

---

## Roundtable: Immobilien - die neue Anleihe?

Im Gespräch mit der STIFTUNG gaben die Experten [Alexander Eggert \(Warburg-HIH Invest Real Estate\)](#), [Johannes Glasl \(EURO Risk Immobilien Service\)](#), [Thomas Meyer \(Wertgrund Immobilien\)](#), [Klaus Niewöhner-Pape \(Industria Wohnen\)](#) und [Verena von Tresckow-Bronke \(Baker Tilly Roelfs\)](#) tiefe Einblicke in den Immobilienmarkt und den Einsatz von Alternativen Investmentfonds.

„Die Immobilie ist ein unverzichtbarer Bestandteil eines jeden ausgewogenen Portfolios.“ Alexander Eggert ist Geschäftsführer bei Warburg-HIH Invest Real Estate und verantwortet die Bereiche Produkt-, Unternehmens- und Fondsmanagement. Das Unternehmen bietet als Immobilien-Investmentmanager das gesamte Spektrum an nationalen und internationalen Investments für institutionelle Investoren und verfügt über ein Immobilienvermögen von 5,7 Mrd. EUR.

### **DIE STIFTUNG: Zu Beginn eine ganz einfache Frage: Warum sollten Stiftungen in Immobilien investieren?**

*Alexander Eggert:* Die Immobilie ist ein unverzichtbarer Bestandteil eines jeden ausgewogenen Portfolios. Es ist ein Realinvestment, das im Gegensatz zu Anleihen ein Stück weit inflationsgesichert ist. Stiftungen können damit den Realerhalt sicherstellen, haben aber auch laufende Ausschüttungen, um den Stiftungszweck zu verfolgen. Welche Anlageopportunität bietet dies sonst noch? Aktien sind im Vergleich dazu sehr volatil. Die typischen Risiken bei Immobilienanlagen, etwa die Illiquidität, werden derzeit mit einer Risikoprämie von 3 bis 4% gegenüber Staatsanleihen mit guter Bonität vergütet. Das ist ein sehr guter Wert und wir erleben daher, dass ein wachsender Teil institutioneller Anleger an Immobilien interessiert ist.

*Klaus Niewöhner-Pape:* Stiftungen, die einen langfristigen Horizont haben, können wir Renditen bieten, die andere Anlageklassen mit vergleichbar geringen Risiken nicht bieten, solange wir nicht in eine Blase reinlaufen. Eine Anlage macht erst ab einer Haltedauer von mindestens fünf Jahren Sinn. Für Verbrauchsstiftungen kommen daher Immobilienanlagen eher weniger infrage.

*Verena von Tresckow-Bonke:* Die vermietete Immobilie ist eine Sache, die einem Stifter gut vermittelt werden kann. Wenn eine Stiftung langfristig Immobilien hält, kann sie in der Niedrigzinsphase nachhaltig Erträge erzielen und so die Basis schaffen für das Erfüllen von Satzungszwecken. Man kann – je nach Struktur der Stiftung - auch erreichen, dass eine Immobilie Hilfsmittel zur Erfüllung des Satzungszweckes sein kann, man denke z.B. an eine Stiftung, die Altenheime betreibt und die Heime selber baut: man spart hohe Mieten und Pachten. Auf alle Fälle wird die Stiftung versuchen, die Immobilien bei der Vier-Sphären-Abgrenzung – ideeller Bereich, Vermögensverwaltung, Zweckbetrieb, steuerpflichtiger wirtschaftlicher Geschäftsbetrieb – außerhalb des wirtschaftlichen Geschäftsbetriebs zu halten.

*Thomas Meyer:* Stabilität und Sicherheit stehen ganz oben auf der Prioritätenliste von Stiftungen. Vor einem Jahr wollten Stifter mit Immobilien noch 4% Rendite erzielen, jetzt sind es 3,5%, in einigen Monaten werden es wahrscheinlich 3% sein. Stiftungsmanager wollen risikogestreuete, stabile Anlagen, weshalb ein Trend Richtung Wohnimmobilien geht. Die Stiftungen, mit denen wir sprechen, denken in zehn bis 20 Jahres-Horizonten bei der

---

Immobilienanlage. Furcht besteht natürlich vor Wertverlust, aber die durch ein Immobilieninvestment mögliche negative Korrelation mit dem Kapitalmarkt steht im Vordergrund.

*Johannes Glasl:* Auch wir beobachten, dass die geringe Volatilität in der Bewertung des Vermögensgegenstands - die in der Gesamtheit einen Kapitalerhalt ermöglicht - , die überschaubaren und in verschiedenen Konstellationen plan- und absicherbaren Risiken, sowie der stabile Cashflow bei Stiftungen im Vordergrund einer Entscheidung für Immobilien stehen.

## **DIE STIFTUNG: Und was ist speziell der Vorteil von Alternativen Investmentfonds, kurz AIFs?**

*Eggert:* Die Vorteile sind vielfältig, weil AIFs auch vielfältig sind. Bei allen AIFs profitieren Stiftungen von der Transparenz, die durch die Regulierung gegeben ist. Diese Regulatorik sorgt dafür, dass Manager auf Herz und Nieren geprüft werden und die Produkte eine Vielzahl an Anforderungen erfüllen. Des Weiteren bringen AIFs Vorteile in Risikostreuung und Rechnungslegung mit sich. Während AIFs im Sinne von Poolfonds vielen Anlegern - und damit vor allem kleinen Stiftungen - die Möglichkeit bieten, in ein breit diversifiziertes Portfolio zu investieren, können größere Stiftungen in einem Individualfonds die Vorteile eines AIFs nutzen und all Ihre Investments unter Nutzung von Portfolioeffekten mit einheitlichem Reporting bündeln.

