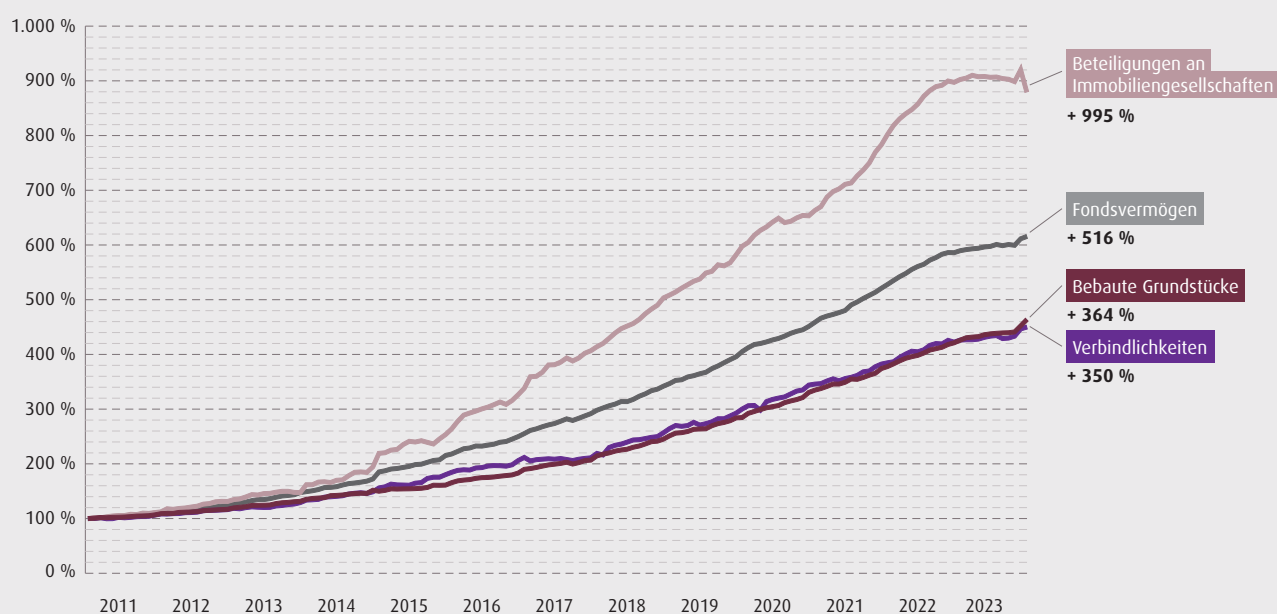


Stand: 31. Dezember 2023 (Daten jeweils zum 31.12.), Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Alle Komponenten des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds sind in den letzten 13 Jahren gewachsen, und das zum Teil erheblich. Es lässt sich in der gesamten Zeit auch keine Veränderung der Reihenfolge bzw. der Sortierung nach Größe der Bestandteile feststellen. Die größte Position sind konsequenterweise bebaute Grundstücke. Sie machten zu Beginn des Betrachtungszeitraums Ende 2010 ein Volumen von 30,4 Milliarden Euro aus, welches in der Betrachtungsperiode um rund 110,4 Milliarden Euro auf 140,8 Milliarden Euro zugenommen hat. Das ist eine Zunahme um den Faktor 4,6, es hat sich somit fast verfünffacht. Die zweitgrößte Komponente des Immobilienspezialfondsvermögens sind Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften. Sie stiegen in den letzten 13 Jahren von 4,6 Milliarden Euro auf 40,8 Milliarden Euro an, was eine Entwicklung um den Faktor 8,8 bedeutet. Diese Entwicklung spiegelt den steigenden Trend wider, dass Immobilien in gesellschaftsrechtlicher Form als Unternehmensbeteiligung erworben werden, welche dann in Immobilienspezialfonds eingebracht bzw. durch diesen finanziert werden. Der drittgrößte Bestandteil des Immobilienspezialfondsvermögens ist das übrige Vermögen, welches von 1,7 Milliarden Euro per Ende 2010 auf 15 Milliarden Euro per Ende 2023 zugenommen hat. Diese Position wird in den Bundesbankdaten nicht weiter aufgeschlüsselt, trotz der dynamischen Entwicklung innerhalb der letzten 13 Jahre. Immerhin hat sich das übrige Vermögen um den Faktor 9 vervielfacht. Wertpapiere machen per Ende 2023 einen Betrag in Höhe von 14,3 Milliarden Euro vom Immobilienspezialfondsvermögen aus. Sie haben in den letzten 13 Jahren um 12,6 Milliarden Euro zugenommen, was eine Entwicklung um den Faktor 8,6 bedeutet. Bei den Wertpapieren handelt es sich fast ausschließlich um Anteile an Investmentfonds. Gemäß der Reihenfolge nach absteigender Größe der Bestandteile von Immobilienspezialfonds schließen sich Darlehen an Immobilien-Gesellschaften mit einem Volumen in Höhe von 13,2 Milliarden Euro an. Bankguthaben sind mit 10,3 Milliarden Euro per Ende 2023 der letzte Bestandteil im fünfstelligen Bereich. Ausgehend von dem Immobilienvermögen von 182, 2 Milliarden Euro bedeutet dies eine Cashquote von knapp 6 %. Das erscheint uns ein vernünftiger Anteil, zumal es wieder Zinsen gibt und kein Verwarentgelt bezahlt werden muss. Und es müssen nicht um jeden Preis Objekte gekauft werden, um die Cashquote im Griff zu behalten und nicht ausufern zu lassen oder Anlagegrenzen zu sprengen. Unbebaute Grundstücke sind mit 2,3 Milliarden Euro per Ende 2023 die kleinste Komponente vom Immobilienspezialfondsvermögen.

