

---

## „Der Asset-Manager muss Immobilie können“

Immobilieninvestments zählen grundsätzlich zu den geeigneten Anlagebereichen für Stiftungen. In Zeiten hoher Zinsen wurden Immobilien als Anlageklasse vernachlässigt: Mit (Staats-)Anleihen waren bei geringerem Aufwand höhere Renditen möglich. Wird die Immobilie als Stiftungsanlage eine Renaissance auf breiter Basis feiern – und würde dies für alle Stiftungen Sinn machen? Darüber diskutierten in der Frankfurter Runde der STIFTUNG Immobilienexperten.

### **DIE STIFTUNG: Macht es für Stiftungen noch Sinn, in der aktuellen Marktphase in Immobilien zu investieren, da gelegentlich schon der böse Begriff der Blase die Runde macht?**

*Sandra Ottemann:* Bei Wohnimmobilien schwebt das Damoklesschwert der Blase bereits über dem Markt. Bei Gewerbeimmobilien hingegen ist noch preislich Luft nach oben, weil sich deren Bewertung anders darstellt als bei Wohnimmobilien. Immobilien stellen im Vergleich zu Staatsanleihen für Stiftungen das geeignetere Investment dar.

*Bernd Heimbürger:* Das DIW hat eine aktuelle Studie vorgelegt, darin wird herausgearbeitet, dass an einigen Standorten insbesondere im Neubaubereich bei Wohnimmobilien Überhitzungstendenzen zu sehen sind. Das trifft aber ganz und gar nicht auf Bestandsimmobilien zu. Es gibt in Deutschland sehr viele attraktive Wohnimmobilien in 1b- oder 1c-Lagen, in die man zu wirtschaftlich vernünftigen Preisen investieren kann. Das Thema Immobilienblase darf man nie allgemein sehen, sondern muss einzelne Märkte und Bereiche differenzieren. Was wir allgemein für Stiftungen sehen: Mit der Änderung des Kapitalanlage-Gesetzbuches (KAG), das vor gut einem Jahr neu strukturiert wurde, wurden Vehikel geschaffen, die stiftungsgeeignet sind wie etwa Alternative Investment Fonds (AIF).

*Thomas Meyer:* Auch wir finden Wohnimmobilien grundsätzlich für Stiftungen interessant, sehen aber auch an einigen Standorten, dass sich die Preise vom Mietniveau abgekoppelt haben. Gleichzeitig kommt Druck auf Preise und Renditen durch die nun beschlossene Mietpreisbremse. Dennoch gibt es auch aktuell noch gute Einstiegsmöglichkeiten – wenn man bereit ist, auch B-Städte in Betracht zu ziehen. Sehr stabile Cashflow-Renditen zwischen 3 und 4% p.a. sind dabei nachhaltig zu erwirtschaften.

*Marcus Kraft:* Wir erkennen auf dem Immobilienmarkt in Deutschland insgesamt gesehen keine Blasenbildung, schon weil der Markt so extrem heterogen ist. Es gibt weite Teile in Deutschland, da haben wir einen Preisverfall seit vielen Jahren. Preissteigerungen konzentrieren sich ausschließlich auf die Ballungsräume, aber auch hier mit ganz unterschiedlicher Intensität. Wenn man sich München anschaut, hat man mit Sicherheit Überhitzungstendenzen, in Berlin zum Beispiel überhaupt nicht, da gibt es Nachholbedarf. Die typischen Blasenkennezeichen, die wir in den USA, Spanien und Irland gesehen hatten, kann man in Deutschland nicht beobachten. Zum Beispiel sehen wir kein übermäßig aufgeblähtes Kreditvolumen, obwohl das Einkaufsvolumen bei Wohnimmobilien stark angestiegen ist, der Eigenkapitalanteil ist tendenziell eher hoch und auch der Neubau steigt in Deutschland nur langsam an. Deshalb sehen wir nach wie vor gute Chancen für Stiftungen mit Wohnimmobilien-Investments, vor allem wegen des konstanten Cashflows, den man über Jahre beobachten kann, während andere Assetklassen am Kapitalmarkt stark schwanken.

*Paul Muno:* Es gibt im Immobilienbereich eine alte Erkenntnis: Die Immobilie darf nicht teurer

---

sein als die 4%-Regel. Das bedeutet: Das Niveau von Staatsanleihen plus eben 4%. Wenn wir jetzt bei deutschen Staatsanleihen, selbst bei mehr als 10 Jahren, nahe der Nulllinie sind und im Immobilienbereich 4 bis 4,5% Rendite sehen, dann haben wir keine Blasenbildung. Das gilt für alle Bereiche, also Wohnen, Handel, das studentische Wohnheim, Hotel, Pflegeheim, bleiben nach wie vor attraktive Produkte und da darf man nicht nur Deutschland sehen, sondern ganz Europa. Immobilieninvestments unterliegen wie alle wirtschaftlichen Aktivitäten einem Zyklus und wenn derzeit auch Immobilien bei vielen Anlegern im Fokus stehen, gibt es in diesem Bereich auch auf die ganz langfristige Sicht von mehr als 20 Jahren für Stiftungen sehr interessante Möglichkeiten.

