



## Private Real Estate

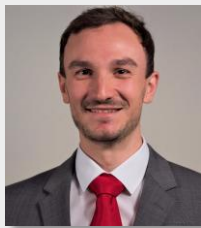
Die Immobilien-Allokation deutscher institutioneller Investoren unter der Lupe im BAI Investor Survey: Zugangswege, Strategien, Trends, COVID-19 & die Digitalisierung

## Inhaltsverzeichnis

|  |    |
|--|----|
| Vorwort .....  | 1  |
| Summary .....  | 2  |
| 1 Einleitung .....   | 3  |
| 1.1 Einordnung zu den Alternative Investments .....                                    | 3  |
| 1.2 Kapitalanlageziele.....  | 4  |
| 2 BAI Investor Survey: Real Estate .....   | 6  |
| 2.1 Allokation in Real Estate Debt und Equity .....                                    | 7  |
| 2.2 Investitionsgründe und -hindernisse: COVID-19 und die Renditeerwartung .....       | 13 |
| 2.3 Real Estate Investments: Zugangswege & Fees.....                                   | 16 |
| 3 Einordnung der Umfrageergebnisse in den Kontext des aktuellen Marktumfeldes.....     | 19 |
| 4 Wichtige Trends und Merkmale der Private-Real-Estate-Märkte.....                     | 25 |
| 4.1 Zugangswege: Direkte vs. indirekte Investitionen & Private vs. Public Markets..... | 25 |
| 4.2 Real Estate Debt (Funds) .....   | 29 |
| 4.3 Nutzungsarten: Commercial versus Residential und die Folgen von COVID-19.....      | 33 |
| 4.4 Investitionsstrategien: Von „Core“ bis „Opportunistic“ .....                       | 37 |
| 4.5 Secondaries.....   | 40 |
| 5 Ausblick.....  | 44 |
| 6 Literaturverzeichnis .....   | 47 |



**Frank Dornseifer**  
 BAI, Geschäftsführer  
 dornseifer@bvai.de



**Philipp Bunnenberg**  
 BAI, Referent  
 Alternative Markets  
 bunnenberg@bvai.de



**Jan Simanovski**  
 BAI, Werkstudent  
 Alternative Markets

Lesen Sie weitere BAI  
 Veröffentlichungen



## Vorwort

Liebe Leserinnen und Leser,

der Markt für Alternative Investments ist in Bewegung: Zugangswege und Investitionsstrategien entwickeln sich weiter. Investoren wollen neue Renditequellen erschließen und vor allem auch über die gesamte Kapitalstruktur hinweg allokkieren, eben um das Portfolio bestmöglich zu diversifizieren. Dies führt dazu, dass auch Assetklassen, die grundsätzlich eher als *traditionell* angesehen werden, neu betrachtet werden sollten.

Der BAI als produkt- und assetklassenübergreifende Interessenvertretung fördert und begleitet diese Entwicklungen. Grundlage und Benchmark dafür ist insbesondere auch der BAI Investor Survey 2020, mit dem wir wichtige und grundlegende Erkenntnisse gewinnen konnten, auch in Bezug auf Real Estate Investments. Vor diesem Hintergrund lag es für den BAI auf der Hand, auch diese im institutionellen Portfolio stark vertretene Anlageklasse einer Neuvermessung zu unterziehen, und zwar mit dieser Informationsbroschüre, die erstmals neue, innovative Investitionsstrategien und Zugangswege für Real Estate darstellt. Im Fokus steht dabei natürlich der Private-Markets-Kontext, der für immer mehr Investoren von elementarer Bedeutung ist, und in dem wir auch bestimmte Real-Estate-Strategien verorten. Zum anderen erhält diese Anlageklasse aber auch durch die fortschreitende Digitalisierung, insbesondere durch den Einsatz der Distributed Ledger Technologie, eine neue Dynamik, die auch im institutionellen Portfolio Einzug halten wird. Typische Charakteristika für Private-Markets-Strategien werden dadurch aber auch – teilweise – aufgebrochen, insbesondere durch die Tokenisierung im Immobilienbereich, die sich derzeit in der Praxis verbreitet und nicht nur die Handelbarkeit verändert.

Die Neuvermessung des institutionellen Portfolios geht also weiter. Zur sich wandelnden Rolle von Real Estate soll diese Broschüre einen grundlegenden Diskussionsbeitrag liefern.

Frank Dornseifer  
 Geschäftsführer des BAI e.V.



## Summary

- Immobilien sind immer häufiger in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren zu finden. Dabei lässt sich feststellen, dass mit höheren AuM die **Beteiligungsquoten** als auch **Allokationsquoten steigen**.
- Die überwiegende Mehrheit der befragten Investoren (82,7 %) investiert in Real Estate **Equity**. **Debt** Investments befinden sich in etwa der Hälfte der Portfolios (45,5 %).
- Der durchschnittliche deutsche institutionelle Investor allokiert **10,5 % der AuM in Immobilien**. Alternative Investments (inkl. Immobilien) nehmen im Durchschnitt 21,7 % eines Portfolios ein.
- Sowohl der Anteil der Investoren, die in Immobilien investieren (Beteiligungsquote), als auch die durchschnittliche Allokationsquote setzen – **trotz Pandemie** – den **Aufwärtstrend** fort.
- Die Portfolioallokation in RE wird in den **nächsten drei bis fünf Jahren** um ca. 5 % **wachsen** und damit auf durchschnittlich 11 % ansteigen. Davon entfallen voraussichtlich 9,6 % auf Equity und 1,4 % auf Debt Investments.
- Die **Auswirkungen der COVID-19-Pandemie divergieren je nach Nutzungsart** (Commercial vs. Residential) erheblich. Viele Investoren korrigieren ihre erwartete **Rendite** nach unten. Zudem verursacht die Pandemie häufig eine Verlängerung der Investitionszeiträume.
- Das globale **Transaktionsvolumen** verzeichnet im Corona-Jahr 2020 einen erheblichen Rückgang – so auch in Deutschland. Auch die Anzahl an final geschlossenen **PERE-Fonds** sowie das aggregierte eingesammelte Kapital ging im zweiten Jahr in Folge zurück.
- Gleichzeitig hat der zunehmende Wettbewerb um globale **Core-Immobilien** die Preise in die Höhe getrieben. Investoren zeigen eine höhere **Risikoaversion**, neue Investoren treten in den Markt ein und zugleich nimmt die Zahl der Immobilien mit Core-Status ab. Die Pandemie beschleunigt diesen Trend.
- **Kreditfonds**: In den kommenden Monaten und Jahren wird kein anderer Zugangsweg zum Immobilienmarkt stärker wachsen.
- Der **Sekundärmarkt** für Immobilienfonds ist im Vergleich zu anderen Sekundärmärkten für Fondsanteile – trotz stetigen Wachstums in den vergangenen Jahren – nach wie vor klein.
- **Tokenisierung** von Immobilieninvestments und **elektronische Fondsanteilscheine** sind ein richtiger und wichtiger Schritt zu mehr Digitalisierung.

# 1 Einleitung

## 1.1 Einordnung zu den Alternative Investments

Immobilien sind die wahrscheinlich älteste und traditionellste Anlageklasse schlechthin. Jahrtausende lang wurde Reichtum primär anhand des Grundbesitzes bemessen. In den vergangenen Jahrhunderten hat sich unsere Volkswirtschaft jedoch von einer Gesellschaft, deren Wohlstand rein auf dem Besitz von Grund und Boden basierte, zu einer Gesellschaft mit Besitz von Rechtskörperschaften gewandelt. Aktien und Anleihen sind nunmehr die „klassischen Assetklassen“, sodass Real Estate heutzutage in der Regel als Alternative Investment in den Portfolios subsumiert wird.

Alternative Investments (AI) sind innovative Anlagestrategien und -konzepte, die der besseren Diversifizierung und Optimierung der Rendite-Risikostruktur eines Portfolios dienen. Der BAI e.V. versteht unter AI die Investition in nicht traditionelle Anlageklassen (außerhalb von Aktien und Anleihen) oder die Investition in diese Anlageklassen unter Zuhilfenahme komplexer, nicht traditioneller Strategien. Neben Immobilien erstreckt sich das Feld der AI damit auf die Anlageklassen Private Equity, Private Debt, Infrastruktur, Hedgefonds sowie viele weitere liquide und illiquide Alternativen wie beispielsweise Rohstoffe, Insurance Linked Securities, Krypto-Assets sowie die Flugzeug- und Schiffsfinanzierung.

| ÜBERSICHT ALTERNATIVE INVESTMENTS                   |                                  |              | FREMDKAPITAL  |           | EIGENKAPITAL |            |           |              |
|---|----------------------------------|--------------|---|-----------|--------------|------------|-----------|--------------|
| Strategie   | liquide                          | semi-liquide | illiquide   | BEISPIELE | VORRANGIG    | NACHRANGIG | MEZZANINE | EIGENKAPITAL |
| ÖFFENTLICHE MÄRKTE<br>{Überwiegend liquide}         | LIQUID ALTERNATIVES (UND ANDERE) |              | - Hedgefonds-Strategien im regulierten OGAW-Mantel<br>- Krypto-Assets                             |           |              |            |           |              |
|   | HEDGEFONDS                       |              | - Equity-Strategien<br>- Macro-Strategien<br>- Event-Driven-Strategien                            |           |              |            |           |              |
|   | ROHSTOFFE                        |              | - Energie u. a. Öl, Gas, Strom...<br>- Metalle<br>- Getreide                                      |           |              |            |           |              |
| NICHT-ÖFFENTLICHE MÄRKTE<br>{Überwiegend illiquide} | UNTERNEHMEN                      |              | - Private Debt inkl. Direct Lending<br>- Private Equity<br>- Venture Capital                      |           |              |            |           |              |
|   | IMMOBILIEN                       |              | - Wohnimmobilien<br>- Geschäftsimmobilien<br>- Öffentliche Einrichtungen                          | 📍         | 📍            | 📍          | 📍         |              |
|   | INFRASTRUKTUR                    |              | - Transportinfrastruktur<br>- Kommunikationsnetzwerke<br>- Energieversorgung                      |           |              |            |           |              |
|   | ANDERE SACHWERTE                 |              | - Flugzeuge<br>- Schiffe<br>- Forstwirtschaft   |           |              |            |           |              |
|   | SPEZIALITÄTEN                    |              | - Verbriefte Versicherungsrisiken<br>- Handelsfinanzierung<br>- Finanzierung in Sondersituationen |           |              |            |           |              |

Weitere Alternative Investments: gelistete Private-Equity-Fonds, gelistete Private-Debt-Fonds, gelistete Infrastruktur-Fonds, REITs etc.