„Immobilieninvestments weisen bei professioneller Investitionsanalyse und durchdachter Diversifizierung überschaubare und relativ planbare Risiken auf.“

Johannes Glasl ist Geschäftsführer der EURO Risk Immobilien Service GmbH. Das Unternehmen ist ein Spezialdienstleister für Versicherungsschutz und Risikomanagement großer Immobilienportfolios und Projektentwicklungen.

*Meyer:* Das zentrale Argument für AIFs ist die Risikostreuung. Wenn Sie als kleinere Stiftung direkt investieren, reicht das Geld gegebenenfalls für eine Eigentumswohnung mit einem Mieter, das ist ein Klumpenrisiko par excellence. Der Riesenvorteil von AIFs ist, dass Sie das Geld auf zwei oder drei Vehikel verteilen können, die schon investiert sind und es Ihnen ermöglichen, sich an einem bestehenden Portfolio zu beteiligen. Wir dachten zunächst, ein Vorteil ist auch, dass die Stiftungen im Anlageausschuss mitbestimmen können. Dort haben wir aber noch nie Stiftungsmanager gesehen. Ich glaube, dass sie die Haftung fürchten. Sie sagen: „Ihr seid die Manager, ihr sollt auch die Entscheidung treffen. Es war schwer genug, den Manager zu selektieren.“

*Eggert:* Auch wir haben beobachtet, dass Stiftungen oft operativ nicht beteiligt sein möchten, sodass es von Vorteil sein kann, wenn der Fonds keinen Anlageausschuss bestellt. Es macht in diesen Fällen durchaus Sinn, wenn der Manager, nach entsprechender Kompetenzprüfung und Managerauswahl, den Fonds managt.

*Meyer:* Wir sehen, dass Stiftungen am allerliebsten in den offenen Publikumsfonds investieren wollen, weil dieser in der Regel größer ist und mehr Risikostreuung aufweist. Erst wenn das nicht geht, werden die Spezial-AIFs angeschaut.

*von Tresckow-Bronke:* Für die Stiftungen ist die Fremdverwaltung sicher von Vorteil. Allerdings müssen Stiftungen bei der Auswahl der Fondsvarianten aufpassen, dass alles reine Vermögensverwaltung ist, um mit so einem Investment nicht in die Steuerpflicht zu kommen. Auch deshalb wollen sie eine Mitbestimmung lieber vermeiden.

---

*Niewöhner-Pape:* Die meisten Entscheidungsträger in Stiftungen sind ja keine Anlage-Profis, sie kommen meist aus dem sozialen Bereich. Für sie spricht viel dafür, über ein indirektes Produkt mit einem Manager in Immobilien zu investieren. Ein weiterer Vorteil für Anleger ist, dass ein solcher Fonds über einen langen Zeitraum und über verschiedene Marktphasen hinweg investiert. Für die Anleger bedeutet das über den Glättungseffekt eine weitere Risikominderung. Das ist gerade für die Anlage mit überschaubaren Beträgen wichtig. Denn bei der Direktanlage ließe sich damit eine solche Diversifizierung kaum erreichen.

### **DIE STIFTUNG: Welche Rolle spielen eigentlich das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) und die aktuelle Regulatorik?**

*Meyer:* Unsere Erfahrung ist, dass Stiftungen von diesen Themen oftmals wenig Wissen haben. Wir sehen aber, dass sich auch kleinere Stiftungen zunehmend bei der Auswahl der Manager und AIFs extern beraten lassen. Die Berater müssen die Stiftungen aufklären: Was ist ein Spezialfonds, was ist dort geregelt, welche Pflichten gibt es und wie funktioniert ein Zeichnungsschein, kann ich meine Anteile zurückgeben, wie funktioniert die Wertermittlung?

*Glas:* AIFs sind seit Einführung des (KAGB vor gut drei Jahren *die* aufsichtsrechtlich anerkannte Anlageform, den Vorgaben einer europäischen Richtlinie folgend. Investitionen werden mit einem hohen Maß an Transparenz und Flexibilität ermöglicht. Dabei profitieren Investoren unter anderem davon, dass die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht sowohl die Produkte als auch die Initiatoren und Manager überwacht und – je nach Zielgruppe – Risikobegrenzungen, zum Beispiel bei der Aufnahme von Fremdkapital, zu berücksichtigen sind.

### **DIE STIFTUNG: Spielt auch das Thema Kosten eine Rolle? Schließlich hat ein offener Fonds eine ganz andere Kostenstruktur als ein geschlossener.**

*Meyer:* Das Thema wird in den Gesprächen angesprochen. Aber Stiftungen schauen zuerst darauf, was der Fonds an Performance gebracht hat. Gerade bei Spezial-AIFs im Immobilienbereich sind die Managementvergütungen nahe beieinander. Der Durchschnitt liegt zwischen 0,6 und 0,8%. Das ist akzeptiert als Gebühr dafür, dass ihnen das gesamte Immobilienmanagement abgenommen wird.

„Stiftungen, die einen langfristigen Horizont haben, können mit Immobilien Renditen erzielen, die andere Anlageklassen mit vergleichbar geringen Risiken nicht bieten.“

Klaus Niewöhner-Pape ist Geschäftsführer von INDUSTRIA Wohnen. Das Unternehmen ist Spezialist für Investitionen in deutsche Wohnimmobilien, betreut als Asset Manager private und institutionelle Investoren und ist inzwischen mit mehr als 1,3 Mrd. EUR im deutschen Wohnungsmarkt investiert.