*Dirk Fabianke:* Der deutsche Investmentmarkt entwickelt sich weiterhin dynamisch. Wir fokussieren ja auf Büroimmobilien. Hier besteht eine hohe Nachfrage, insbesondere in den Top 5-Standorten. Als Antwort auf das knappe Angebot an Core-Immobilien – also Bestandsimmobilien in guter Lage mit guter Mieterbonität – nehmen Investoren zunehmend andere Standorte, Nutzungsarten und Objekte mit Aufwertungspotenzial ins Visier. Aufgrund der fundamental begründeten Nachfrage zeigen die Analysen von WealthCap aktuell keine Anzeichen für eine Immobilienblase – weder im Markt für Büro- noch für Wohnimmobilien.

**Die STIFTUNG: Sie sprechen den Immobilienmarkt mindestens in Europa an. Ist es für hiesige Stiftungen angezeigt, international zu investieren – oder sollten sich deutsche Stiftungen auf deutsche Immobilien konzentrieren?**

*Ottmann:* Stiftungen sind im Grunde keine Fremdwährungs-Investoren und von daher denke ich, dass sie in der Eurozone bleiben. Deutschland zählt zu den attraktivsten Immobilienmärkten weltweit, gerade im Gewerbeimmobilienbereich mit hohen und steigenden Transaktionsvolumen.

*Heimburger:* Wenn man sich die Bilanzen großer Stiftungen ansieht, die detailliert berichten wie die VW-Stiftung, dann erkennt man, dass durchaus außerhalb Deutschlands investiert wird, aber praktisch nicht außerhalb des Euroraumes. Zu sehen ist auch, dass in den vergangenen Jahren deutlich in Immobilien umgeschichtet worden ist. Bei kleineren Stiftungen ist es naheliegend, dass der Aufbau der Assetklasse Immobilien zunächst im Inland getätigt wird.

*Kraft:* Das ist eine Frage des Reifegrades einer Stiftung und natürlich des Themas Risiko. Bei kleineren Summen ist es naturgemäß schwierig, eine größere Diversifikation zu erreichen. Nur um den Kirchturm am Stiftungsort zu investieren kann gefährlich sein, da kann ein deutschlandweit in den großen Ballungszentren investierender Wohnimmobilienfonds die Lösung sein.

*Meyer:* Wir sehen bei Wohnimmobilien einen klaren Schwerpunkt auf Deutschland und bei Stiftungen sehen wir: Wenn es um Wohnimmobilien geht, denken sie zunächst an ein Direktinvestment. Dann stellt sich die Frage: Wie kann ich das managen? Da ist ein Engagement in Deutschland naheliegend. Erst in einem zweiten Schritt wird über die Diversifikation nachgedacht und über indirekte Anlagevehikel, die können dann auch ausländische Immobilien umfassen, aber ausgesprochen liegt der Fokus ganz klar auf Deutschland.

*Kraft:* Man kann aufgrund des erhöhten konservativen Anspruchs insgesamt eine stärkere Orientierung nach Deutschland feststellen. Wir haben z.B. Schweizer Investoren, die ihren Anteil in Deutschland deutlich aufstocken möchten.

*Fabianke:* Wir stellen auch fest, dass Deutschland schon im Mittelpunkt des Interesses steht. Wenn Immobilien in Betracht kommen, dann wird aus unserer Sicht sinnvollerweise zunächst

---

auf den Heimatmarkt geschaut. Für einige Investoren kommen im Sinne einer Währungsdiversifikation auch US-Dollar-Investments in Betracht. Das dürfte aber bei Stiftungen die Ausnahme bleiben. Unabhängig vom Immobilieninvestitionsstandort zählt mehr denn je eine ausgewiesene Expertise in den jeweiligen Märkten, um eine sinnvolle Anlageentscheidung zu treffen. Der deutsche Immobilienmarkt trifft vor allen Dingen auch im Ausland auf sehr großes Interesse und bietet unseres Erachtens nach wie vor Opportunitäten.

*Muno:* Das europäische Ausland ist interessant. Wir verfolgen zum Beispiel ein Projekt in den Niederlanden, weil es dort eine Gesetzesänderung im wohngenossenschaftlichen Bereich gegeben hat. So lässt sich studentisches Wohnen gut umsetzen, zugleich auch als Mission Investing gestalten. Bei den grundlegenden Vorzügen von Immobilieninvestments muss man auch auf den Inflationsschutz hinweisen, denn steigt die Inflation, steigen auch die Mieten, da habe ich also einen Puffer drin.