Abbildung 1: BAI Klassifizierung Alternative Investments.

Real Estate Investments können weitgehend in vier Kapitalmarktsegmente gegliedert werden (vgl. Abbildung 2). Die vorliegende Informationsbroschüre fokussiert und bewertet ausschließlich Private / Illiquid Real Estate Investments (Equity & Debt) institutioneller Investoren. Zu

unterscheiden sind hierbei u. a. Immobiliensegmente (Commercial vs. Residential, vgl. Kapitel 4.3), die Kapitalform (Equity vs. Debt, vgl. Kapitel 4.2), der Zugangsweg der Investition (direkt vs. indirekt, vgl. Kapitel 4.1) sowie unterschiedliche Kapitalanlagestrategien (vgl. Kapitel 4.4).

|            |   | Kapitalart   |   |
|------------|---|--|---|
|            |   | Eigenkapital   | Fremdkapital  |
| Liquidität | Private / Nicht Börsennotiert (Illiquide) | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Direkterwerb</li> <li>• Joint Ventures</li> <li>• Private Equity (Funds)</li> <li>• Equity Mezzanine</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Private Debt (Funds)</li> <li>• Whole Loans</li> <li>• Hypotheken</li> <li>• Debt Mezzanine</li> </ul> |
|            | Public / Börsennotiert (Liquide)          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Immobilien-AGs</li> <li>• REITs</li> <li>• Börsennotierte Immobilienfonds</li> </ul>                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Hypothekenbesicherte Wertpapiere (MBS)</li> </ul>  |

Abbildung 2: Kapitalmarktsegmente Real Estate Investments.

Über den Diversifikationseffekt hinaus gibt es dutzende Merkmale, die Alternative Investments und speziell Immobilien kennzeichnen, welche im weiteren Verlauf dieser Studie hervorgehoben werden. Die Immobilie als Wirtschaftsgut, als auch der Markt für Immobilien zeichnen sich durch Komplexität, Intransparenz, Informationsasymmetrien und vergleichsweise hohe Transaktionskosten aus. Ebenso sind Investitionen in Immobilien durch ihre Heterogenität geprägt.

Die Komplexität der Anlageklasse Immobilien kommt durch diverse sektoral und typologisch unterschiedliche Immobilienmärkte zustande, auf denen zudem spezifische Anlagevehikel mit unterschiedlichsten Strategien und Zugangswegen auftreten. Zu den einzelnen Segmenten bzw. Nutzungsarten der Assetklasse zählen u. a. Wohn-, Büro-, Einzelhandels-, Industrie-, Logistik- und Hotelimmobilien sowie weitere Spezialimmobilien (z. B. Pflegeeinrichtungen, Krankenhäuser, Bildungsstätten usw.). Die genannten Nutzungsarten unterliegen zum Teil divergierenden immobilienwirtschaftlichen Trends, die in den Folgekapiteln diskutiert werden.

### 1.2 Kapitalanlageziele

Oberstes Ziel bei der Selektion von Immobilieninvestments sollte – wie bei jeder Kapitalanlage – die Verbesserung der gesamten Rendite-Risiko-Struktur des Kapitalanlageportfolios sein. Je nach definierten Anlagezielen können Investoren aus einer Vielzahl unterschiedlicher Investitionsobjekte, Strategien und Vehikel wählen – eine angemessene Mischung aus Rentabilität, Sicherheit und Liquidität stets vor Augen.

Die Moderne Portfoliotheorie belegt, dass Investoren ein diversifiziertes Portfolio bilden sollten, das maximale Erträge bei gleichzeitiger Minimierung unsystematischer Risiken erzielt. Diversifizierung kann das Risiko senken, ohne notwendigerweise eine gegenläufige Verringerung der erwarteten Rendite zu verursachen und wird daher als eine höchst erstrebenswerte Methode zur Erzielung

verbesserter risikobereinigter Renditen angesehen. Die zusätzliche Diversifizierung des Portfolios ist einer der Hauptgründe für die Allokation von Kapital in alternative Vermögenswerte, deren Risiko- und Ertragsfaktoren in der Regel eine schwache Korrelation zu traditionellen Investments aufweisen.

Die Integration von Alternative Investments in das institutionelle Portfolio bietet eine Absicherung nach unten, sollten traditionelle Vermögenswerte im Wert fallen. Verwerfungen an den liquiden Märkten haben erst kürzlich – zu Beginn der Corona-Krise – aufgezeigt, dass illiquide Immobilien-Investments dazu beitragen, die Volatilität des Gesamtportfolios zu verringern und Tail-Risiken zu minimieren. Dennoch gilt auch für Immobilien-Investments: Diese sind für institutionelle Investoren nur dann risikoadäquat und sinnvoll, wenn sie insgesamt nach Standort, Nutzungsart und Anzahl der Immobilien ausreichend diversifiziert sind.

Immobilien-Investments bilden einen bedeutenden Teil des investierbaren Asset-Universums ab und bieten Investoren eine breite Palette an verschiedenen Risiko-Rendite-Profilen. Die bereits angesprochene niedrige Korrelation zu Aktien und Anleihen sorgt für Diversifikationspotenziale. Real Estate Debt Investments gewähren einen zusätzlichen Inflationsschutz im Portfolio, während Value-Added und opportunistische Equity Investments Chancen auf signifikante Wertsteigerungen bieten. Ziel dieser BAI Studie ist es, Informationen über Strategien, Merkmale und die Performance von Immobilien-Investments transparent und in kompakter Form darzubieten. Der Fokus wird dabei auf Private-Markets-Transaktionen und Immobilienfonds-Investments gerichtet.

Von besonderem Interesse ist das Investitionsverhalten deutscher institutioneller Investoren. Zu den gegenwärtigen Herausforderungen und der aktuellen sowie geplanten Immobilien-Portfolioallokation befragte der BAI zwischen September und November 2020 insgesamt 77 deutsche institutionelle Investoren. Die Ergebnisse der Umfrage sind im Folgekapitel dargestellt. Sie vertiefen die Umfrageresultate des [BAI Investor Survey 2020](#) und geben Ihnen, liebe Leserinnen und Leser, neue, bisher nicht veröffentlichte Einblicke in die Real-Estate-Portfolioallokation deutscher institutioneller Investoren.

Auch diese BAI Studie kommt nicht umhin, die Auswirkungen der Corona-Krise zu analysieren. Über den Sommer bis weit in die zweite Jahreshälfte 2020 nahm die Immobilien-Investmentbranche wieder zügig an Fahrt auf. Nicht umsonst werden Immobilien, aufgrund ihrer Krisenresilienz, gerne als Betongold bezeichnet. Doch auch die Immobilienbranche wurde von der zweiten Welle der COVID-19-Pandemie und dem daraus resultierenden, erneuten „Lockdown“ mitten in der Jahresendralley getroffen. Dass die Corona-Auswirkungen auf die Immobilienbranche je nach Nutzungsart erheblich divergieren, wird im Verlauf der Studie aufgezeigt.

## 2 BAI Investor Survey: Real Estate

### Survey Summary

- Immobilien sind immer häufiger in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren zu finden. Dabei lässt sich feststellen, dass mit höheren Assets under Management (AuM) die Beteiligungsquoten als auch Allokationsquoten steigen.
- Sowohl der Anteil der Investoren, die in Immobilien investieren (Beteiligungsquote), als auch die durchschnittliche Allokationsquote setzen – trotz Pandemie – den Aufwärtstrend fort.
- Die überwiegende Mehrheit der befragten Investoren (82,7 %) investiert in Real Estate Equity. Debt Investments befinden sich in etwa der Hälfte der Portfolios (45,5 %).
- Der durchschnittliche deutsche institutionelle Investor allokiert 10,5 % der AuM in Immobilien. Alternative Investments (inkl. Immobilien) nehmen im Durchschnitt 21,7 % eines Portfolios ein.
- Die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie divergieren je nach Nutzungsart erheblich. Viele Investoren korrigieren ihre erwartete Rendite nach unten. Zudem verursacht die Pandemie häufig eine Verlängerung der Investitionszeiträume.

Aufgrund des privaten Charakters weiter Teile des Immobilienmarktes sind granulare als auch aggregierte Marktdaten sowohl für direkte als auch indirekte Immobilieninvestments nicht lückenlos verfügbar, sodass für ein möglichst vollständiges Gesamtbild mit Blick auf regionale und sektorale Unterschiede des Immobilienmarktes auf diverse öffentliche und private Datenanbieter zurückgegriffen werden muss. Der BAI Investor Survey soll einen wesentlichen Beitrag leisten, die Datenlücke auf den Private Markets aus der Perspektive deutscher institutioneller Investoren zu schließen.

Der Investor Survey fand nach einer sommerlichen Erholung vom Schock des ersten „Lockdowns“ unter 77 deutschen institutionellen Investoren statt. An der Umfrage nahmen Versicherungsunternehmen, Versorgungswerke, Pensionsfonds, Pensionskassen, CTAs, Banken, Stiftungen, Kirchen und Family Offices teil. Mit dem jährlichen Investor Survey kann der BAI grundlegende und sehr aussagekräftige Erkenntnisse zur Portfolioallokation institutioneller Investoren in Deutschland mit dem Fokus auf Alternative Investments gewinnen, die in dieser Form und Breite bisher nicht verfügbar waren. Zusammen verwalten die befragten Investoren ca. 1,3 Billionen Euro an Vermögenswerten. Der BAI Investor Survey deckt damit einen signifikanten Teil des deutschen Gesamtmarktes für institutionelle Investoren ab. Somit sind die Umfrageergebnisse außerordentlich repräsentativ und können als wichtiger Vergleichsmaßstab, sowohl für die jeweiligen Investorengruppen, aber auch in Bezug auf die unterschiedlichen Anlageklassen, dienen.