Hochinteressant ist natürlich die Entwicklung von Verbindlichkeiten, wovon der wesentliche Teil aufgenommene Kredite sind – der „leverage“. Sie haben sich von 12,1 Milliarden Euro per Ende 2010 auf 54,4 Milliarden Euro per Ende 2023 erhöht. Dabei handelt es sich im Vergleich zum Fondsvermögen um eine moderate Entwicklung, da sich die Verbindlichkeiten mit einem Faktor von 4,5 deutlich geringer vervielfacht haben als das Immobilienfondsvermögen, bei dem der entsprechende Faktor 6,2 beträgt. Werden bebaute Grundstücke und aufgenommene Kredite als wesentliche Teilgröße von Verbindlichkeiten ins Verhältnis gesetzt, so ergibt sich eine Fremdkapitalquote von 31,9 % per Ende 2023. Diese Größe weist im Betrachtungszeitraum eine Bandbreite zwischen eben diesen 31,9 % und in der Spitze 36,2 % in 2016 auf. Im Rückblick auf den Betrachtungszeitraum war die Fremdkapitalquote in Immobilienspezialfonds noch nie so gering wie aktuell.

Abbildung 8.2: Indexierte Entwicklung der wesentlichen Komponenten des Fondsvermögens von Immobilienspezialfonds