### **DIE STIFTUNG: Wie können die Stiftungen unterschiedlicher Größe den Zugang zu Immobilieninvestments gestalten, welche Vehikel halten Sie für zielführend?**

*Ottmann:* Die Real I.S. betreut von Kleinen bis hin zu Großen, u.a. auch die zwei größten staatsgebundenen Stiftungen Bayerns, eine Vielzahl von Stiftungskunden. Eine gute Anlagelösung muss auf die Cashflow- und auf die Risikomanagementbedürfnisse der jeweiligen Stiftung individuell eingehen. Ein Direktinvestment hat die Schwäche, sehr viel Kapital zu binden und es setzt Wissen in der kaufmännischen und technischen Bewirtschaftung voraus. Letztlich kann es eine Mischung sein aus Direktinvestment und Portfolio-Fonds mit Streuung über einzelne Nutzungsarten und Lagen. Als Publikums-AIF bietet die Real I.S. bereits bei Tickets ab 10.000 EUR die Möglichkeit, sich an einem Portfolio von 10 bis 15 Immobilien mit verschiedenen Mietvertragsendlaufzeiten in verschiedenen Lagen zu beteiligen. Auf der institutionellen Kundenseite ist dies ab 1 Mio. EUR über offene Immobilien-Spezial-AIFs möglich.

*Fabianke:* Direktinvestments kommen nicht erst ab einer gewissen Größe in Betracht, sie binden neben fachmännischen Know-how auch jede Menge Ressourcen, die nicht das Kerngeschäft von Stiftungen darstellen. Die neuen Strukturierungsmöglichkeiten nach dem Kapitalanlagegesetzbuch bieten für die sehr heterogene Stiftungslandschaft vielfältige Investitionsmöglichkeiten. Dabei ist es auch nicht ungewöhnlich, dass sich mehrere Stiftungen zusammenschließen, um sich an einem Spezial-AIF zu beteiligen. Denkbar wäre auch ein Club-Deal für einen speziellen Stiftungsfonds, der maßgeschneidert auf die Bedürfnisse der wenigen Zeichner strukturiert wird und somit adäquat auf Stiftungsinteressen zugeschnitten wäre.

### **DIE STIFTUNG: ...da benötigt die Stiftung dann kein eigenes Bewirtschaftungs-Wissen...**

*Ottmann:* Genau, das ist ein Vorteil gegenüber vielen Direktanlagen und ein AIF besitzt zudem den Charme, auf die Ausschüttungspolitik Einfluss nehmen zu können, obschon das gesamte Management und auch die Risikosteuerung ausgelagert sind. Im Gegensatz zum Direktbestand schüttet der AIF Kursgewinne als ordentliche Erträge aus.

*Muno:* Wenn ich in Chemie investiert sein will, kaufe ich ja auch keine Chemiefabrik, sondern Aktien von BASF. Und auch bei Immobilien, die im Management viel Arbeit machen, ist es ein grundsätzlich sinnvoller Ansatz, ein indirektes Vehikel zu kaufen und auf die Expertise eines professionellen Asset-Managers zu achten. Die Mitsprache habe ich natürlich nur, wenn ich die Mittel besitze, ein großes Ticket in einem Spezial-AIF zu zeichnen. Wenn ich nur 100.000 EUR ausgeben kann, wird die Mitsprache begrenzt sein.

*Meyer:* Die Stabilität und Sicherheit, die eine Stiftung mit Immobilien anstrebt, erreiche ich vor allem bei einem größeren, diversifizierten Portfolio. Die Idee, ein Zehnfamilienhaus zu kaufen

---

und damit vermeintlich die Sicherheit einer Immobilienanlage – das ist ein Trugschluss. Denn damit kauft man sich trotz zehn Mietparteien ein gewisses Klumpenrisiko. Man hat z.B. das Standortrisiko und das technische Risiko. Eine Heizung kann kaputt gehen oder Wohnungen müssen bei Fluktuation umfassend saniert werden. Deshalb empfehlen wir kleineren oder mittelgroßen Stiftungen, sich Anlagevehikel auszusuchen, die mehrere Objekte in einem Portfolio haben. Bei uns wären das ein offener Publikums-AIF oder ein Spezial-AIF, die ja die Möglichkeit besitzen zu atmen und zu wachsen. Da sehen wir derzeit sehr hohe Nachfrage aus dem Stiftungsbereich, wobei das Thema Mitsprache bei Anlageentscheidungen für Stiftungen keine Rolle spielt. Da sagen Stiftungen eher: Das überlassen wir dem Asset-Manager. Stiftungen bevorzugen es als anonymen Investor aufzutreten, denn egal wie seriös sie das Geschäft betreiben: Sie haben immer wieder mal einen Mieter, der an die Presse geht und das Thema Mieterhöhung gehört ebenfalls dazu, wenn man Rendite verdienen will und auch eine Räumungsklage gegen säumige Mieter lässt sich nicht immer vermeiden.

### **DIE STIFTUNG: Vor dem Hintergrund des Urteils des OLG Frankfurt gegen die Commerzbank: Sind geschlossene Immobilienfonds für Stiftungen noch denkbar oder überhaupt geeignet?**

*Fabianke:* Zunächst einmal muss man hier zwischen alter und neuer Welt unterscheiden. Das Urteil bezieht sich auf einen Vorfall, der auf die Zeit vor dem KAGB und MiFid datiert. In der nunmehr neuen Welt sind im Hinblick auf die Beratung deutlich striktere regulatorische Vorgaben einzuhalten. Grundsätzlich sind Sachwerte unter dem Portfoliogedanken als Beimischung gedacht und sollten immer in einem gesunden Verhältnis zum Gesamtvermögen allokiert sein. In der Beratung muss ganz klar herausgestellt werden, dass es sich um eine unternehmerische Beteiligung mit den dazugehörigen Risiken, aber auch Chancen handelt. Entscheidend für Stiftungen ist: Passt das Investment unter Rendite-/Risikogesichtspunkten in mein Portfolio? Bewege ich mich noch konform zu meinen Anlagerichtlinien?