Wie Abbildung 3 zeigt, sind Investoren aus der Gruppe der Versicherungsunternehmen (36,4 %), sowie der Pensionskassen, Pensionsfonds und CTAs (31,2 %) im Survey am stärksten vertreten. In der weiteren Analyse werden Investoren aus den Kategorien Banken (Depot A), Stiftungen/Kirchen und Family Offices als „Sonstige Investoren“ gruppiert.

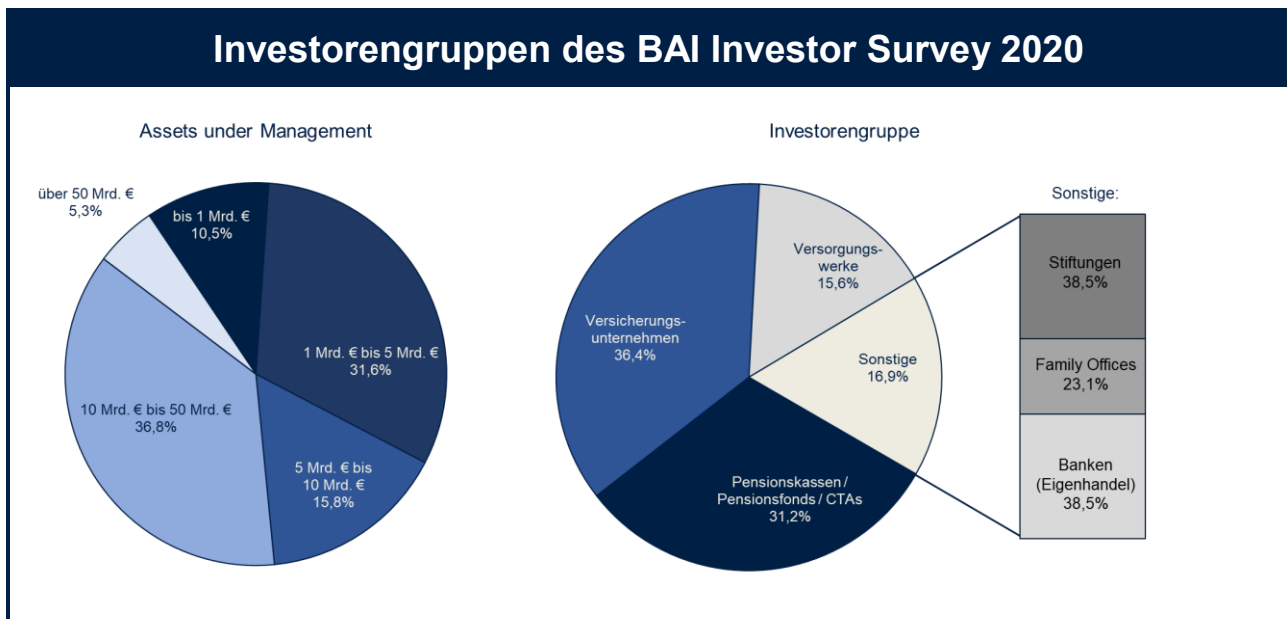


Abbildung 3: Teilnehmer des BAI Investor Survey 2020 aufgeschlüsselt nach AuM und Investorengruppen.

## 2.1 Allokation in Real Estate Debt und Equity

Die Umfrage zeigt deutlich auf, dass Real Estate mittlerweile ein essentieller Baustein in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren ist. Insgesamt gaben mehr als 87 % der Befragten an, in die Anlageklasse zu investieren (vgl. Abbildung 5). Der Einstieg in Real Estate erfolgt in der Regel zunächst über Equity Investments. Insgesamt 82,7 % der deutschen institutionellen Investoren sind über diesen Weg in die Assetklasse investiert. 45,5 % der Investoren diversifizieren ihr Portfolio zusätzlich mit Real Estate Debt Investments. Dieser Anteil wird, aller Voraussicht nach, mittelfristig zunehmen, denn 8 % der Investoren gaben an, dass sie innerhalb der nächsten drei Jahre den Einstieg in Real Estate Debt avisieren. Entscheidend ist hierbei häufig die Höhe des zu verwaltenden Vermögens. Investoren diversifizieren ihr Portfolio in der Regel zunächst mit Real Estate Equity Investments und erst mit höheren AuM ergänzen sie dann Debt Investments.

Trotz oder vielleicht auch insbesondere vor dem Hintergrund der durch die COVID-19-Pandemie entstandenen Herausforderungen blicken die befragten Investoren zuversichtlich auf ihre Immobilieninvestitionen. Weder plant einer der befragten Investoren aus dieser Anlageklasse auszusteigen noch vollzog einer der befragten Investoren diesen Exit kürzlich. Ganz im Gegenteil, obgleich der bereits sehr hohen Beteiligungsquote (jene Investoren, die bereits in Real Estate investieren) ist der Anteil der Equity-Investoren (um 4,7 %) als auch der Anteil der Debt-Investoren (um 0,9 %) gegenüber dem Vorjahr noch einmal gestiegen (vgl. Abbildung 4).

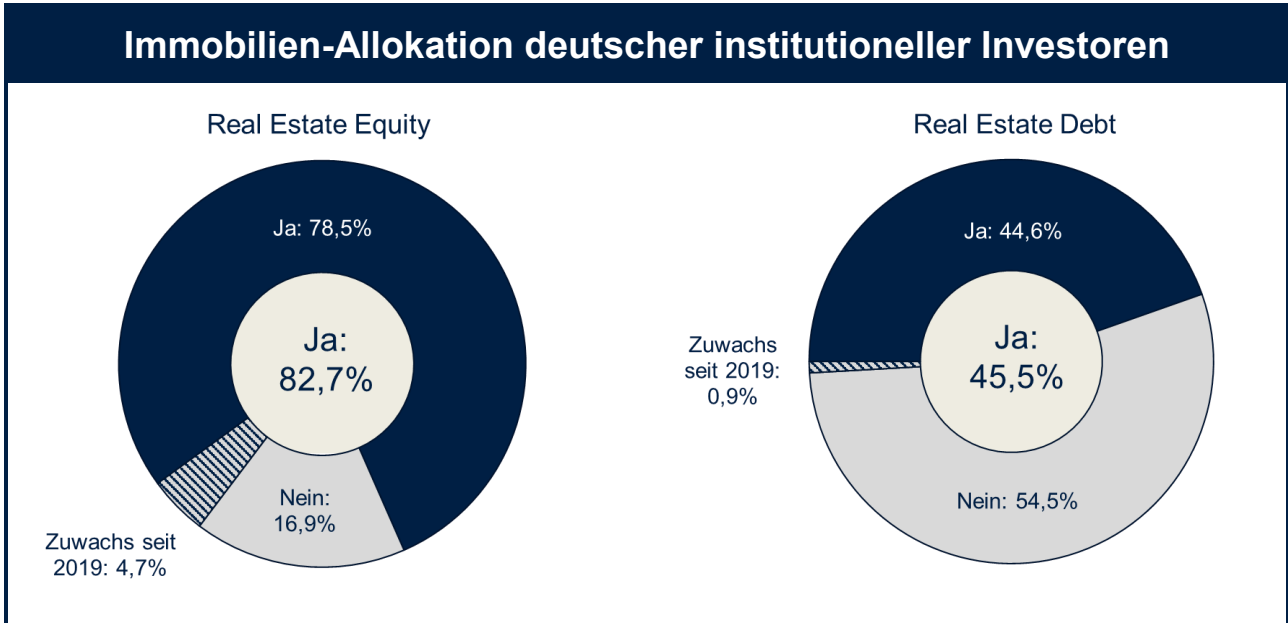


Abbildung 4: Anteil der Investoren mit Allokation in Private Real Estate (Equity/Debt).

Abbildung 5 unterstreicht, dass deutsche institutionelle Investoren, die nicht in Immobilien investieren, der deutlichen Minderheit angehören (13,0 %). Des Weiteren weist Abbildung 5 (oben rechts) auf einen Zusammenhang zwischen der Höhe des zu verwalteten Vermögens und der Allokation in Real Estate hin. Dem Survey zufolge diversifizieren ausnahmslos alle befragten Investoren mit mehr als 50 Milliarden Euro AuM ihre Portfolios mit Real Estate Investments. Zudem halten 92,9 % der befragten deutschen institutionellen Investoren mit AuM zwischen 10 und 50 Milliarden Euro Real Estate Investments in ihren Portfolios.

Je höher die AuM, desto häufiger erfolgt eine Allokation in Real Estate. Deutlich zeigt sich dieser Zusammenhang bei AuM unterhalb einer Milliarde Euro: In dieser Vergleichsgruppe ist mehr als jeder dritte Investor noch nicht in Real Estate investiert. Dieser Zusammenhang zwischen der Höhe der AuM und der Beteiligungsquote hat sowohl für Real Estate Equity als auch für Real Estate Debt Investments Gültigkeit.

Während nahezu alle Investorengruppen hohe Beteiligungsquoten bei Real Estate Equity Investments aufweisen, divergieren diese bei Debt Investments nach wie vor erheblich. 45,5 % der Survey-Teilnehmer investieren in Real Estate Debt. Versicherungen – tendenziell große Investoren – weichen von diesem Durchschnitt um ca. 20 Prozentpunkte nach oben ab. Versorgungswerke – vergleichsweise kleine Investoren – fallen hingegen um fast 15 Prozentpunkte nach unten ab. Summa summarum allokieren kleinere Investoren wie z. B. Versorgungswerke aber auch Family Offices, Stiftungen, Kirchen und Banken ihr Vermögen deutlich seltener in Real Estate Debt.