*Niewöhner-Pape:* Die Unterschiede zwischen Fonds für Institutionelle und Publikumsfonds kommen letztlich bei der Rendite zum Ausdruck. Bei institutionellen Fonds kann ich immer noch die 4% kriegen, Publikumsfonds liegen bei etwa 3%. Das hat damit zu tun, dass Sie viermal im Jahr einen Gutachter rausschicken und Liquiditätsreserven vorhalten müssen. Diese zusätzliche Sicherheit für Kunden hat ihren Preis und belastet gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld die Rendite.

*Glas:* Es muss gegenüber den Stiftungen noch stärker transportiert werden, was das KAGB bringt: Der große Vorteil für Investoren ist, dass in einem „sehr sauberen“, ordentlich definierten, transparenten regulatorischen Umfeld eine breite Streuung der Investition möglich ist. Das ist vielen gar nicht bekannt. Auf diese Weise kann eine Diversifikation erreicht werden, die gerade bei kleineren Anlagesummen ansonsten nicht erzielt werden kann.

---

*von Tresckow-Bronke:* Man muss das KAGB beziehungsweise das Fondskonzept einfach, quasi „wie ein Kochrezept“ einfach darstellen, damit auch ein nichtprofessioneller Stiftungsverantwortlicher es verstehen kann. Da gibt es durchaus noch Bedarf.

*Meyer:* Womit wir häufiger konfrontiert werden, ist kein Vorurteil, sondern eine Angst der Stiftungen. Davor, dass sie Geld in einen Fonds investieren und etwas passiert, dass sie nicht wollen. Beispielsweise Luxusmodernisierungen oder Entmietungen. Manager sind gefordert, da auch entsprechend zu reagieren. Wir sagen: Wir sind zunächst Treuhänder unserer Anleger und müssen versuchen, die bestmögliche Rendite bei entsprechender Risikostreuung zu erzielen. Natürlich tun wir alles, was das Gesetz erlaubt. Ich muss einen säumigen Mieter also räumen, Modernisierungen vornehmen und Mieterhöhungen durchsetzen können. In unseren AIFs, in denen auch Stiftungen investiert sind, verzichten wir aber z.B. auf Privatisierung und Luxussanierung. Wenn wir sanieren, dann im laufenden Betrieb und nicht im leeren Objekt. Damit nehmen wir Stiftungen die Angst und schildern sehr transparent, was mit den Objekten passiert, insbesondere bei Sanierungen. Diese Fragen kommen deutlich häufiger als nach KAGB und Regulierung. In einem Pitch bei Stiftungen ist meist schon die zweite Frage, wie wir mit den Mietern umgehen. Umgekehrt ist das ein weiterer Vorteil von AIFs gegenüber der Direktanlage. Bei den Fonds steht –im Gegensatz zur Direktanlage – nicht die Stiftung in der Öffentlichkeit, wenn doch mal etwas schief laufen sollte.

„Bei AIFs ist viel Transparenz erforderlich, um aus der Sicht von Stiftungen zu prüfen, ob steuerliche Risiken aus den AIF-Investments entstehen.“

Verena von Tresckow-Bronke ist Wirtschaftsprüferin und Steuerberaterin sowie Partnerin und Mitglied des Vorstands bei Baker Tilly Roelfs. Ihre Tätigkeitsschwerpunkte liegen u.a. in den Bereichen Jahresabschluss- und Konzernabschlussprüfungen, Beratung von Familienunternehmen und gemeinnützigen Organisationen sowie nationale und internationale Immobiliengesellschaften.

*Eggert:* Beim Reporting bieten die meisten Manager mittlerweile einen Standard, der weit über die gesetzlichen Anforderungen hinausgeht. Beim Thema Transparenz macht es für den Anleger keinen Unterschied, ob er eine Immobilie direkt besitzt oder ob sie Teil eines AIF ist. Was insbesondere kleinere Stiftungen vor Probleme stellt ist, dass der ein oder andere AIF eine zu hohe Mindestanlagesumme hat. Hier versuchen viele Anbieter Lösungen zu finden und die Mindestanlage entsprechend niedriger anzusetzen. Dabei müssen wir dann aber im Auge behalten, dass ein Fonds erstens eine gewisse Summe an Kapital benötigt, um die nötige Risikostreuung hinzubekommen. Deshalb braucht es weitere größere Anleger, deren Interessen sich dann aber wiederum mit denen der Stiftungen decken müssen und die auch nicht eine zu dominierende Position im Anlegerkreis einnehmen sollten. Deshalb ist es eine Herausforderung, Produkte für Stiftungen zu schaffen, die all diese Anforderungen erfüllen.

*Meyer:* Wir haben gemerkt, dass es sehr aufwändig ist, eine Stiftung als semi- professionellen Anleger zu qualifizieren. Wenn sie den dazugehörigen Fragebogen einem ehrenamtlichen Stiftungsvorstand schicken, kann dieser schnell überfordert sein. Wir füllen das dann zusammen mit den Stiftungen aus. Das dauert teilweise drei bis vier Stunden. Das zeugt von der Überregulierung, die hier stattgefunden hat. Sie müssen die Stiftung erst einmal qualifizieren, damit sie investieren kann. Da gibt es ganz hohen Erklärungsbedarf, warum das nun sein muss. Und erklären Sie dann mal einem Stiftungsmanager, warum er nur semi-professionell ist. Es ist Aufgabe der Kapitalverwaltungsgesellschaft und des Managers, den Anleger bei der Hand zu nehmen und durch diesen Dschungel zu führen. Mittlerweile sind die Fragebögen einfacher geworden, man kommt jetzt schneller durch, aber vor einem Jahr war das noch ein Riesenthema.