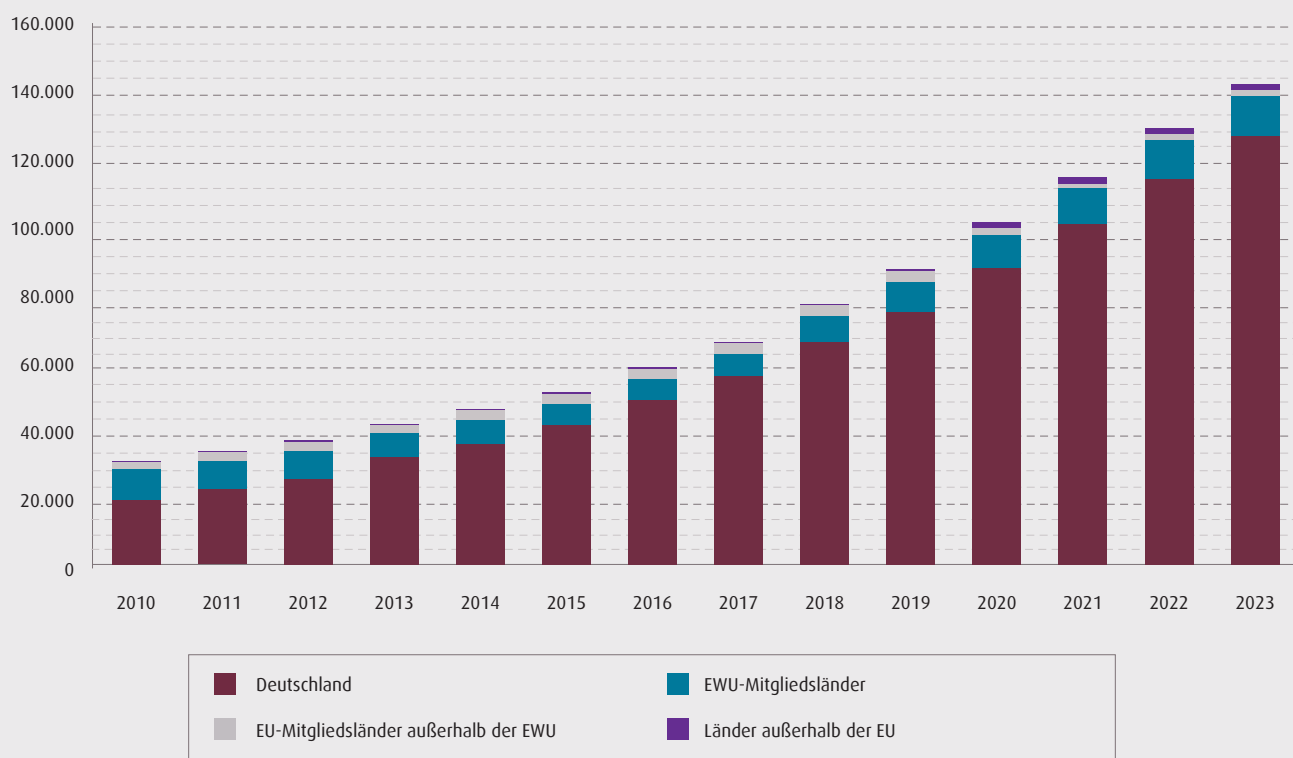


Stand: 31. Dezember 2023, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 8.2 führt noch mal die wesentlichen Komponenten auf, allerdings zu Beginn des Betrachtungszeitraums auf 100 indexiert. Es wird sehr deutlich und hat beruhigenden Charakter, dass sich bebaute Grundstücke und Verbindlichkeiten über den gesamten Zeitraum absolut im Gleichklang entwickelt haben. Beide Kurvenverläufe liegen sogar noch deutlich unter der indexierten Entwicklung des Immobilienspezialfondsvermögens. Beteiligungen an Immobiliengesellschaften haben sich dagegen in Relation sehr dynamisch entwickelt, bis auf den jüngsten kleinen Knick nach unten.

Bebaute Grundstücke und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften sind nicht nur die mit Abstand größten Bestandteile des deutschen Immobilienspezialfondsvermögens – von Verbindlichkeiten mal abgesehen –, sondern sie sind die prägendsten Komponenten aufgrund ihres Charakters in Bezug auf die Asset-Klasse Immobilien. Kurzum: Sie prägen die gehaltenen Assets. Daher schauen wir nachfolgend eine Ebene tiefer und analysieren die Entwicklung der regionalen Verteilung bzw. Domizilierung dieser beiden Komponenten.

Abbildung 8.3: Absolute Entwicklung der regionalen Verteilung bebauter Grundstücke von Immobilienspezialfonds



Stand: 31. Dezember 2023 (Daten jeweils zum 31.12.), Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Abbildung 8.3 visualisiert die Entwicklung von bebauten Grundstücken innerhalb des Betrachtungszeitraums von 13 Jahren in absoluten Beträgen. Es wird der sehr klare „home bias“ des Immobilienspezialfondsgeschäfts deutlich. Von dem Bestand an bebauten Grundstücken in Höhe von knapp 141 Milliarden Euro befinden sich mit 126 Milliarden Euro 89,4 % auf deutschem Boden. Ende 2010 waren es 18,9 Milliarden Euro, was 62,2 % des Bestandes von bebauten Grundstücken entsprach. Die zweitwichtigste Region hinsichtlich der bebauten Grundstücke, die von Immobilienspezialfonds gehalten werden, ist der Euroraum ohne Deutschland mit einem Bestand von 11,5 Milliarden Euro und einem Anteil von 8,2 %. Diese Position hat während des Betrachtungszeitraums betraglich etwas zugenommen. Ende 2010 befanden sich 8,8 Milliarden Euro von bebauten Grundstücken im Euroraum ex Deutschland und der Bestand sank im Zeitablauf bis auf 5,8 Milliarden Euro in 2015, um dann wieder sukzessive deutlich über die 10-Milliarden-Marke anzusteigen. Bebaute Grundstücke in der Europäischen Union außerhalb des Euro-Währungsgebietes weisen