*Kraft:* Was über offene AIF gesagt worden ist, lässt sich grundsätzlich auch auf geschlossene AIF übertragen, denn ein Hauptvorbehalt privater Investoren, die häufig längeren Laufzeiten, stellen für Stiftungen kein Problem dar. Stiftungen können aber auch in geschlossene Publikums-AIF mit mittelfristigen Laufzeiten zwischen sechs und acht Jahren investieren und schätzen bewusst die Anonymität des größeren Investorenkreises eines deutschlandweit investierenden geschlossenen Wohnimmobilieninvestments mit ca. 2.000 Wohnungen an 50 bis 60 Standorten. Je größer die Stiftung ist, je mehr denkt man über Direktimmobilien nach, aber immer nur vor dem Hintergrund, einen professionellen Asset-Manager zu beauftragen, um selbst keinen Aufwand zu haben.

*Heimburger:* In der Zeit, in der die Investition getätigt wurde, die nun durch das Urteil rückabgewickelt wird, waren geschlossene Immobilienfonds noch eine Grauzone. Mit dem neuen KAG ist diese Anlageklasse nun ein ganz anderes Feld: Sie haben Treuhänder, Verwahrstelle, Risikomanagement und Liquiditätsmanagement innerhalb der KVG – ganz anders als früher und heute für Stiftungen geeignet. Nehmen wir ein Beispiel, die klassische 5-Millionen-Stiftung, die in ihren Anlagerichtlinien eine Immobilienquote von bis zu 20% ermöglicht, was schon sportlich ist. Bei 1 Mio. EUR Anlagesumme ist es naheliegend, in einen Spezial-AIF zu gehen, um einfach die Diversifikation hinzukriegen. Dabei ist es egal, ob das Vehikel offen oder geschlossen ist, da gibt es immer wieder sehr sinnvolle Anlagen.

### **DIE STIFTUNG: Mit dem Beispiel Spezial-AIF Wohnen ist die Stiftung ja nur in einem Bereich des Feldes Immobilien investiert. Kann man das wirklich empfehlen?**

*Muno:* Bei der eben genannten Musterstiftung sollte natürlich ein Vehikel gewählt werden, das möglichst breit aufgestellt ist und damit sind nicht nur die einzelnen Assetsegmente wie Office, Retail, Logistik oder Wohnen gemeint, sondern auch die regionale Streuung über mehrere

---

Länder hinweg, wobei das Fremdwährungsrisiko gegebenenfalls beachtet werden muss. Aber Spanien oder Italien, das sind Märkte, die wieder kommen und da bieten sich jetzt gute Einstiegschancen.

*Ottmann:* Es ist wichtig, nicht nur über die Nutzungsarten, sondern auch über die Regionen innerhalb des Euroraumes breit zu streuen. Bedeutend bei der Auswahl des Vehikels ist es, dass der Asset-Manager auf einen breiten und bonitätsstarken Mietermix achtet, sich immer rechtzeitig um die Neuvermietung kümmert und die Immobilien attraktiv hält.

**DIE STIFTUNG: Vorhin war bereits von Immobilien-Expertise im Management die Rede: Auf welche Qualitätskriterien im Management muss ein Stiftungsvorstand bei der Vehikel-Auswahl besonders achten?**

*Fabianke:* Aus unserer Sicht ist das Vehikel nicht zwingend entscheidend. Es muss zum Anlagezweck des Kunden passen. Neben der Auswahl eines Qualitätsobjekts und einer Strategie, die grundsätzlich auf Buy-and-hold fokussiert, zählt auch für Stiftungen vor allem ein top Asset-Management. Wir managen unsere Assets mit unserem hauseigenen Asset-Management lieber selbst. Aktuell ist das eine Gesamtfläche von fast 2,7 Mio. qm in diversen Nutzungsarten und verschiedensten Regionen. Wir wissen sehr genau, was unsere Mieter erwarten und sind erfahren in Mietvertragsverhandlungen. Das kommt natürlich auch unseren Anlegern zugute.

*Muno:* Es gibt schöne Büroimmobilien, die aber schon so in die Tage gekommen sind, dass beim nächsten Mieterwechsel so viel Geld investiert werden muss, dass die Immobilie in den kommenden zwei, drei Jahren keinen Cashflow abwerfen wird. Die mittlere Vermietungsdauer ist wichtig, Staffelung wurde schon beschrieben und der Standort ist in der Perspektive wichtig. Ein Mietvertrag, der noch zehn Jahre läuft, nutzt nicht so viel, wenn danach die Vermietung unmöglich ist.