### Real Estate Investments nach Investorengruppen

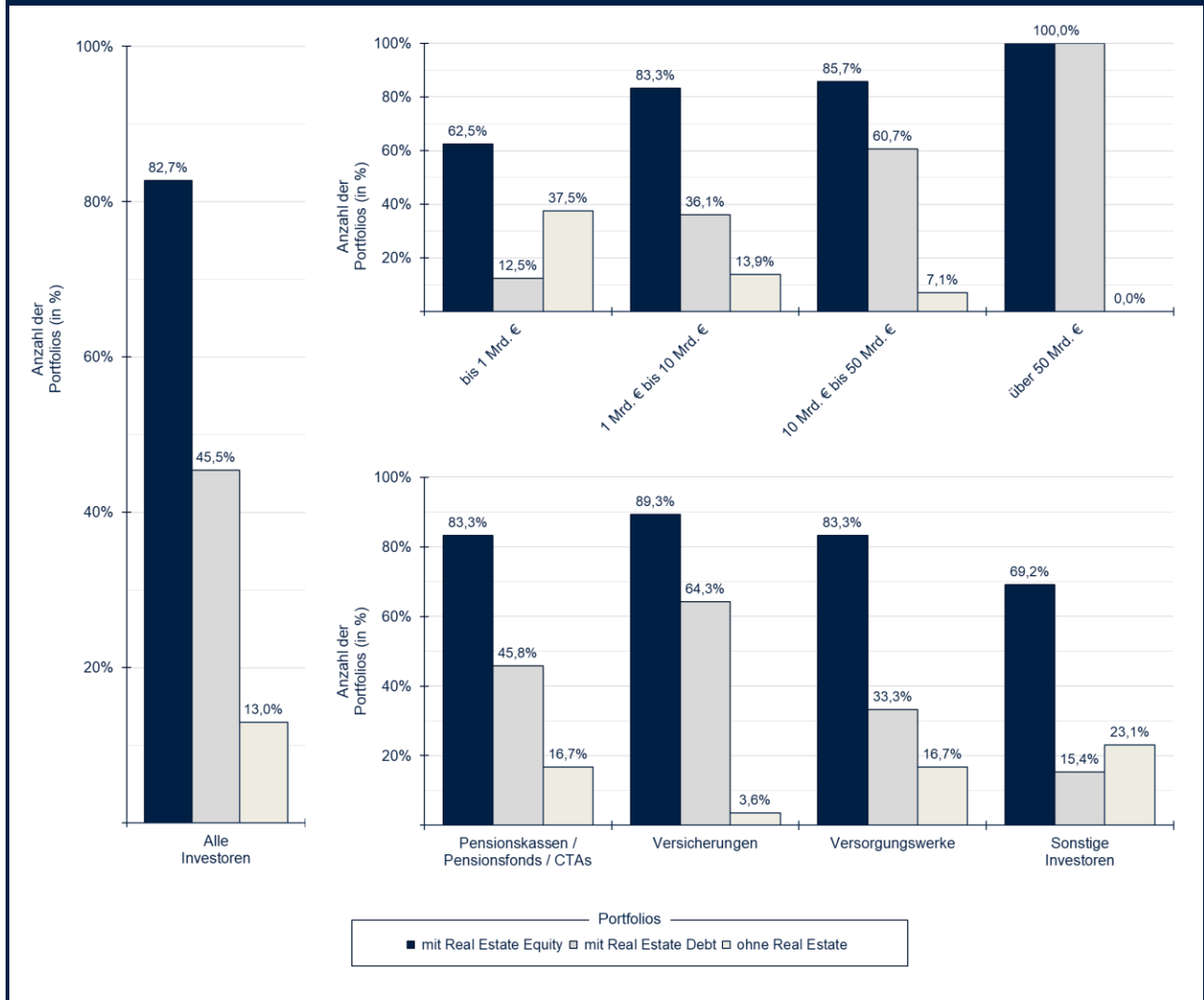


Abbildung 5: Aufschlüsselung der Real-Estate-Beteiligungsquote nach AuM und Branche der Investoren.

Abbildung 6 visualisiert die Verteilung der Allokationsquoten von Real Estate (Equity & Debt) in den Portfolios der investierten Survey-Teilnehmer. Nicht nur finden sich Real Estate Equity Investments sehr häufig in den Portfolios der befragten institutionellen Investoren wieder, sie nehmen auch einen signifikanten Anteil des Gesamtportfolios ein. Von den 82,7 % der befragten Investoren, die in Real Estate Equity investieren, haben mehr als Dreiviertel mindestens 5 % des Gesamtportfolios in Real Estate Equity allokiert. Nahezu die Hälfte der Investoren (46,0 %) legen mehr als 10 % des Gesamtportfolios in Immobilien an.

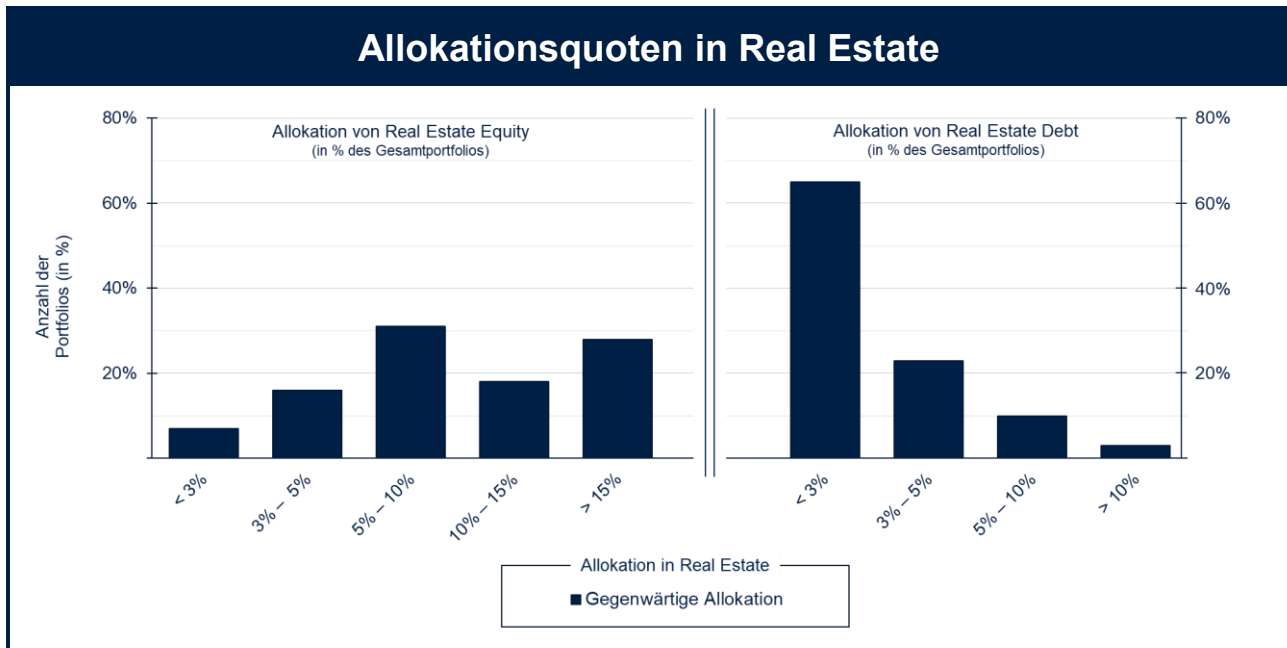


Abbildung 6: Gegenwärtige Allokation der BAI Survey-Teilnehmer in Private Real Estate Investments.

In Abbildung 6 wird zudem deutlich, dass die Allokationsquoten in Real Estate Debt deutlich konzentrierter sind als beim Equity-Pendant. Debt Investments nehmen bei den meisten Investoren einen deutlich geringeren Anteil des Portfolios ein. Von jenen Investoren, die bereits investiert sind, allokierten etwa zwei Drittel weniger als 3 % ihres gesamten Portfolios in diese Assetklasse. Zum Vergleich, bei Equity weisen nur 7 % eine solch geringe Allokation auf.

Weitere aufschlussreiche Erkenntnisse liefern die Antworten der Investoren auf Fragen zu ihrer vergangenen und ihrer zukünftig avisierten Real-Estate-Allokation. Die granularen Daten der Immobilien-Allokation der am Survey teilnehmenden Investoren können zu einem „Musterportfolio“ verdichtet werden: Die Allokationsquote des durchschnittlichen deutschen institutionellen Investors in Real Estate liegt bei 10,5 % (vgl. Abbildung 7). Der Großteil dieser Allokation entfällt auf Equity Investments (9,2 %). 1,3 % des Portfolios werden in Debt Investments allokiert. Es wird noch einmal deutlich, welche zentrale Rolle Immobilien in den Portfolios der deutschen institutionellen Investoren spielen. Nach Aussagen der befragten Investoren wird die Portfolioallokation in den nächsten drei bis fünf Jahren um ca. 5 % wachsen und damit auf durchschnittlich 11 % ansteigen. Davon entfallen voraussichtlich 9,6 % auf Equity und 1,4 % auf Debt Investments.

Ferner wurden die Survey-Teilnehmer nach der Re-Allokation ihrer Portfolios innerhalb der letzten 12 Monate befragt und welche Portfolio-Veränderungen innerhalb der nächsten 12 Monate angestrebt werden (Abbildung 8). Insbesondere mit Augenmerk auf die Auswirkungen der COVID-19-Pandemie ist diese Frage interessant. Da der Survey zwischen September und November 2020 stattfand, ist davon auszugehen, dass die meisten Investoren zum Zeitpunkt der Befragung bereits erste Erkenntnisse und Konsequenzen aus den Entwicklungen der Pandemie gezogen hatten.