---

*von Tresckow-Bronke:* Die Fonds sollten auch im Vergleich zum Direktinvestment gesehen werden. Bei AIFs fallen neben laufenden Verwaltungskosten höhere Initialkosten, also Weichkosten, insbesondere gegebenenfalls für den Vertrieb der Anteile und die Konzeptionskosten, upfront an, die erst wieder vom AIF verdient werden müssen. Dadurch ist der Netto-Inventarwert zu Beginn des Investments regelmäßig deutlich niedriger als 100% der Einlage.

„Stiftungsmanager wollen risikogestreuete, stabile Anlagen, weshalb ein Trend Richtung Wohnimmobilien geht.“

Thomas Meyer ist Vorstandsvorsitzender der WERTGRUND Immobilien AG, in deren Wohnimmobilienfonds mehrere große sowie auch kleinere Stiftungen investiert sind. Meyer ist als Fondsmanager für den WERTGRUND WohnSelect D (offener Publikums-AIF, der ausschließlich in deutsche Bestandswohnimmobilien investiert) zuständig.

### **DIE STIFTUNG: Lässt sich sagen, ab welcher Vermögensgröße die Professionalität zunimmt?**

*Meyer:* Das ist personenabhängig. Es gibt große Stiftungen, wo die Vorstände noch ehrenamtlich sind und keine Erfahrungen im Immobiliensektor haben, und wir haben Stiftungen gesehen, deren Vorstände aus dem Kapitalmarkt kommen und entsprechend professionell sind. An der Größe können Sie es nicht festmachen.

*von Tresckow-Bronke:* Es zählt eher der berufliche Background der Verantwortlichen.

### **DIE STIFTUNG: Davon abgesehen – ist der Markt nicht schon überhitzt?**

*Niewöhner-Pape:* Die Preise am Wohnungsmarkt sind stark gestiegen, keine Frage. Im vorigen Jahr haben wir noch Neubauobjekte zum 21-fachen der Jahresmiete eingekauft, im Januar waren wir schon beim 23-fachen. Hinzu kommt, dass die Projektentwickler mit deutlich höheren Mieterwartungen operieren, was den Kaufpreis weiter nach oben treibt. Hier liegt ein weiteres Risiko, das wir sehr genau im Blick haben: denn die kalkulierte Miete muss sich dann auch realisieren lassen. In der Frankfurter Innenstadt mögen 13 EUR pro Quadratmeter im Neubau ohne Probleme zu vermieten sein, an anderen Standorten sieht das aber schon anders aus. Und wenn in Berlin-Mitte Wohnungen mit Mietansätzen von 14 oder 15 EUR pro Quadratmeter entstehen, muss man sich Fragen, wie groß angesichts der Einkommensverhältnisse dort der Markt für solche Wohnungen tatsächlich ist.

Bei Bestandsimmobilien ist das Risiko die Instandhaltung. Insgesamt gibt es noch genügend Angebot im Markt. Aber man muss schnell agieren, monatelange Prüfprozesse funktionieren nicht mehr. Und es gibt eben an einigen Stellen Übertreibungen.

*Meyer:* Ich habe letztes Jahr im Dezember gesagt, jetzt sind wir am absoluten Preis-Höhepunkt für Wohnimmobilien in Deutschland angekommen. Drei Monate später habe ich eine Tour bei Berliner Maklern gemacht und habe mich belehren lassen, dass wir inzwischen beim 30-fachen der Jahresmiete für Mehrfamilienhäuser angekommen sind. Da kann man schon von einer Übertreibung sprechen.

Aber: Es fehlen die Alternativanlagen und die Zinsen sind extrem niedrig. Und ich glaube nicht, dass sich mittelfristig - politisch getragen – daran etwas ändern wird. Höhere Zinsen können sich die europäischen Staaten momentan gar nicht leisten. Die Suche nach Alternativanlagen wird bleiben und gerade das Thema Negativzinsen wird noch deutlichere Auswirkungen haben. Dieses Geld fließt dann größtenteils in Immobilien. Auf der anderen Seite heißt niedrige Zinsen auch extrem günstige Finanzierungsbedingungen. Rechnet man z.B. den Tilgungszuschuss zu KfW-Darlehen hinzu, sind Sie auch schon bei negativen Zinsen und kriegen de facto für die Finanzierung Geld. Daneben haben wir – ob mit oder ohne Flüchtlinge – weiter

---

Bevölkerungswachstum und Wachstum der privaten Haushalte. Dieses konzentriert sich auf Ballungsräume und Universitätsstädte, also dort wo auch die Immobilienmärkte für Anleger interessant sind. Die Nachfrage nach Miet- und Eigentumswohnungen wird daher hoch bleiben. Die Anzahl der Baugenehmigungen ist immer noch unter dem Bedarf, den die Forschungsinstitute prognostizieren. Angebot und Nachfrage auf dem Mietmarkt sind also noch nicht ausgeglichen. An dieser Situation wird sich in den kommenden Jahren auch nichts ändern. Daher befinden wir uns auf einem hohen Preisniveau, das aber in den nächsten drei, vier Jahren so bleiben wird. Dies gilt für Ballungszentren wie auch für attraktive B-Städte.

Quelle: Warburg-HIH Invest Real Estate

*von Tresckow-Bronke:* Der Zuzug aus dem Ausland wird hierzu seinen Beitrag leisten und deshalb die Nachfrage längerfristig hochhalten. Es ist daher noch keine Blase, aber es bleibt auf einem hohen Niveau. Sicher muss man auch eine Diversifizierung nach Regionen vornehmen.