*Meyer:* Ich finde das jetzt ein wenig schwierig, so das Alter einer Immobilie zu betonen, denn im Bereich Wohnen sagt das nichts aus. Da kann ein 100 Jahre altes Haus die schönste Wohnimmobilie sein mit hohen Decken, Jugendstil und top saniert. Wir haben da auch immer die Diskussionen mit unseren Bewertern, wenn es um Restlaufzeiten bzw. Nutzungsdauern geht. Bei Wohnimmobilien sollte man sich z.B. die durchschnittliche Vermietungsquote ansehen und in die Vergangenheit schauen, ob diese auch stabil war. Ganz wichtig, aber schwer zu leisten: Ein Stiftungsvorstand sollte sich die Mühe machen und schauen, wie das Management vor Ort arbeitet, wie es organisiert und strukturiert ist. Denn was nutzt eine schöne Kennzahl vor dem Kauf, wenn sich hinterher vor Ort niemand kümmert? So etwas steht nicht im Prospekt drin, das muss man recherchieren, sich den Manager vor Ort anschauen. Man sollte sich mal erklären lassen, wie eine energetische Sanierung sinnvoll abläuft, wie eine Leerstandsquote zurückgefahren wird, das ist viel wichtiger als ein abstrakter Bericht oder Prospekt.

*Heimbürger:* Das kann ich bestätigen. Ich habe schon Rundfahrten mit Stiftungsvorständen gemacht, um Immobilien anzuschauen. Das gibt dann ein Gefühl dafür, wie die Strukturen vor Ort funktionieren. Ein wichtiger Punkt sind die Kostenstrukturen, die Stiftungsvorständen ihren Gremien ja berichten müssen. Die sind jetzt bei den genannten Vehikeln transparent, auch das ist ein großer Fortschritt.

*Ottmann:* Ich möchte neben einem transparenten Investmentprozess noch zwei Kriterien ergänzen: Wiedervermietungsfähigkeit und Drittverwendungsfähigkeit, weswegen wir uns auf Gewerbeimmobilien im Core-Segment fokussieren. Was Ihnen als Asset-Manager nie passieren sollte und auch nicht als Investor, ist das 5-Sterne-Luxushotel mit 25-Meter-Schwimmbecken, welches Sie kaum weitervermieten oder anderweitig einsetzen können. Anders ist es bei einem

---

Budget-Hotel, das zu Studentenappartements oder ein Officehaus umgebaut werden kann. In jedem Fall muss neben der kaufmännischen, eine gute technische Due Diligence erfolgen, damit klar ist, dass z.B. nach zwei Jahren nicht der Aufzug fällig ist, was extrem hohe Kosten verursacht. Wertvoll ist auch eine homogene Anlegerstruktur innerhalb eines Vehikels mit einem langfristigen Anlagehorizont und der gleichen Ausschüttungsorientiertheit.

*Kraft:* Es kommt bei Immobilien stark darauf an, ob der Asset-Manager ein wirklicher Spezialist ist, der vor Ort das Objekt managt und die gesamte Wertschöpfungskette abdeckt, um die entscheidenden wertsteigernden Hebel richtig zu bedienen. Das sollte im Mittelpunkt des Prüfungsprozesses stehen. Sehr gut kommt bei Stiftungen an, wenn der Einkaufsprozess transparent dargelegt wird, also nach welchen Kriterien eine Immobilie ausgewählt wird. Wir gehen sogar soweit, die Investoren der Fonds über Ankäufe mitbestimmen zu lassen. Da liegt oft die Beteiligungsquote bei mehr als 80% und gerade Stiftungen finden das sehr gut.

**DIE STIFTUNG: Wie bewerten Sie die börsennotierten Immobiliengesellschaften, deren Aktien sich Stiftungen ja auch ins Depot legen könnten: Sinnvoll oder doppeltes Risiko, weil zum Unternehmensrisiko auch noch die Volatilität der Aktie kommt?**

*Heimbürger:* Diese Aktien können zu gegebener Zeit in Stiftungsportfolios passen, aber sie fallen dann unter das Aktienkontingent und nicht in die Immobilienquote.

*Meyer:* Wir haben in der Phase, als die offenen Immobilienfonds mit den diversen neuen Regulierungen in der Umbruchphase waren, gesehen, dass einige Stiftungen mit Immobilienaktien geliebäugelt haben. Dies haben sie dann aber überwiegend nicht umgesetzt, weil zwar die tägliche Liquidität lockt, aber letztlich überwiegt, dass Stiftungen sich über Immobilieninvestments keine Volatilität ins Portfolio holen wollen. Untersuchungen haben klar gezeigt, dass Immobilienaktien stark mit dem DAX korrelieren, während Wohnimmobilien eine leicht negative Korrelation mit dem DAX aufweisen. Und das ist genau das, was Stiftungen mit Immobilien wollen: Einen stabilen Portfoliobaustein, der kaum mit anderen Assetklassen korreliert.

*Fabianke:* Stiftungen sind ja grundsätzlich für die Ewigkeit ausgelegt. Da spielt Fungibilität eine eher untergeordnete Rolle. Planbare und regelmäßige Ausschüttungen aber schon. Entscheidend ist auch hier wieder eine Ausgewogenheit im Gesamtportfolio zu erzielen. Wenn die Qualität stimmt, können viele Produktkategorien ihre Berechtigung haben.