## Musterportfolio des deutschen institutionellen Investors

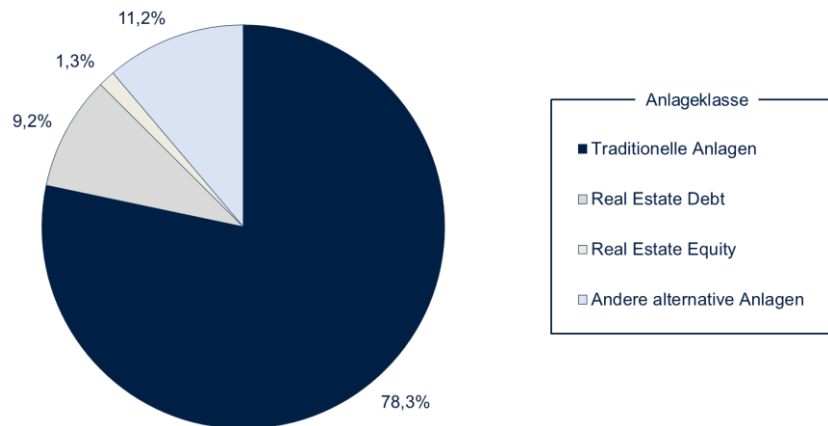


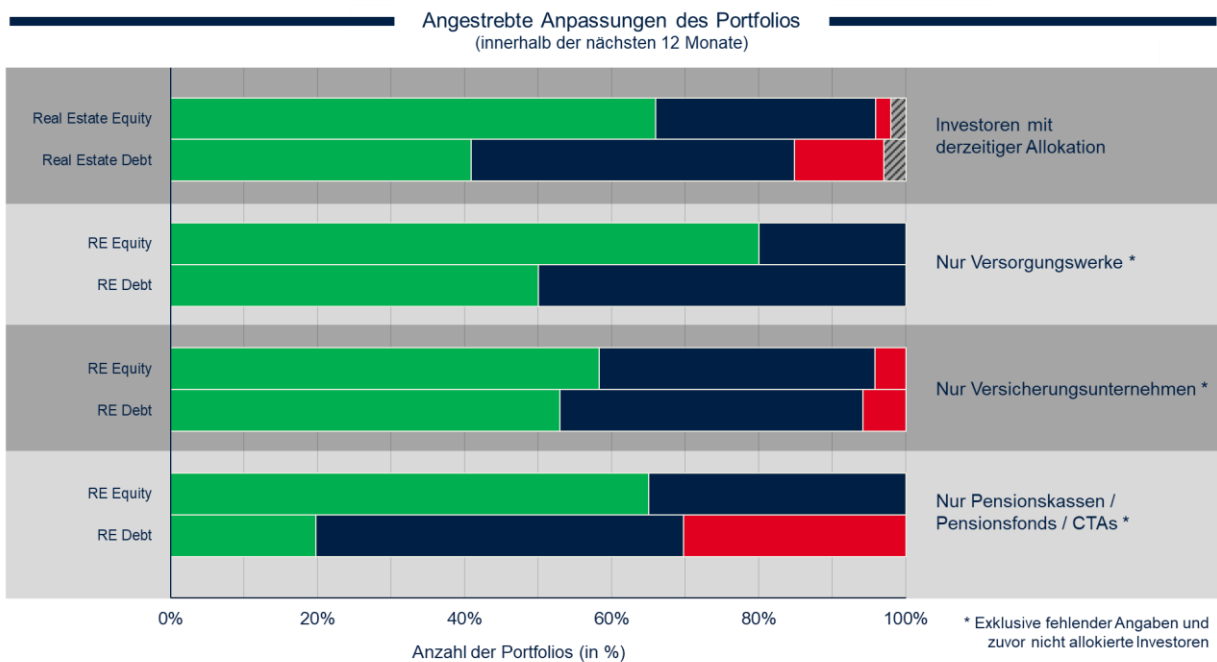
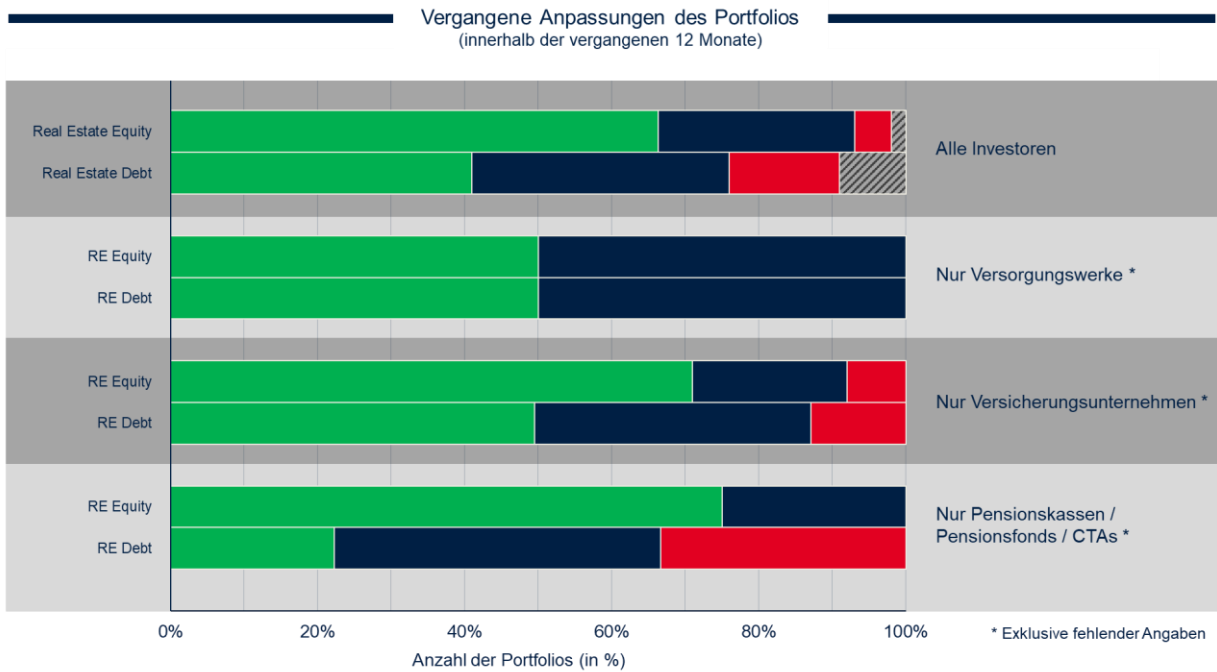
Abbildung 7: Ermittelte Allokationsquoten verschiedener Assetklassen im BAI Investor Survey.

Die obere Hälfte der Abbildung 8 zeigt die Veränderungen in den Portfolios innerhalb der letzten 12 Monate auf. Im ersten Panel wird das Anlageverhalten aller Investoren deutlich: Trotz Pandemie kam es in der Anlageklasse nur im geringfügigen Ausmaß zu einer Reduktion der Allokationsquoten. Das gilt sowohl für Real Estate Equity als auch für Debt. Nur 5 % (Equity) bzw. 15 % (Debt) der Investoren gaben an, die Immobilien-Allokationsquote gesenkt zu haben. Hingegen gaben zwei Drittel der Equity-Investoren (67 %) an, ihre Allokation in den vergangenen 12 Monaten erhöht zu haben. Bei Real Estate Debt trifft diese Aussage auf immerhin noch 41 % der Investoren zu. Zusammengefasst lässt sich feststellen, dass fast alle Investoren ihre Allokation in Real Estate entweder erhöht oder zumindest auf demselben Niveau gehalten haben.

Die untere Hälfte der Abbildung 8 veranschaulicht die avisierten Änderungen im Portfolio hinsichtlich der Anlageklasse Real Estate im Jahr 2021. Der Großteil der befragten Investoren plant die Real-Estate-Quote mindestens auf demselben Niveau zu halten, wenn nicht sogar (die Mehrheit) zu erhöhen. Die wenigsten institutionellen Investoren wollen ihre Real-Estate-Allokation zurückfahren.

Im bisherigen Gesamtkontext lässt sich somit feststellen, dass die Anlageklasse Real Estate häufig und mit einem signifikanten Anteil in den Portfolios deutscher institutioneller Investoren vertreten ist. Darüber hinaus ist die Beteiligungsquote im Vergleich zum letzten BAI Investor Survey (2019) weiter angestiegen. Die Allokation der Vermögenswerte in Immobilien wird, ungeachtet der zusätzlichen Herausforderungen durch die COVID-19-Pandemie, kontinuierlich ausgebaut.

## Portfolioanpassung der Immobilien-Investments



Veränderung der Allokation in jeweiligen Assetklasse (in den nächsten 12 Monaten)

■ Erhöht ■ Unverändert ■ Reduziert ■ Keine Angabe

Abbildung 8: Darstellung der Veränderung der Real-Estate-Allokation je Investorengruppe.

## 2.2 Investitionsgründe und -hindernisse: COVID-19 und die Renditeerwartung

Die befragten Investoren antizipieren neue Herausforderungen, darunter Renditeeinbußen, ausgelöst durch die Corona-Pandemie und korrigieren mehrheitlich ihre Renditeerwartungen im Vergleich zum Vorjahr<sup>1</sup> nach unten. Sie nehmen damit ein voraussichtliches Abschwächen des Immobilien-Booms des vergangenen Jahrzehnts vorweg.

In Abbildung 9 ist eine deutliche Linksverschiebung der Verteilung der erwarteten Netto-Renditen erkennbar. Erwartete Renditen im oberen Bereich des Spektrums des Immobilien-Gesamtportfolios (> 5 %) nehmen signifikant ab. Dies gilt sowohl für Debt als auch Equity Investments.