Abbildung 8.4: Relative Entwicklung der regionalen Verteilung bebauter Grundstücke von Immobilienspezialfonds

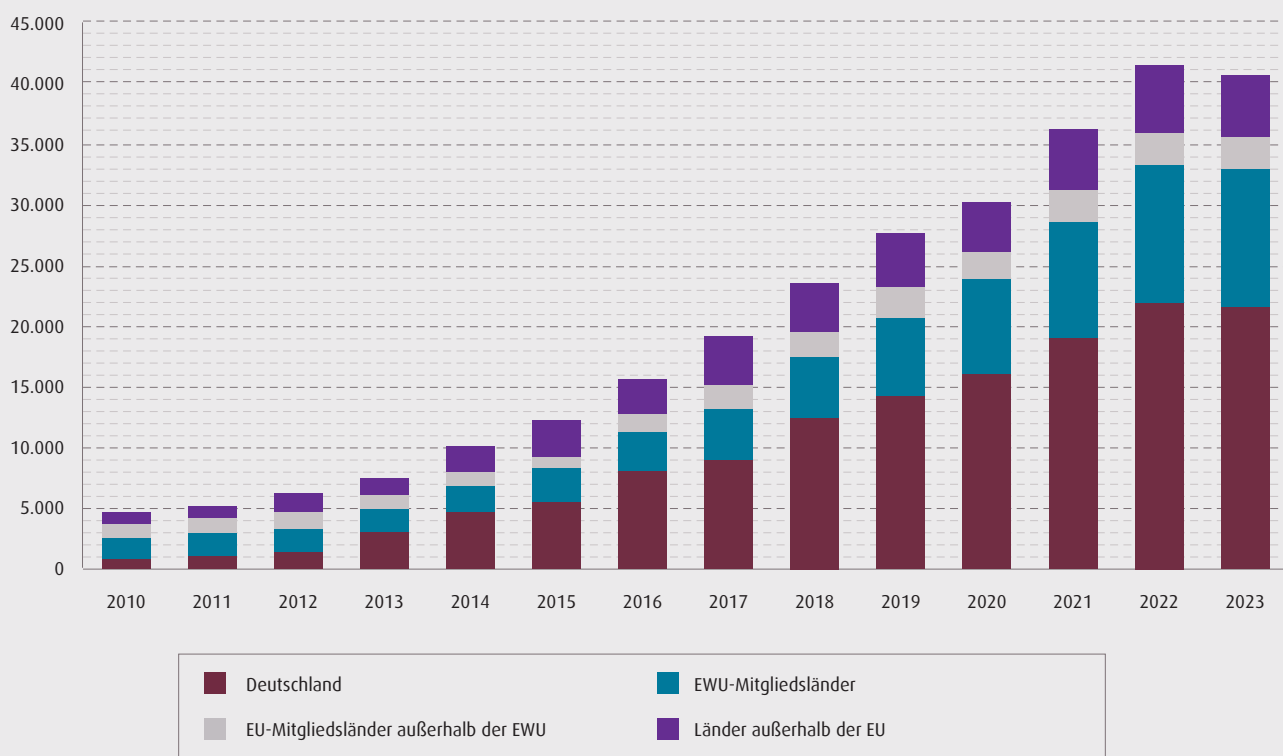
Stand: 31. Dezember 2023 (Daten jeweils zum 31.12.), Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

einen Bestand von 1,7 Milliarden Euro auf, was einen Anteil am Gesamtbestand bebauter Grundstücke von 1,2 % bedeutet. So hart es klingt, aber das ist fast zu vernachlässigen. Ähnliches gilt für bebaute Grundstücke außerhalb der Europäischen Union, die ebenfalls einen Betrag in Höhe von 1,7 Milliarden Euro auf sich vereinen. Institutionelle Investoren und ihre Immobilienmanager mögen kein Währungsrisiko, zumindest nicht im Immobilienbestand. Insgesamt 97,6 % der Liegenschaften befinden sich im Euroraum und nur 2,4 % nicht. Von einer Internationalisierung der Objekte kann aufgrund dieser Tatsachen nicht wirklich die Rede sein.