*Niewöhner-Pape:* Vergleicht man die Entwicklung von Einkommen und Mieten zeigt sich, dass sich die Menschen heute mehr Wohnraum leisten können, als noch vor zehn Jahren. Das spricht für mich gegen eine Blase. Zumal die Kaufpreise und Mieten für Wohnungen in Deutschland im internationalen Maßstab auch nicht hoch sind. Im Gegenteil: Im Vergleich zu Singapur, London oder Paris sind wir auch in München oder Frankfurt immer noch billig. Was mir größere Sorgen bereitet, ist die immer strengere Regulierung in allen Bereichen. Jünstes Beispiel sind die Richtlinien zur Immobilienkreditvergabe: Kreditprozesse verzögern sich, die Kriterien für Kreditwürdigkeit werden strenger. Dadurch nehme ich Nachfrage aus dem Markt. Wenn diese Regulierung übertrieben wird, kann ich es schaffen, auch Institutionelle von einem Produkt fernzuhalten, das eigentlich sinnvoll ist. Schon jetzt haben wir in einem Publikumsfonds die Regel, dass wir viermal im Jahr eine Immobilie bewerten, von zwei unabhängigen Gutachtern. Das ist nur ein Beispiel von vielen. Wenn diese Regulierung übertrieben wird, kann ich es schaffen, auch Institutionelle von einem Produkt fernzuhalten, das eigentlich für sie sinnvoll ist.

*Eggert:* Nach meiner Überzeugung befinden sich die Märkte nicht in einer Blase. Im Vergleich zur Situation des Jahres 2007 sind die Investitionen heute viel stärker durch Eigenkapital finanziert. Der Anteil der Kredite liegt in aller Regel unter 50%. Dadurch ist das Risiko, dass bei steigenden Zinsen der Cash Flow nicht mehr ausreicht und ich als Eigentümer den Schlüssel abgeben muss, viel geringer als seinerzeit. Und wir haben sowohl im Wohn- als auch im Gewerbebereich eine hohe Mietnachfrage. Es ist ein Vermietermarkt mit niedrigen Leerstandsquoten, auch das war 2007 anders. Und es wird wenig spekulativ gebaut. Projektentwickler haben ihre Ankermieter zusammen, bevor sie anfangen, eine Immobilie zu bauen. Unterm Strich lässt sich sagen: Die Anleger kaufen Immobilien zwar zu teuren Preisen und mit niedrigen Renditen, aber mit stetigen Cash-Flows. Dreht sich der Markt, haben sie die niedrigen Renditen für eine gewisse Zeit eingelagert. Die haben dann aber immer noch einen enormen Abstand zu anderen zu diesem Zeitpunkt getätigten Anlagen. Entscheidend bei Immobilieinvestitionen ist immer die Vermietbarkeit. Man kann eine Immobilie zur falschen Zeit kaufen, man kann sie zu hohen Marktpreisen kaufen. Aber wenn sie sauber vermietbar ist und Sie zu einem sinnvollen Zeitpunkt wieder aussteigen können, ist alles in Ordnung. Wenn Sie aber unbedingt mehr als 4% Rendite machen wollen, müssen Sie vielleicht bei der Lage oder der Gebäudequalität Abstriche machen. Dann haben Sie aber ein Investment, das unter Umständen auch schwieriger zu vermieten ist.

*von Tresckow-Bronke:* Wenn ich Stiftungen berate, muss ich Ihnen in die risikoärmeren

---

Investments empfehlen, und das sind oft Immobilien in der richtigen Lage.

So weit, die Immobilie als neue Anleihe zu sehen, wollte die Runde nicht gehen – aber fast.  
Foto: Gregor Jungheim

*Niewöhner-Pape:* Entscheidend für Stiftungen wie für alle Investoren ist der Track Record des Managers. Anleger können das Risiko nicht komplett ausschalten, sie brauchen jemanden, der es im Griff behält. Einen Manager, der bewiesen hat, dass er mit allen Fragen der Immobilienverwaltung richtig umgehen kann.

*von Tresckow-Bronke:* Wir sollten Stiftungen vermitteln, dass sie Beratung brauchen und nicht alles selbst machen sollten, allein um Beratungskosten zu sparen. Ich kenne eine Stiftung, die ihr Immobilienmanagement selbst abgewickelt hat und dabei dicke Verluste verkraften musste.

### **DIE STIFTUNG: Wo lohnt heutzutage noch der Einstieg?**

*Meyer:* Wir halten Neubauten für zunehmend interessant, weil wir aktuell die besondere Situation haben, dass wir diese teilweise günstiger erwerben können als Bestandsobjekte. Früher waren höhere Preise für Bestandsobjekte zu rechtfertigen, weil letztere bereits vermietet waren und sich aufgrund der normalen Mieterfluktuation Mietsteigerungen erzielen ließen. Nun ist die Fluktuation in Deutschland dramatisch gesunken, von ca. 12 bis 13% auf 6 bis 7%. Aufgrund gestiegener Mieten ziehen wir nicht mehr so oft um. Außerdem liegt über den Bestandsobjekten das Riesenthema Mietpreisbremse. Zwar steht in jeder Zeitung, dass diese nicht beachtet wird, ich bin mir aber sicher, dass die Politik sich das nicht bieten lassen wird. Eine Verschärfung ist mit der Mietrechtsnovelle 2.0 schon im Gange, die Politik wird Mittel und Wege finden, die Mietbremse durchzusetzen. Entsprechend wird Bestandsobjekten Potenzial weggenommen, was eher für das Thema Neubau spricht. Hier bekomme ich eine gute Qualität, kann zu einer einigermaßen funktionierenden Rendite einkaufen und Instandhaltung ist fünf Jahre lang kein Thema. Auf der anderen Seite kaufen wir weiterhin Bestandsobjekte, die noch nicht energetisch saniert sind und einen gewissen Leerstand aufweisen. Denn da sehen wir noch Möglichkeiten, Werte zu generieren. Auch diese Objekte gibt es nicht mehr wie Sand am Meer, man muss sie sehr genau auswählen. Was wir nicht sehen, ist eine Verschiebung der Investorennachfrage von Stiftungen hin zu C-Standorten. Mit einem guten Manager werden Sie auch in Chemnitz 95% Vermietungsquote haben. Aber: wenn der Anleger mal Geld braucht, lässt sich das Objekt am Stadtrand von Chemnitz gegebenenfalls nicht so zügig verkaufen wie ein Objekt in einem Top-Ballungsraum und der Anleger bekommt nicht schnell genug die Liquidität.