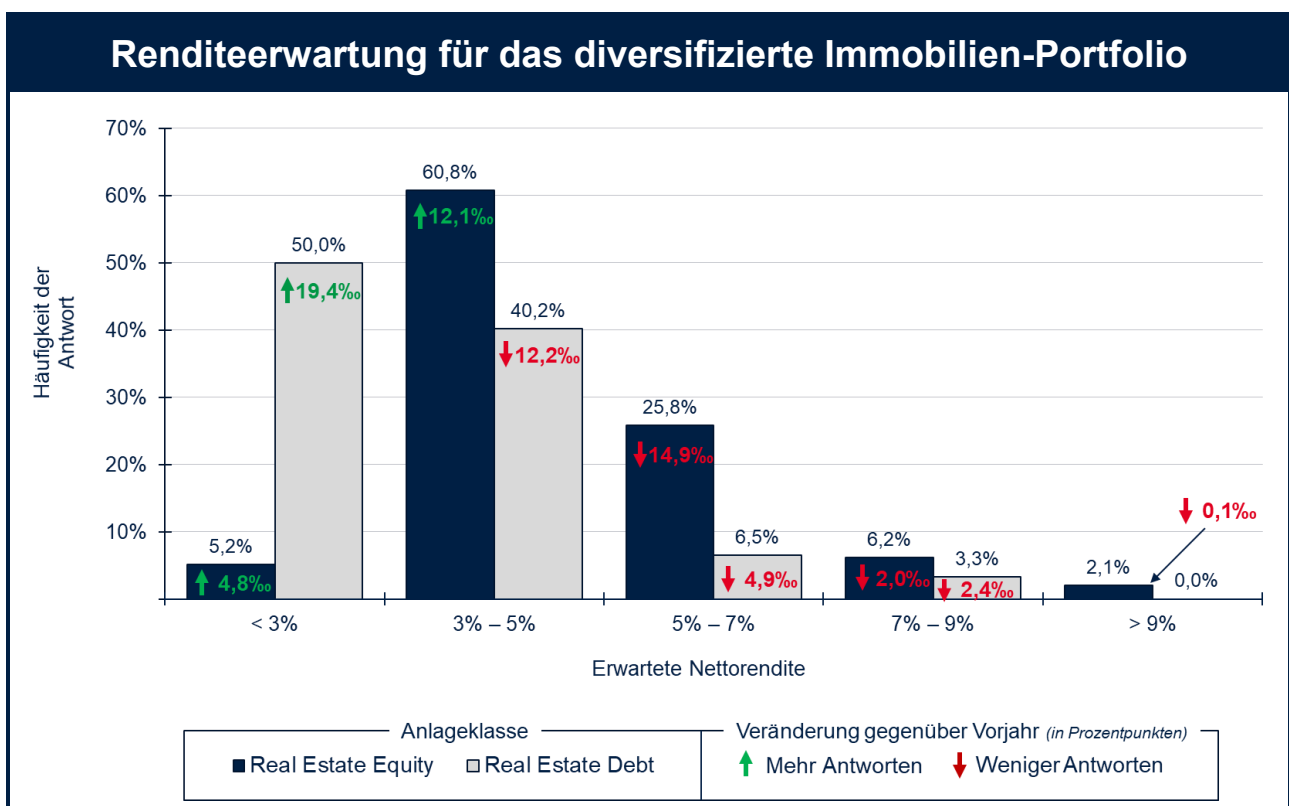


Abbildung 9: Erwartete Nettorendite der Private-Real-Estate-Investoren.

Dennoch halten die Investoren, trotz dieser Korrektur der Renditeerwartungen, weiterhin an ihren Real Estate Investments fest. Die überwiegende Mehrheit der Investoren plant, wie bereits zuvor aufgezeigt, ihre Allokation in Real Estate zu erhöhen. Die Umfrageergebnisse unterstreichen das Vertrauen der Investoren in die Krisenresilienz von Immobilien.

Investoren sehen COVID-19 nur kurzfristig als größere Herausforderung an. Auf längere Sicht wird die Pandemie hingegen kaum als Bedrohung wahrgenommen. Andere Faktoren sind dagegen präsenter, die sich mittelfristig zu größeren Herausforderungen entwickeln können (s. Abbildung 10).

<sup>1</sup> Vgl. BAI (2019).

Sowohl in der kurzen als auch in der mittleren Frist zählen das Erreichen der Zielrendite und die hohe Menge an Dry Powder zu den herausforderndsten Aufgaben. Seit Jahren jagt in vielen Assetklassen ein Dry-Powder-Rekordwert den nächsten. Auch im Real-Estate-Markt haben die Investoren mehr liquide Mittel zur Verfügung als Investment-Opportunitäten bestehen. Das hat zur Folge, dass sich der Wettbewerb zwischen den Investoren verschärft, Einstiegspreise anziehen und Renditeerwartungen nach unten korrigiert werden müssen.

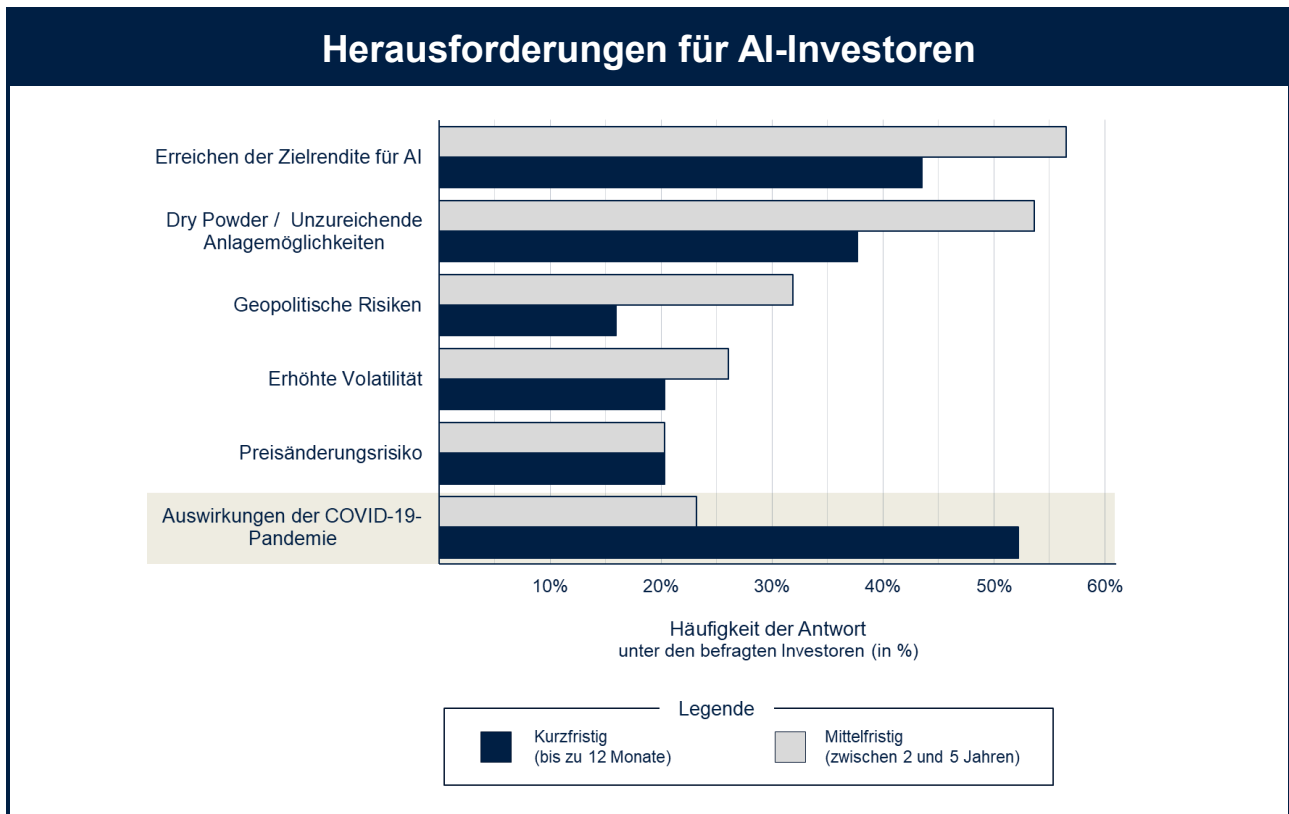


Abbildung 10: Anstehende Herausforderungen für Alternative Investments.

Abbildung 11 zeigt die durch die COVID-19-Pandemie bedingten und von den Investoren meist genannten Probleme auf. Immobilien-Investoren sind – je nach Immobiliensegment / Nutzungsart mehr oder weniger stark – von den Auswirkungen der Corona-Krise betroffen. Mehr als zwei Drittel aller Investoren gaben an, durch COVID-19 ausgelöste Renditeeinbußen in ihren Portfolios zu vernehmen. Dieses Ergebnis steht auch im Einklang mit der erwähnten Korrektur der Netto-Renditeerwartungen. Je nach Nutzungsart kam es zwischenzeitlich zu Bewertungsproblemen und (ungewollten) Verlängerungen der Investitionszeiträume. Neumandatierungen wurden insbesondere zu Beginn der Pandemie zurückgestellt.



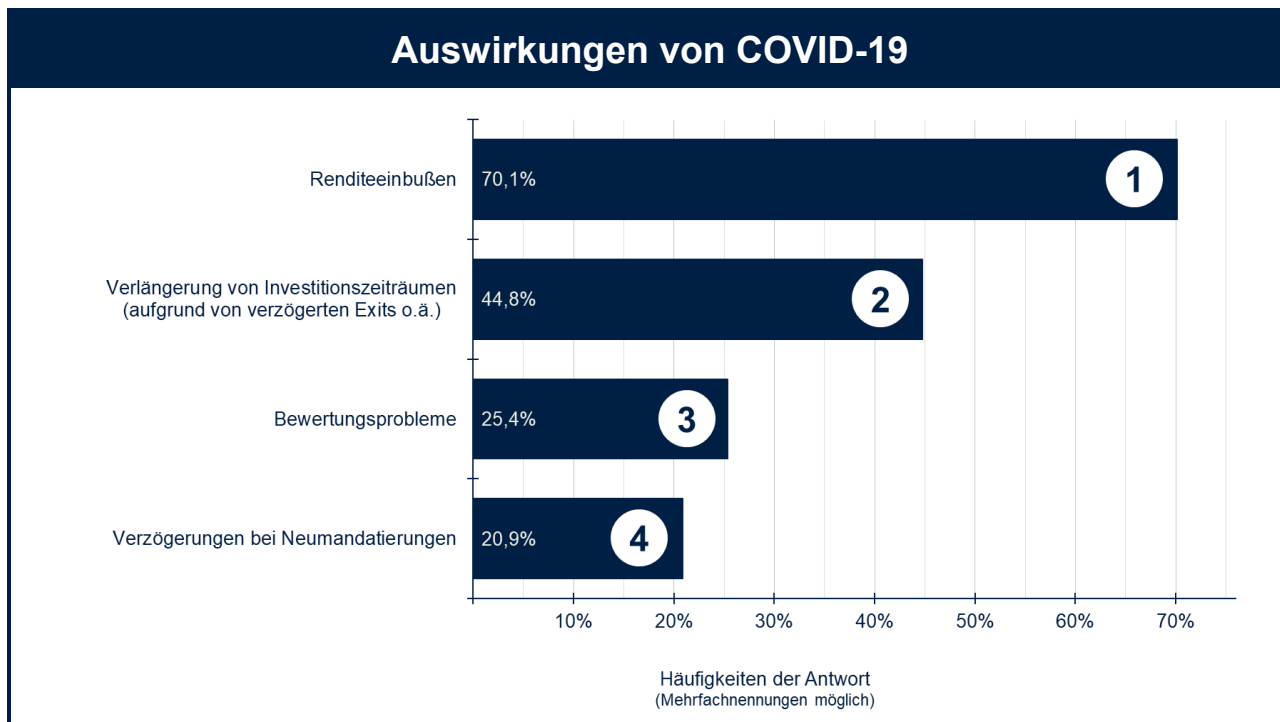


Abbildung 11: Auswirkungen der COVID-19-Pandemie auf Investoren-Portfolios.<sup>2</sup>

Trotz der zuvor genannten Investitionshindernisse erfahren Alternative Investments in den letzten Jahren bemerkenswerte Nachfrageanstiege. Im Investor Survey 2020 wurden die Teilnehmer nach den Hauptgründen ihrer Investitionen in Alternatives befragt. Abbildung 12 listet die von den Immobilien-Investoren meist genannten Gründe auf.