*Ottmann:* Das hängt auch vom Risikobudget des Investors ab. Solche Titel können eine Beimischung sein, sind aber in jedem Fall auf die Aktienquote anzurechnen.

*Muno:* Das ist auch wieder eine Frage der Mitbestimmung. Wenn ich nur wenige Aktien halte, kann ich auf der Hauptversammlung relativ wenig zur Meinungsbildung beitragen. Das ist bei AIFs besser, wo ich ja auch zur Verwendung des Ertrags gefragt werde.

*Kraft:* Und bei Immobilieninvestments kommt es nicht wirklich auf eine tägliche Verfügbarkeit an. Wichtiger ist hier der stabile Cashflow mit dem die Investoren, z.B. Stiftungen, planen können.

**DIE STIFTUNG: Nochmal zurück zum OLG-Urteil: Wie kann nach dem Urteil eine Anlageberatung zu Immobilieninvestments, die rechtlich sicher ist, für Stiftungen aussehen?**

*Heimbürger:* Die Frage nach der Rechtssicherheit bei der Beratung von Stiftungen stellt sich mehr denn je. Nicht ein Produkt steht im Vordergrund, sondern die Frage: Was hat eine Stiftung in ihren Anlagerichtlinien definiert? Mit dem Urteil ist ja nicht ausgeschlossen, dass Stiftungen

---

solche Vehikel nutzen, es muss nur der Rechtsrahmen klar abgesteckt sein.

*Kraft:* Vieles hat sich in der neuen Zeit nach dem KAGB geändert mit einem intensiven Risikomanagement, Offenlegungspflichten, Transparenz, Reporting usw. Das passt in der neuen voll regulierten Welt natürlich alles viel besser zu den Bedürfnissen einer Stiftung als früher.

*Ottmann:* Der Publikums-AIF muss genau die gleichen Voraussetzungen erfüllen wie ein offener Spezial-AIF, der für institutionelle Investoren geeignet ist. Beide Vehikel haben das gleiche Reporting, die gleich hohe Transparenz. Und die Anbieter haben heute einen Kundenannahmeprozess, in dem die Kunden entsprechend der Vorkenntnisse beraten werden.

### **DIE STIFTUNG: Wenn aber das Urteil den Kapitalerhalt so betont: In was kann denn eine Stiftung aus Ihrer Sicht dann noch investieren?**

*Heimburger:* Ich möchte Ihnen ein Beispiel aus der Praxis geben: Eine bayerische Stiftung hat im Jahr 2009 einen Verlust von 8% aus Aktienanlagen publiziert. Als Rückfragen der Aufsichtsbehörden kamen, hat er sauber denen die Dokumentation reingegeben, die Anlagerichtlinien und alle Protokolle über die Beschlussfassungen der Gremien. Damit war die Sache geklärt und heute hat die Stiftung sehr schöne Kursgewinne gerade auf diesen Positionen. Also: Auch mal einen Verlust zu publizieren stellt grundsätzlich kein Problem für Stiftungen dar, wenn man sauber dokumentiert. Aus dem Commerzbank-Urteil, das ja eine alte Anlage nach alten Regeln behandelt, abzuleiten, Stiftungen dürften heute keine Kapitalanlagen mehr tätigen, die Kursrisiken haben, wäre eine falsche Schlussfolgerung.

*Ottmann:* Im derzeitigen Zinsumfeld sind einfach andere Strategien und Konzepte als früher gefragt. In Staatsanleihen zu investieren war bislang probat, aber um heute das Kapital zu erhalten und Ausschüttungen zu erwirtschaften, kommen Stiftungen gar nicht umhin, breit in Immobilieninvestments zu streuen und zu diversifizieren.

*Kraft:* Früher hat im Prüfungsprozess der BaFin z.B. die fachliche Eignung der Geschäftsführer eines Emissionshauses kaum eine Rolle gespielt, während in der neuen regulierten Welt sehr darauf abgehoben wird, ob in der verwalteten Assetklasse die Erfahrungen und Kompetenzen der Geschäftsleiter einer Kapitalverwaltungsgesellschaft erworben wurden, um heute diese Funktionen ausüben zu können. Wenn die Stiftungsrichtlinien ein Immobilieninvestment möglich machen, sehe ich vor dem Hintergrund der Regulierung und z.B. die damit einhergehende hohe Transparenz für alle diskutierten indirekten Anlagevehikel keine Probleme bei Themen wie Kapitalerhalt oder Gemeinnützigkeit für Stiftungen zu investieren.

*Muno:* Wenn wir hier über die verschiedenen AIFs sprechen, dann sind wir im höchstreglementierten Anlagebereich der Republik. Da kann man dann auch so individuell anpassen, dass es komplett stiftungskonform ist.

*Heimburger:* Im März ist im Bundesanzeiger veröffentlicht, dass genau diese Vehikel, über die wir hier sprechen, für die Anlagen der Versicherungswirtschaft geeignet sind – also eine Gruppe, deren Anlageziele denen von Stiftungen sehr ähnlich ist. Hier hat sich der Gesetzgeber also erlaubt, AIFs und Spezial-AIFs explizit als geeignete Anlageklassen für Versicherer zu kommunizieren. Das ist ein weiteres Indiz, dass hier eine Anlageklasse geschaffen wurde, die mehr denn je für Stiftungen geeignet ist.