In Abbildung 8.4 ist die Entwicklung des jeweiligen Anteils der Regionen bzw. Länder am Bestand der bebauten Grundstücke zum ausgewiesenen Zeitpunkt dargestellt. Nimmt ein Balken im Verlauf zu, so wächst die Position überproportional zum Bestand von bebauten Grundstücken. Es wird sehr deutlich, dass

Deutschland in den letzten 13 Jahren als Standort von Liegenschaften, die von Immobilienspezialfonds gehalten werden, deutlich zugenommen hat. Ende 2010 betrug der Anteil noch 62,2 % und hat dann im Zeitverlauf deutlich zugenommen auf oben bereits erwähnte 89,4 %. Die zweitgrößte Region Euroraum ohne Deutschland hat dagegen im Betrachtungszeitraum an Bedeutung recht heftig abgenommen. Der Anteil von 29,2 % per Ende 2010 sackte auf ebenfalls oben genannte 8,2 % ab. Stichwort Absacken: Das Gleiche gilt für Objekte in der Europäischen Union außerhalb des Euro-Währungsgebiets, deren Anteil am Gesamtbestand von bebauten Grundstücken in den vergangenen 13 Jahren marginalisiert wurde. Immerhin betrug dieser Ende 2010 noch 7,7 %, schrumpfte aber seitdem auf besagte 1,2 % per Ende 2023. Der Anteil von bebauten Grundstücken außerhalb der Europäischen Union hat sich auf dem ausgewiesenen sehr niedrigen Niveau in den letzten drei Jahren dagegen etwas ausgeweitet. Immobilienspezialfonds haben sich dann doch etwas auf Nicht-Euroland-Terrain gewagt.

Hinsichtlich der regionalen Verteilung der Zusammensetzung von Beteiligungen an Immobiliengesellschaften ist die Struktur im Vergleich zu bebauten Grundstücken deutlich bunter. Abbildung 8.5 zeigt die entsprechende Entwicklung der absoluten Beträge auf, während Abbildung 8.6 den Verlauf der Bedeutung der Länder bzw. Ländergruppen am Gesamtbestand der Beteiligungen an Immobiliengesellschaften an den Datenstichtagen veranschaulicht. Betraglich nahmen bis Ende 2022 alle Positionen zu, wie auf einen Blick in Abbildung 8.5 ersichtlich wird. Im Jahr 2023 kam es allerdings zu einem leichten Rückgang der Bestände in allen ausgewiesenen Ländern bzw. Regionen. Zu Beginn des Betrachtungszeitraums Ende 2010 fristeten Beteiligungen an Immobiliengesellschaften noch ein recht stiefmütterliches Dasein als Komponente von Immobilienspezialfondsvermögen. Der Gesamtbestand betrug 4,6 Milliarden Euro und Beteiligungen an in Deutschland domizilierten Immobiliengesellschaften waren mit einem Anteil von 16,5 % und einem Bestand von 766 Millionen Euro vergleichbar gering. Führend waren damals Beteiligungen an Gesellschaften im Euroraum ex Deutschland mit rund 1,7 Milliarden Euro, was einen Anteil von 37,5 % bedeutete, gefolgt von Beteiligungen mit Sitz in der EU außerhalb des Euroraums mit 26,2 % und 1,2 Milliarden Euro. Innerhalb des 13-jährigen Betrachtungszeitraums hat sich das Bild etwas verschoben. Der Bestand der Beteiligungen an deutschen Immobiliengesellschaften hat mächtig zugelegt und ist deutlich überproportional am Gesamtbestand der Beteiligungen an Immobiliengesellschaften gewachsen. Er beträgt zum Datenstichtag 31. Dezember 2023 rund 21,6 Milliarden Euro, was einen Anteil von 53 % bedeutet. Der Anteil an Immobiliengesellschaften im Euroraum ex Deutschland baute sich auf 28 % ab, trotz der positiven Bestandsentwicklung auf 11,4 Milliarden Euro per Ende 2023. Beteiligungen an Immobiliengesellschaften außerhalb der EU haben schon sehr früh im Betrachtungszeitraum den Platz als drittgrößte Komponente eingenommen und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften in der EU, aber außerhalb des Euroraums überholt. Insgesamt werden von Immobilienspezialfonds per Ende 2023 rund 5,2 Milliarden Euro an Gesellschaftsvehikeln außerhalb der EU gehalten. Die Position innerhalb der EU, aber außerhalb des Euroraums beträgt 2,6 Milliarden Euro per Ende 2023. Bei allen genannten Komponenten kam es im Jahr 2023 zu einer leichten Korrektur des Bestandsvolumens nach unten.