Sehr deutlich geben fast alle Befragten die Portfoliodiversifikation und das gute Rendite-Risiko-Verhältnis (89,6 % bzw. 82,1 %) als Hauptgründe für Investitionen in Alternative Investments an. Knapp drei Viertel (73,1 %) der Befragten nannten das Niedrigzinsumfeld als ein Hauptmotiv auf der Suche nach alternativen Renditequellen. Etwas mehr als die Hälfte (53,7 %) sehen in Private Debt Investments eine Investitionsalternative zu klassischen (Kupon-)Anleihen. Ebenso wichtig sind die stabilen und regelmäßigen Erträge vieler alternativer Assetklassen (46,3 %).

Die letzten drei genannten Aspekte zeigen sich insbesondere in wesentlichen Merkmalen von Immobilien als Alternative zu traditionellen Investments, insbesondere Staats- und Unternehmensanleihen: Immobilien und Anleihen bieten regelmäßige und – vom Risiko abhängig – stabile Erträge über Miet- bzw. Kuponzahlungen (während der Anlagezeit) sowie eine Kapitalrückzahlung am Laufzeitende der Investition. Hier haben Immobilien jedoch den Vorteil, (durch potentielle Wertsteigerungen der Immobilie sowie einer indirekten Inflationsabsicherung) eine bessere Performance als Anleihen zu ermöglichen. Da sich Anleiherenditen maßgeblich an dem aktuellen Marktzins orientieren, bieten Immobilien, besonders im derzeitigen Niedrigzinsumfeld, ein deutlich höheres Renditepotential. Ein weiterer Vorteil von Immobilien ist ihre geringe Korrelation zu

<sup>2</sup> Antworten aller Real-Estate-Investoren des BAI Investor Survey.

traditionellen Anlageklassen, sodass durch Beimischung von Immobilien-Investitionen Diversifikationspotenziale im Gesamtportfolio erschlossen werden können.

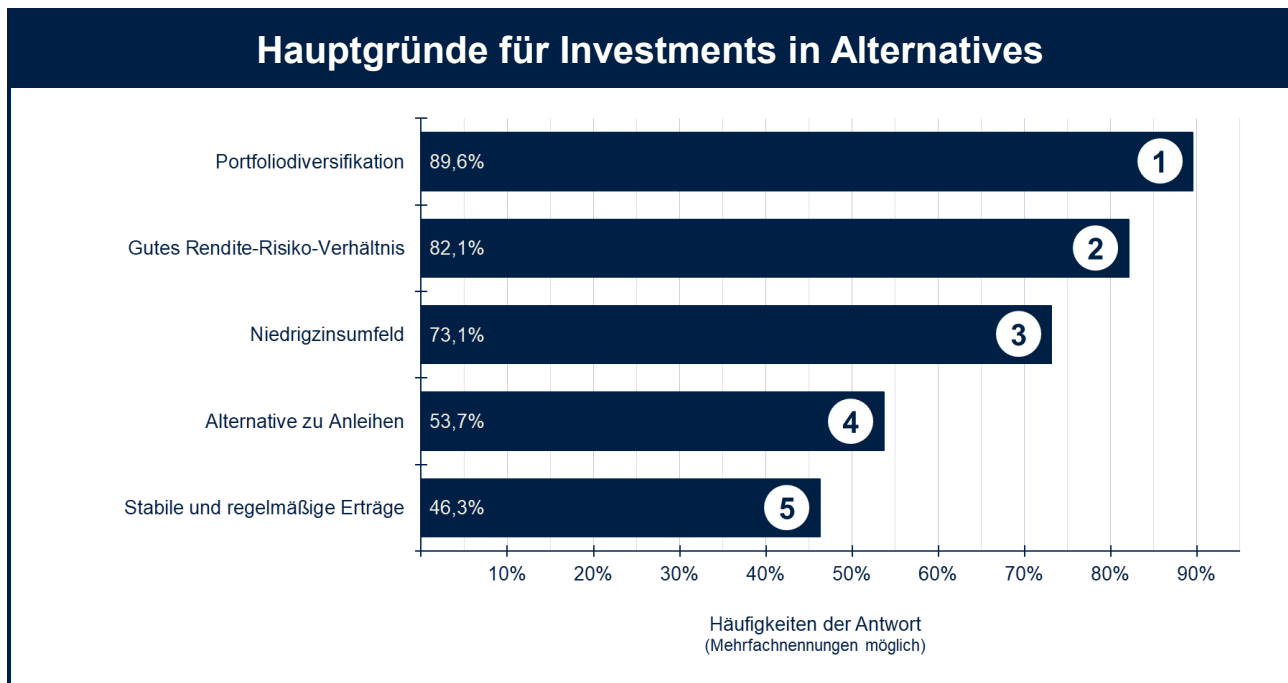


Abbildung 12: Investitionsmotive der Real-Estate-Investoren.

### 2.3 Real Estate Investments: Zugangswege & Fees

Im BAI Investor Survey wurden die Investoren ferner nach den von ihnen genutzten Zugangswegen zu Immobilien-Investments – abseits von Direktinvestments – befragt. Abbildung 13 stellt die Zugangswege nach ihrer Verbreitung unter den Real-Estate-Investoren dar. Im Mittel nutzen Investoren der Anlageklasse Real Estate Equity 1,5 verschiedene Zugangswege für indirekte Immobilien-Investitionen, während bei Real Estate Debt in der Regel nur ein Zugangsweg gewählt wird.

Einzelfondsinvestments sind nach wie vor der gängigste Zugangsweg in allen alternativen Anlageklassen. Auch für Real Estate Investments greifen weit mehr als die Hälfte aller Investoren auf Einzelfonds-Manager zurück. Alternative Zugangswege erfreuen sich jedoch immer größerer Beliebtheit. Zu nennen sind hier insbesondere Co-Investments und Managed Accounts. Auch Dachfonds sowie Secondaries werden insbesondere für Equity Investments genutzt (17,2 % bzw. 10,9 %). Aus Abbildung 13 wird zudem deutlich, dass Fremdkapitalinvestoren bei ihren Erstinvestitionen von vornherein stärker auf alternative Zugangswege wie Co-Investments und Managed Accounts setzen.

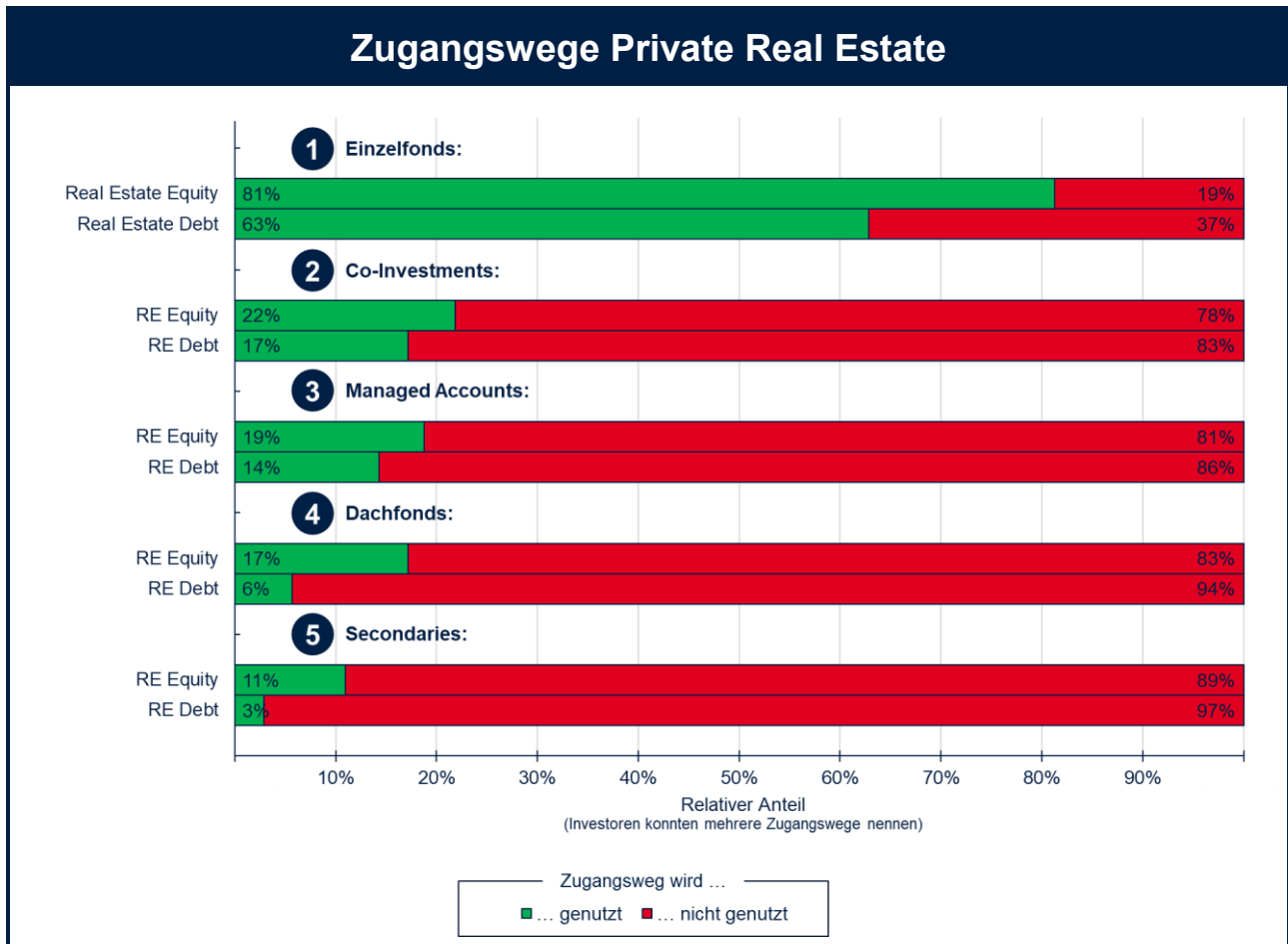


Abbildung 13: Zugangswege zu Private Real Estate Investments.