*Niewöhner-Pape:* Viele Investoren bevorzugen heute Objekte mit nur einer Nutzungsart. Reine Wohngebäude erzielen heute hohe Preise, Mischnutzungen mit Läden, Arztpraxen und Kindergärten im Haus sind weniger gefragt. Mit unserem Publikumsfonds investieren wir aber sehr bewusst auch in Gebäude mit wohnnahen Nutzungen; also Dingen, die in ein lebenswertes Umfeld hineingehören: KITAS, Ärztehäuser zum Beispiel. Durch diese Mischnutzung lässt sich dann auch die Rendite des Gesamtportfolios optimieren.

*Glasl:* Und wie sehen Sie die Angebotssteigerung von studentischem Wohnen?

*Niewöhner-Pape:* Wir sind kein Freund von Studentenwohnungen und Mikroapartments. In den Gebäuden haben Sie eine hohe Fluktuation und eine viel stärkere Abnutzung. Man bewegt sich hier in die Nähe einer Betreiberimmobilie. Das sollte dann auch die Rendite abbilden und bei 5% liegen. Bei vielen neuen Objekten dieser Art drängt sich aber der Eindruck auf, dass die Entwickler in Mikroapartments gehen, um über höhere Mietansätze den Verkaufspreis nach

---

oben zu ziehen. Aus der Entwicklersicht ist das verständlich: Die Baukosten sind stark gestiegen, und wenn ich im Verkauf entsprechende Quadratmeterpreise realisieren will, geht das nur über die Miete. Ein Student zahlt dann eben 20 EUR pro Quadratmeter, weil sein Appartement nur 22 Quadratmeter groß ist.

Das Konzept geht wenn überhaupt nur an Standorten auf, bei denen es eine dauerhafte Nachfrage gibt. Sprich: In der Nähe einer Uni, vielleicht auch im Umfeld größerer Kliniken können Sie Mikroapartments bauen und entsprechend investieren. Woanders wäre ich da sehr zurückhaltend.

*Eggert:* Bei Einzelhandelsimmobilien sieht die Situation anders aus. Hier machen Investitionen in die Städte abseits der großen Städte Hamburg, Berlin, Frankfurt, Köln, Düsseldorf, Stuttgart und München Sinn. Denn B-Städte wie Hannover, Münster oder Freiburg sind sehr attraktive Handelsstandorte. Und wenn es um Lebensmittel und andere Dinge des täglichen Bedarfs geht, sind auch noch kleinere Städte einen Blick wert.

*von Tresckow-Bronke:* Welche Rolle spielen denn die neuen Bundesländer? Dort gibt es ja auch die ersten B-Städte.

*Eggert:* Für viele institutionelle Anleger spielen sie immer noch so gut wie keine Rolle, wenn man man einmal von Berlin, Leipzig und Dresden absieht. Bei Einzelhandelsobjekten kommen sicher auch einige weitere Städte infrage.

*Niewöhner-Pape:* Da habe ich andere Erfahrungen gemacht. Einige Investoren sagen uns sogar: „Guckt euch die wachsenden Städte im Osten an.“ Und das ja auch zu recht. Der Leipziger Immobilienmarkt ist einer der spannendsten in Deutschland. Die Innenstadt reicht von ihrer Einkaufsqualität her durchaus an Düsseldorf oder Hamburg heran. Auch der Wohnungsmarkt zieht an. Wir empfehlen unseren Investoren, dorthin zu gehen. In Dresden haben wir die gleiche Situation. Allerdings müssen Sie in beiden Städten auf das Mietniveau achten. In Dresden ist die Grenze beispielsweise bei 10 EUR, mehr zahlen die Mieter nicht.

### **DIE STIFTUNG: Welche Gefahren sehen Sie bei Immobilieninvestments?**

*Meyer:* Risiken können z.B. Instandhaltungsthemen sein, aber auch auf der Ebene des Managers entstehen. Es ist wichtig für Stiftungen, sich die Manager gut auszusuchen. Sie sollen das Gefühl haben, dass wenn Risiken aus der Immobilie entstehen, der Manager damit gut umgehen und schnell vor Ort reagieren kann. Risiken beim Exit, also späteren Verkauf der Immobilien, werden momentan eher verdrängt. Es besteht aber durchaus die Möglichkeit, dass die Werte wieder fallen, das müssen Sie auch den Anlegern klar sagen. Stiftungen schauen allerdings eher auf die laufende Rendite als auf die Wertsteigerungsrendite. Mittlerweile hören wir in den Gesprächen, dass die Stiftungen zehn bis 20 Jahre in Immobilien investiert sein wollen.

*von Tresckow-Bronke:* Wenn Sie mehrere Immobilien haben und Lust am Verkaufen bekommen, müssen Sie beachten, dass Sie nicht in gewerblichen Grundstückshandel reinkommen und in die Steuerpflicht reinrutschen. Beim Verkauf von Immobilien ist grundsätzlich zu beachten, dass die Veräußerung von reinen Bestandsimmobilien, die länger als zehn Jahre im Besitz der Stiftung sind, unabhängig von der Anzahl der verkauften Objekte, nicht zur Ertragsbesteuerung führt. In allen anderen Fällen gilt die so genannte Drei-Objekt-Grenze; Veräußerung bis zu drei Objekten führt nicht zu einem steuerpflichtigen wirtschaftlichen Geschäftsbetrieb.