Abbildung 8.5: Absolute Entwicklung der regionalen Verteilung der Beteiligungen von Immobilienspezialfonds

Stand: 31. Dezember 2023 (Daten jeweils zum 31.12.), Angaben in Mio. Euro, Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

Die Abbildung 8.6 zeigt die Entwicklung der Anteile der Länder und Regionen am Gesamtbestand der Beteiligungen an Immobiliengesellschaften in der 13-jährigen Betrachtungsperiode. Es wird deutlich, dass sich die Bedeutung der ausgewiesenen Länder und Regionen als Zielregion einer Immobiliengesellschaft im Zeitablauf doch ziemlich verändert hat. Auffällig ist beispielsweise, dass Beteiligungen an Immobiliengesellschaften in der EU, aber außerhalb des Euroraums recht stark an Bedeutung bei der gesellschaftsrechtlichen Strukturierung von Immobilienvermögen verloren haben. Die deutliche Zunahme der Beteiligungen an deutschen Gesellschaften skizziert ein sehr positives Bild für Deutschland als Fondsstandort im Allgemeinen und für die Umsetzung von Investmentvorhaben bzw. Transaktionsrealisierung in einem

Abbildung 8.6: Relative Entwicklung der regionalen Verteilung der Beteiligungen von Immobilienspezialfonds



Stand: 31. Dezember 2023 (Daten jeweils zum 31.12.), Quelle: Deutsche Bundesbank (eigene Darstellung)

deutschen gesellschaftsrechtlichen Mantel im Besonderen. Insofern scheint auch hier ein Trend für einen stärkeren „home bias“ zu existieren, analog zu den bebauten Grundstücken. Die regionale Ausweitung der Investmentobjekte, die am Markt zu beobachten ist, wird somit mehrheitlich über Beteiligungen an Immobiliengesellschaften in deutschen Immobilienspezialfonds umgesetzt.

9. Epilog

Die aktuelle Lage am Immobilienmarkt ist herausfordernd bis schwierig, insbesondere in Deutschland. Die Zinswende im Frühjahr 2022 brachte Aufwind für zinstragende Investments sowie Verteuerung auf der Finanzierungsseite, was beides belastende Faktoren für Immobilieninvestments darstellen. Hinzu kommen weitere Faktoren mit sehr heterogenen Ursachen wie die schleppende konjunkturelle Entwicklung, Verteuerung von Baukosten und Energie, zum Teil deutliche Bewertungskorrekturen von Immobilienobjekten unabhängig von Lage und Nutzungsart sowie eine Vielzahl von geopolitischen Konflikten und Kriegen. Diese Gemengelage produzierte eine große Unsicherheit bei allen Akteuren, die u. a. zu einer Schockstarre im Hinblick auf Immobilientransaktionen führte. Flankiert wurde dieses Umfeld von reihenweisen Nachrichten über insolvente Projektentwickler oder Immobiliengesellschaften. Dem Verfasser dieser Zeilen wurde der Zustand einige Male als „Blutbad“ aus dem Markt geschildert.

Allen Unkenrufen zum Trotz findet sich das geschilderte Umfeld nicht oder nur sehr bedingt in den Bestands- und Transaktionsdaten des deutschen Immobilienspezialfondsgeschäfts wieder. Wir haben dies in der vorliegenden Analyse klar herausgearbeitet. Das Niveau der Cashflows in Immobilienspezialfonds ist in der jüngeren Vergangenheit nur leicht gesunken. Und besonders zu betonen: Es gab keine Nettomittelabflüsse aus Immobilienspezialfonds! Institutionelle Investoren sind langfristige und sehr professionelle Anleger, die eine strategische Allokation nicht sofort ändern, wenn das Umfeld einer Assetklasse phasenweise schlecht ist. Erst recht nicht, wenn es sich dabei um wenig fungible Vermögensgegenstände wie Immobilien handelt, die möglicherweise auch noch abwerten. Insofern ist ein Ausstieg auch nicht ganz so einfach. Aber noch einmal: Es floss auch in den letzten beiden schwierigen Jahren konstant Geld in Immobilienspezialfonds.