*Fabianke:* Auch wenn AIFs prinzipiell vom Gesetzgeber als geeignet eingestuft werden, bedürfen sie doch teilweise besonderer Kriterien, um in das Anlagekonzept von Stiftungen zu passen. Eine geringe Fremdkapitalquote und eine hohe Tilgung kommen hier Stiftungen

---

beispielsweise entgegen.

### **DIE STIFTUNG: Das Zinsniveau wird nicht ewig auf diesem Niveau verharren. Welches Zinsänderungsrisiko existiert bei Immobilienanlagen?**

*Muno:* Zinsen sind ganz klar mit der Nachfrage nach Immobilien korreliert. Wir sehen aktuell, dass internationale Nachfrage nach Deutschland kommt, gerade aus den USA mit der Chance auf zusätzliche Währungsgewinne. Wenn Zinsen steigen, sinkt die Nachfrage nach Immobilien, weil im Anlageuniversum andere Investments an Attraktivität gewinnen. Aber Nachfrage nach und Preise von Immobilien haben mehr mit der Lage als mit dem Zinsniveau zu tun.

*Kraft:* Was den Cashflow von Wohnimmobilien angeht, sehen wir über längere Anlagehorizonte eine hohe Stabilität. Auch bei höheren Zinsniveaus in der Vergangenheit lag der Cashflow der Wohnimmobilie bei ca. 4%.

*Meyer:* Das, gekoppelt mit den aktuell sehr, sehr niedrigen Fremdkapitalquoten, spricht dafür, dass sich das Preisniveau nicht stark verändern wird, auch wenn die Zinsen leicht steigen oder die Nachfrage etwas nachlässt. Wir haben aktuell die Situation, dass wir extrem niedrige Fremdkapitalzinsen haben, aber unsere Investoren zumeist sagen: „Fremdkapital in unseren Fonds – erst wenn auch der letzte Cent Eigenkapital investiert ist.“ Von daher ist das Zinsänderungsrisiko marginal, was die Bewertung eigener Bestände angeht. Nachfragewegfall bei Zinserhöhung: Auch da sehe ich aktuell keinen hohen Druck auf die Preise.

*Fabianke:* Bei Anschlussfinanzierungen kann sich ein gestiegener Zinssatz schon auswirken. Auch konjunkturelle Entwicklungen müssen genau analysiert werden, um im Zweifel die richtige Entscheidung für die Investition zu treffen.

*Heimbürger:* Wenn die Bundesanleihen von 0,29 auf 1% steigen, ist das zwar eine gewaltige Steigerung, aber der Einfluss auf den Immobilienmarkt, insbesondere Wohnimmobilien, wird da überschätzt, weil sich die Nachfragesituation nicht drastisch ändert. Gerade der Wohnraumbedarf pro Kopf steigt ja weiter, so dass der Bevölkerungsrückgang überkompensiert wird.

*Ottmann:* Wir unterscheiden zwischen pro- und spätzyklischen Faktoren. Prozyklisch sind es die Konjunktur und die Zinsen, die Einfluss auf die Entwicklung von Immobilien nehmen. Spätzyklisch wirken sich Leerstandsrate und Flächennachfrage aus. Wir gehen von steigenden Mieten bei Gewerbeimmobilien aus. Denn derzeit gibt es nur geringen Zubau, was das Flächenangebot in Zukunft weiter verknappt. Während die Leerstandsraten wie etwa in Hamburg, Berlin und München gering sind, weist Deutschland insgesamt eine hohe Zahl von Bürobeschäftigten sowie eine entsprechend hohe Flächennachfrage aus. Folglich dürften die Preise für Büroimmobilien weiter ansteigen.

### **DIE STIFTUNG: Die Gefahr, dass durch steigende Zinsen Wertberichtigungen in existierenden Portfolios vorgenommen werden müssen, sehen Sie alle also nicht?**

*Meyer:* Der Wert einer Immobilie ergibt sich in erster Linie aus den Mieteinnahmen. Wenn die Konjunktur einbricht, Unternehmen Mieten nicht mehr erwirtschaften oder Arbeitnehmer sie sich durch Arbeitslosigkeit nicht mehr leisten können oder Mieten ausfallen, hat das viel größere Effekte, als wenn hier oder da der Liegenschaftszins steigt. Wenn Sie verkaufen wollen, sind sie dem Markt ausgeliefert, aber bei der Bewertung von AIFs spielt der Zins keine Rolle.

*Muno:* Was bedeutet denn ein hoher Zins? Den gibt es, wenn wir hohe Nachfrage nach Gütern haben, wenn die Produktion stark ausgelastet ist. Also ein wirtschaftliches Umfeld, das wir uns wünschen. Die Inflation steigt, die Zentralbanken steuern mit hohen Zinsen dagegen und



---

angesichts hoher Nachfrage könnten auch Immobilien im Wert steigen.