*Niewöhner-Pape:* Wohnimmobilienfonds, die 5 bis 6% Rendite versprechen, können diese nur mit Immobilienhandel erzeugen. Mit einer ordentlichen Bewirtschaftung kann ich das nicht



---

erreichen. Und die Regulierung auf der Steuerseite wird immer kritischer. Jede Strategie, die darauf setzt, durch aktives Management Mehrerlöse zu erzielen, würde ich mir zweimal angucken. Denn wenn hier das Steuerrisiko zuschlägt, dann schlägt es mit 30% zu.

*von Tresckow-Bronke:* Es ist viel Transparenz gefordert, um der Stiftung zu zeigen, ob steuerliche Risiken auftauchen. Die Stiftung sollte das Instrument der Diversifikation nutzen, um Zielkonflikte zwischen Nachhaltigkeit, Sicherheit und Rentabilität zu lösen. Eine Stiftung darf gemeinnützigkeitsrechtlich auf Dauer in ihrer Vermögensverwaltung Erträge erwirtschaften, wobei es heute als anerkannt gilt, dass es gemeinnützigkeitsrechtlich unschädlich ist, wenn zugunsten höherer Ertragschancen auch andere Anlageformen als mündelsichere Anlagen gewählt werden. Hochspekulative Anlagen oder Investitionen in unbesicherte Investitionen bleiben jedoch nach Finanzgerichtsrechtsprechung unzulässig.

*Meyer:* Finanzierungsrisiken sehe ich dagegen weniger. Wir haben in unseren Fonds mittlerweile nur noch Fremdkapitalquoten von ca. 18 bis 21%. Dies liegt daran, dass die Anleger zu uns sagen: Bitte investiert zunächst das zugesagte Eigenkapital.

*Eggert:* Ein Risikofaktor, den man im Blick haben sollte, ist immer die Zinsetwicklung. Wenn die Zinsen deutlich steigen, geht das ein Stück weit auf die Rendite. Das Risiko lässt sich durch feste Zinsen auf mittlere Sicht minimieren. Und wenn dann nach zehn Jahren die Finanzierung ausläuft und die Zinsen dann höher sind, steht dem gegenüber, dass nach zehn Jahren sind auch die Anschaffungsnebenkosten abgeschrieben sind. Und die können durchaus 1% Rendite ausmachen.

*Niewöhner-Pape:* Natürlich werden wir bei den Immobilienwerten auch irgendwann wieder durch ein Tal gehen. Aber wer seine Investition mit viel Eigenkapital finanziert und auf die Mittel nicht angewiesen ist, kann als Investor auch einmal drei oder vier schwierige Jahre aussitzen. Denn die laufenden Erträge sind ja unverändert da. Wir bei INDUSTRIA WOHNEN haben 15.000 Mieter; die werden nicht alle allesamt ausfallen. Sie dürfen sich nur nicht selbst durch eine Investitionsstrategie in die Lage bringen, dass Sie nach drei Jahren verkaufen müssen.

*Eggert:* Ausreichende Diversifikation ist das A und O. Habe ich nur zwei Immobilien in derselben Straße und der Teilmarkt dort kippt aus welchen Gründen auch immer, wiegt das natürlich viel schwerer als bei einem großen und breit gestreuten Portfolio. Ein weiteres Risiko würde sich ergeben, wenn Anlager aus Gründen der Renditeoptimierung heraus Abstriche bei der Lagequalität machen. Davon raten wir unseren Investoren ab.

*Glasl:* Immobilieninvestments weisen bei professioneller Investitionsanalyse und durchdachter Diversifizierung – verglichen mit anderen Anlageformen - überschaubare und relativ planbare Risiken auf. Bei unserer Beratung großer Immobilienportfolios identifizieren wir Risiken und entwickeln Maßnahmen, um substanzbedrohende Risiken abzusichern und eine noch größere Stabilität der Cashflows zu erreichen. Die Maßnahmen umfassen beispielsweise die Absicherung von Mietforderungen, Risiken aus Terror oder Spezialdeckungen für Immobilientransaktionen.

## **DIE STIFTUNG: Wie hoch sollte der Immobilienanteil in einem gut diversifizierten Stiftungsportfolio sein?**

*Meyer:* Das hängt sicherlich von der Größe der Stiftung und der Professionalität der handelnden Personen ab, aber er sollte sich irgendwo zwischen 10 und 35% bewegen. Das ist einfach der Stabilitätsanker im Portfolio. Je länger die momentane Situation auf dem Kapitalmarkt anhält, desto mehr wird auch der Anteil von Immobilien bei Stiftungen wachsen.

---

*Niewöhner-Pape:* Ich würde mir anschauen, was ist Kapital, das ich die nächsten 10, 20 Jahre nicht brauchen werde. Auf dieser Basis kann ich mir durchaus vorstellen, in diesen Tagen bei der Immobilienquote in Richtung 50% zu gehen. Denn welche Alternativen gibt es, wenn – wie es die meisten Volkswirte erwarten - wir in den nächsten zehn Jahren keine größeren Zinssteigerungen erleben werden. Da bleiben als Alternativen nur Immobilien oder Aktien - und Letztere sind hoch volatil. Warum also keine höhere Quote von stabilen, wertsicheren Immobilien? Wir beobachten schon, dass ganz viele Versorgungswerke und Versicherungen mit ihren Quoten nach oben gehen.