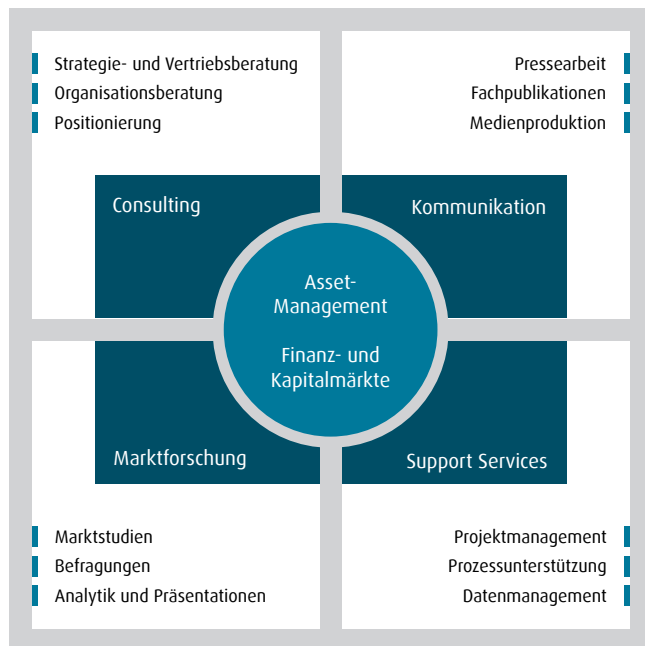
Die entscheidende Frage der zukünftigen Entwicklung ist, ob und inwieweit die skizzierten belastenden Faktoren das Immobilienspezialfondsgeschäft zeitverzögert noch beeinflussen. Die Zyklik von Immobilienmärkten samt entsprechenden Finanzströmen ist erfahrungsgemäß etwas zeitversetzt zu anderen Finanz- und realwirtschaftlichen Märkten. Unsere Wahrnehmung und Einschätzung ist, dass dies nicht in hohem Maße zu erwarten ist. Zum einen sind die Zinssteigerungen abgeschlossen und es ist sogar dank abebbender Inflation mit restriktiven Maßnahmen der führenden Notenbanken zu rechnen, was das Zinsniveau wieder nach unten bewegen wird, bzw. im Kontext der Forward Guidance sind einige Zinsen bereits gesunken. Zum anderen gibt es Licht am Horizont des Immobilienmarktes im Hinblick auf Bewertungskorrekturen und die allgemeine wirtschaftliche Situation. Der Transaktionsmarkt zieht langsam wieder an und die große Pleitewelle von Projektentwicklern und Immobiliengesellschaften scheint vorüber. Es bestehen gute Gründe zur Hoffnung, dass sich die Rahmenbedingungen und Einflussfaktoren weiter verbessern. Der Verfasser zitiert einen Marktteilnehmer: „Schlechter kann es ja auch nicht werden!“ Vor diesem Hintergrund steht das Immobilienspezialfondsgeschäft robust da und es herrscht kein Grund für Zukunftsangst. Wir werden es genau beobachten und zu gegebener Zeit erneut eine Marktanalyse in dieser Form produzieren.

Impressum

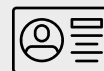
Kommalpha – Institutionelle Kompetenz seit 2006

Die Kommalpha AG ist ein spezialisiertes Beratungshaus für das institutionelle Asset-Management. Wir beraten Anbieter wie Verwahrstellen/Custodians, Kapitalverwaltungsgesellschaften, Asset-Manager, Vermögensverwalter sowie Investoren (z. B. Versicherungen, Pensionsvermögen) und IT-Lösungsanbieter.

Unsere Geschäftsfelder sind Institutional Consulting, Kommunikation, Marktforschung und Support Services.



Ansprechpartner



Clemens Schuerhoff

Vorstand
Kommalpha AG

Telefon: +49 511 300 34 68-6

E-Mail: schuerhoff@kommalpha.com



FÜR DEN INHALT VERANTWORTLICH:

Kommalpha AG

Am Ortfelde 38 c, 30916 Isernhagen
Telefon: +49 511 3003468-0
E-Mail: info@kommalpha.com



Kommalpha AG

Am Ortfelde 38 c
30916 Isernhagen

Telefon: +49 511 3003468-0
E-Mail: info@kommalpha.com
Internet: www.kommalpha.com