### **DIE STIFTUNG: Alles zusammengefasst: Wie hoch sollte der Anteil von Immobilien in Stiftungsportfolios gewichtet sein?**

*Heimbürger:* Das ist ein vielschichtiges Thema. Schauen wir uns die hochprofessionelle VW-Stiftung an, dort wurde in den vergangenen Jahren die Immobilienquote von 12 auf 20% hochgefahren. Aber daraus kann man nicht ableiten, dass das für jede Stiftung angezeigt ist. Wenn ich wieder auf die Beispielstiftung mit 5 Mio. EUR Kapitalstock zurückgreife: Es kann nur individuell betrachtet werden, ob die 500.000 oder doch besser 1 Mio. EUR in Immobilien investieren sollte. Wer als Projektstiftung hohe jährliche Ausschüttungen oberhalb 4% benötigt, kommt an einer hohen Immobilienquote kaum vorbei. Es gibt aber auch Beispiele, in denen Stiftungen aus Sicherheitsgründen jetzt auf Immobilien setzen, weil die bilanzielle Situation es erlaubt, zwei, drei Jahre mit Entnahmen aus der Rücklage zu überbrücken. Aus meiner Praxiserfahrung heraus hat sich eine Quote zwischen 10 und in der Spitze 20% durchgesetzt.

*Kraft:* Dieser Orientierungswert, auch kommend aus der Welt anderer Kapitalsammelstellen, stimmt. Es gibt keine Versicherung, die 20% in Immobilien angelegt hat, viele haben 10% Immobilienquote, es gibt die eine oder andere Pensionskasse, die in Richtung 15 oder 17% unterwegs ist. Allein aus Gründen der Risikodiversifikation ist eine Immobilienquote von 10 bis 15, in der Spitze 20%, angezeigt.

*Fabianke:* Wir halten 5-10% des gesamten Anlagevermögens als Beimischung für richtig. Gemeint sind damit indirekte Investitionen über AIFs. Zusammen mit direkten Immobilienbeteiligungen kann die Quote durchaus noch höher ausfallen.

### **DIE STIFTUNG: Kommen wir zur Schlussrunde: Was wollten Sie schon immer zum Thema Immobilien und Stiftungen sagen?**

*Kraft:* Was wir immer wieder hören: Stiftungen mögen Investitionen in Wohnimmobilien, weil sie die sehr stabilen Cashflows in diesem Bereich schätzen. Der Markt lässt sich gut abbilden, soweit man in den Ballungsräumen investiert ist, gibt es weiter Potenzial und auch die Robustheit gegen externe Faktoren wird von Stiftungen sehr gesucht.

*Meyer:* Da kann ich mich voll anschließen. Ich denke, das aktuelle Marktumfeld macht es Stiftungen schwerer, Direktinvestments zu tätigen, denn es ist schon für aktive Marktteilnehmer schwierig, zu vernünftigen Preisen geeignete Objekte zu erwerben. Das erleichtert solchen Stiftungen, die nur gelegentlich Interesse an Immobilien haben, nicht eben den Marktzugang. Wenn es derzeit Renditechancen gibt, dann insbesondere bei Immobilien mit Wertsteigerungspotenzial durch aktives Management. Von daher sehen wir einen ganz klaren Trend hin zu indirekten Investments mit erfahrenen Managern. Bis vor ca. drei Jahren hatten wir kaum Stiftungskunden. Das Bild hat sich stark gewandelt, aktuell erleben wir ein Umdenken und hohe Nachfrage von Stiftungen nach unseren Wohnimmobilienfonds.

*Ottmann:* Dieses Umdenken können wir bestätigen. Wir stehen mit zahlreichen, auch kleineren Stiftungen in Kontakt, die sich fragen, wie sie der aktuellen Zinssituation begegnen können und dabei an die Immobilie denken. Der Trend geht hin zu Portfolio-Fonds, die mehrere Regionen und Nutzungsarten abdecken und damit eine gute Risikostreuung aufweisen.

*Muno:* Ziel jeder Stiftung muss es sein, die Vermögensanlage so professionell wie möglich zu gestalten. Deswegen brauchen sie die Immobilie mit einem professionellen Manager. Die Frage nach dem Vehikel ist nachrangig, man braucht aber in jedem Fall einen Asset-Manager, der Immobilie kann. Denn an eine Immobilie kann ich Hand anlegen, ich kann anders als bei einer Aktie die Immobilie beeinflussen, zum Beispiel das Erscheinungsbild, mit einer Renovierung, die

---

Mieterstruktur verbessern. Deshalb ist eine Immobilie mit einem begeisterten Asset-Manager immer ein gutes Investment.

*Heimbürger:* Stiftungsvorstände müssen ja auch immer an das Risiko denken und da hat sich mit dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) ein ganz neues Fenster geöffnet im Vergleich zu dieser Grauzone mit den KGs alter Prägung. Heute können Stiftungen rechtssicher in die hier genannten Vehikel investieren. Aus unserer Sicht macht die Bestandswohnmobilie am meisten Sinn.

*Fabianke:* Stiftungen und Immobilien stehen unter dem Stern der Langfristigkeit und gehören auf alle Fälle zusammen!

**DIE STIFTUNG: Meine Dame, meine Herren, vielen Dank für die interessanten Einblicke und Einschätzungen.**