*von Tresckow-Bronke:* Wichtig ist, die beabsichtigte Vorgehensweise auch in den Anlagerichtlinien zu dokumentieren. Dann wird weder die Stiftungsaufsicht noch das zuständige Finanzamt damit Probleme haben, denn die Behörden wollen ja auch, dass Stiftungen Erträge erwirtschaften.

*Niewöhner-Pape:* Wenn ich mit 3 oder 4% Rendite meinen Stiftungszweck erfüllen kann, habe ich alles richtig gemacht. Und die Immobilie ist fast ruhiger als der Aktienmarkt.

*Eggert:* Immobilien passen besonders gut zu Stiftungen, weil sie realen Kapitalerhalt und regelmäßige Ausschüttungen gewährleisten. Dabei ist entscheidend, sauber über Nutzungsarten und vor allem Länder zu diversifizieren. Und das lässt sich bei kleineren Anlagesummen vor allem über Fonds-Lösungen erreichen.

*von Tresckow-Bronke:* Sie müssen allerdings aufpassen, wie Sie das Ganze finanzieren, gerade wenn Sie Fremdkapital aufnehmen.

*Glasi:* Ich sehe eine Anleiheähnlichkeit nur sehr eingeschränkt.

*von Tresckow-Bronke:* Da sprechen wir uns noch mal in drei Jahren.

*Glasi:* Gerade bei einer Fremdfinanzierung gibt es keine Vergleichbarkeit. Sobald Fremdkapital im Spiel ist, habe ich ein wesentliches zusätzliches Risiko der Zinsänderung, auch wenn das Zinsniveau noch so niedrig ist. In einer ungünstigen Konstellation kann sich der Vorteil der Fremdfinanzierung sehr nachteilig auswirken und zu einem negativen Renditeeffekt führen.

*Eggert:* Natürlich ist das eine ein Gläubigerpapier und das andere ein Realinvestment. Aber was die Funktion der Anlage angeht, haben Sie in einem sauber diversifizierten Immobilieninvestment mindestens Wertstabilität, meist sogar Wertwachstum. Und das bei einem laufenden Cashflow, der im Moment bei vergleichbarem Risiko über dem der Anleihe liegt. Deshalb sind für viele Investoren diversifizierte Immobilienanlagen eine echte Alternative zu Investments in Anleihen.

*Glasi:* Wenn ich mit ausreichender Größe und entsprechenden Marktzugängen die Diversifikation perfektioniere, bin ich im Ergebnis bei Ihnen. Ich warne aber davor, eine Stiftung in diesem Sinne zu beraten: Verzichte auf die Anleihe, mach ein Immobilienprodukt, das gut diversifiziert ist.

## **DIE STIFTUNG: Welche Mindestanlagedauer sollte ein Stiftungsinvestment in Immobilien haben?**

*Eggert:* Im Durchschnitt sollte die Haltedauer der Immobilie zehn Jahre plus sein. Bei Immobilienprodukten kann sie kürzer sein. Natürlich sind wir alle darauf angewiesen, dass die Investoren das als langfristiges Investment sehen.

---

*Meyer:* Ist für Sie, liebe Kollegen, nicht auch der Zeitpunkt gekommen, Immobilien aus den AIFs zu verkaufen?

*Eggert:* Wir haben einige Immobilien verkauft, bei denen sich eine Sanierung nicht gelohnt hätte. Generell kaufen wir etwa gleich viel, wie wir verkaufen.

*Niewöhner-Pape:* Wir haben Immobilien in München, Hamburg und Berlin zur 14 bis-15-fachen Jahresmiete gekauft. Diese Objekte sind jetzt die 20-fache Jahresmiete wert. Wir haben unseren Anlegern natürlich vorgeschlagen, diese Immobilien zu verkaufen und Wertsteigerungen zu realisieren. Wir haben aber von keinem Anleger ein Go gekriegt.

*Meyer:* Wir haben vor kurzem in Leipzig eine Immobilie für das ca. 30-fache der Jahresmiete veräußert. Dieses Preisniveau halte ich nicht für nachhaltig. In solchen gehypten Märkten können wir uns schon vorstellen zu verkaufen. Wir haben dort für ca. zwölfmal eingekauft, jetzt liegen die Preise bei 25- bis 30-fach. Diese Wertsteigerung müssen Sie als Fondsmanager auch mal für Ihre Anleger mitnehmen. Wir haben uns auch mal von einer Immobilie in Münster getrennt, weil wir meinten, der Markt ist so stark hochgegangen, dass wir nicht mehr sinnvoll dazu erwerben können. Das ist ein kleiner Renditekick, zumal Sie in der Regel nur veräußern, wenn die Verkaufspreise über den Verkehrswerten liegen. Es macht Sinn, zu verkaufen, wenn Sie gleichzeitig reinvestieren können. Auch sollten Sie sich fragen, ob Sie einen Teil der außerordentlichen Erträge ausschütten. Im Gros sagen unsere Anleger aber: Auf gar keinen Fall verkaufen, wir sind froh, dass das Geld in Immobilien investiert ist.

*Eggert:* Ich denke, dass es die Funktion eines Managers ist, nicht nur das Objekt zu managen, sondern auch aufzuzeigen, wo der Marktzyklus gerade ist und hier und da auch mal Chancen mitzunehmen. Die Anleger honorieren es, wenn man sie gut berät.

**DIE STIFTUNG: Hoffen wir, dass das Ihre Stiftungsanleger noch ein paar Mal erleben. Und haben Sie alle vielen Dank für diese fundierten Einblicke in den Markt der Immobilien und Immobilienprodukte.**

*Den Roundtable moderierten Andre Eberhard (Immobilienbrief), Sabine Kamrath und Peter X. Willeitner.*