Einen weiteren, zentralen Aspekt für Investoren stellen die Gebührenstrukturen der von ihnen mandatierten Asset Manager dar. Nach Aussagen der Real-Estate-Investoren sind diese Gebühren innerhalb der letzten zwei Jahre überwiegend konstant geblieben (vgl. Abbildung 14). Mehr als zwei Drittel der Real-Estate-Investoren stellen keine Veränderung bei Performance und Management Fee fest (69,8 % bei Equity; 71,4 % bei Debt). Sofern es doch zu Veränderungen kam, dann waren diese für die betroffenen Investoren mehrheitlich vorteilhaft. Jeder sechste (Equity) bzw. siebte (Debt) Investor gab an, dass die Management Fee gesunken sind.

Ein ähnliches Bild zeigt sich auch bei den Performance Fee. Drei Viertel der institutionellen Investoren gaben an, dass diese Gebühren über den Zeitraum der letzten zwei Jahre unverändert geblieben sind. Kam es zu einer Senkung der Management Fee, ging dies bei Real Estate Equity Investments in fast einem Drittel der Fälle (28,6 %) mit einer Erhöhung der Performance Fee einher. Weitaus öfter konnte dies bei Real Estate Debt beobachtet werden. Jeder zweite Investor gab an, dass es dann zu einer Erhöhung der Performance Fee kam.

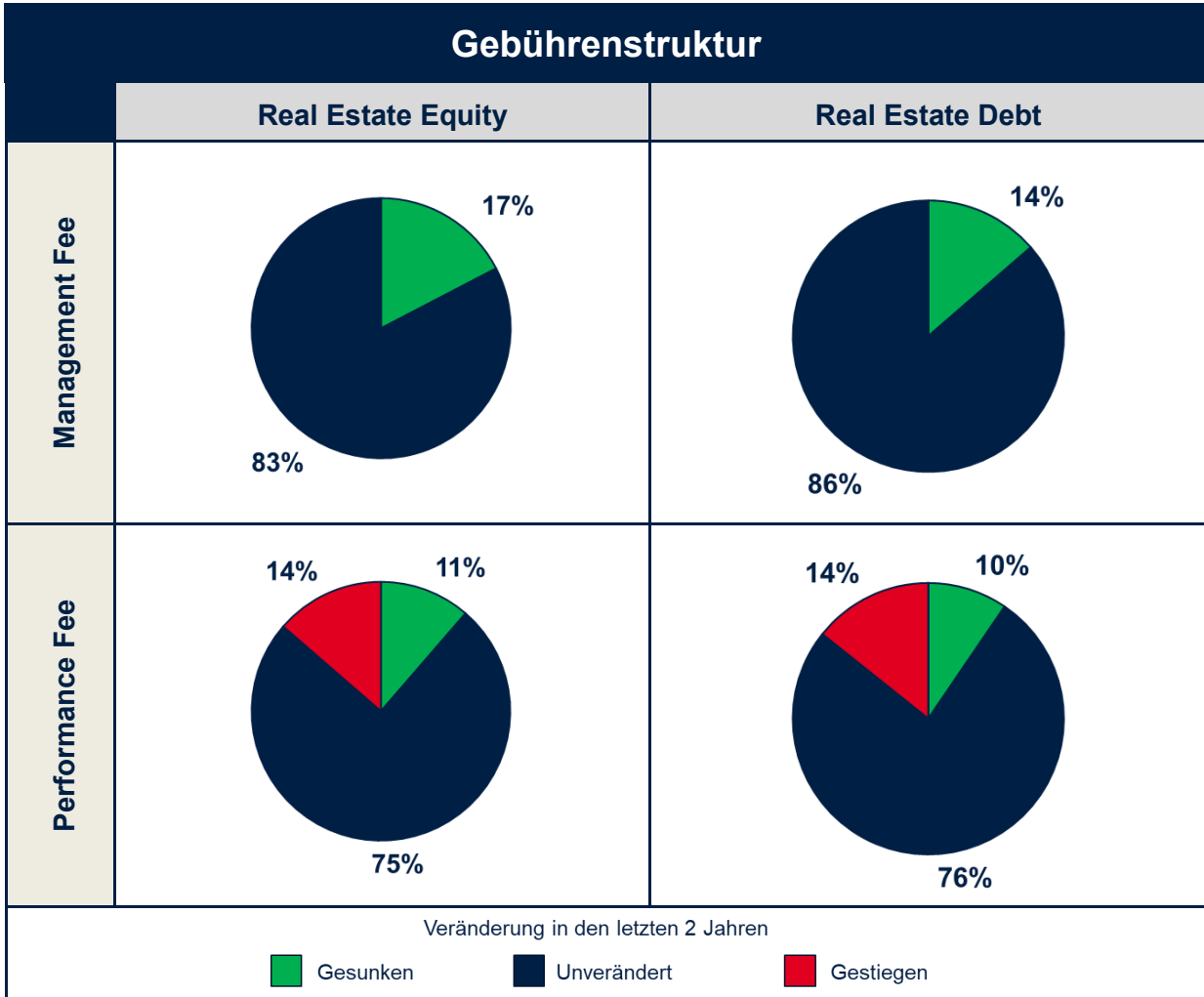


Abbildung 14: Entwicklung der Gebühren für Investoren.



### 3 Einordnung der Umfrageergebnisse in den Kontext des aktuellen Marktumfeldes

Die Aussagen der institutionellen Investoren im BAI Investor Survey wiederholen mit Nachdruck: Im Niedrigzinsumfeld der vergangenen und auch zukünftigen Jahre war und ist das Erreichen der Renditeziele mit festverzinslichen, liquiden Kapitalmarktanlagen zuzüglich einer geringen Aktienquote nahezu unmöglich.

Zum einen haben Treasury-Renditen neue Tiefststände erreicht. Die Renditen lang- und kurzlaufender Bundesanleihen notieren deutlich negativ. Zum anderen sind an den liquiden Märkten nach den Preiserholungen vom COVID-Crash im Frühjahr 2020 auch bei den Investment Grade Corporate Bonds die Spreads gegenüber Treasuries (ca. 100bp) auf Tiefpunkten angekommen. Wenn die erwarteten Renditen für Anleihen sowie für hochbewertete Aktienmärkte niedrig sind, sind sie für Barvermögen umso geringer: Selbst unter konservativer Annahme einer langfristigen stabilen Inflationsrate nahe Inflationsziel i. H. v. 2 % ergibt sich mit Bundesanleihen mittel- bis langfristig eine signifikant negative reale Barrendite, die sich auch nicht mehr mit IG Corporate Bonds ausgleichen lässt. Zudem ist die Pandemie längst nicht überwunden und die Geldpolitik noch einmal expansiver geworden. Institutionelle Investoren, allen voran Versicherungen und bAV-Investoren, müssen zwangsläufig die Suche nach Alternativen zum liquiden Markt intensivieren.

Mitunter deshalb entwickelten sich Alternative Investments mit stabilen, stetigen Renditen in den vergangenen Jahren zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Kapitalanlage. Beinahe neun von zehn im BAI Investor Survey 2020 befragte deutsche institutionelle Investoren haben bereits Kapital in Immobilieninvestments allokiert. Dabei sind für zahlreiche institutionelle Investoren Immobilieninvestments als Alternative zu Anleihen häufig der erste Schritt in der Reallokation traditioneller Investments, um mit alternativen Kapitalanlagen und Strategien über langfristige Investitionen Stabilität und Inflationsschutz in das Portfolio zu integrieren.

Zeitgleich zum BAI Survey befragte Preqin gegen Ende des Jahres 2020 weltweit fast 500 institutionelle Investoren aus dem Alternative Investment-Universum. Insgesamt ist der Anteil jener Investoren, die im Jahr 2021 und darüber hinaus planen, mehr Kapital in alternative Anlageklassen zu investieren, beträchtlich und hat sich im Vergleich zum Vorjahr erhöht. Kongruent zu den Angaben der deutschen Investoren im BAI Survey, streben auch internationale Investoren eine Erhöhung der Allokationsquote ihrer Real Estate Investments an (vgl. Abbildung 15). Der Anteil von Immobilieninvestitionen im Portfolio des durchschnittlichen deutschen institutionellen Investors liegt derzeit bei 10,5 %. Nach Aussagen der befragten Investoren wird die Portfolioallokation in den nächsten drei bis fünf Jahren um ca. 5 % wachsen und damit auf durchschnittlich 11 % ansteigen. Davon entfallen ca. 9,6 % auf Equity und 1,4 % auf Debt Investments. Die durchschnittliche Zielallokationsrate der deutschen institutionellen Investoren in Höhe von 11 % ist konvergent zur Zielallokation ihrer internationalen Vergleichsgruppe (10,7 %, vgl. Abbildung 15).

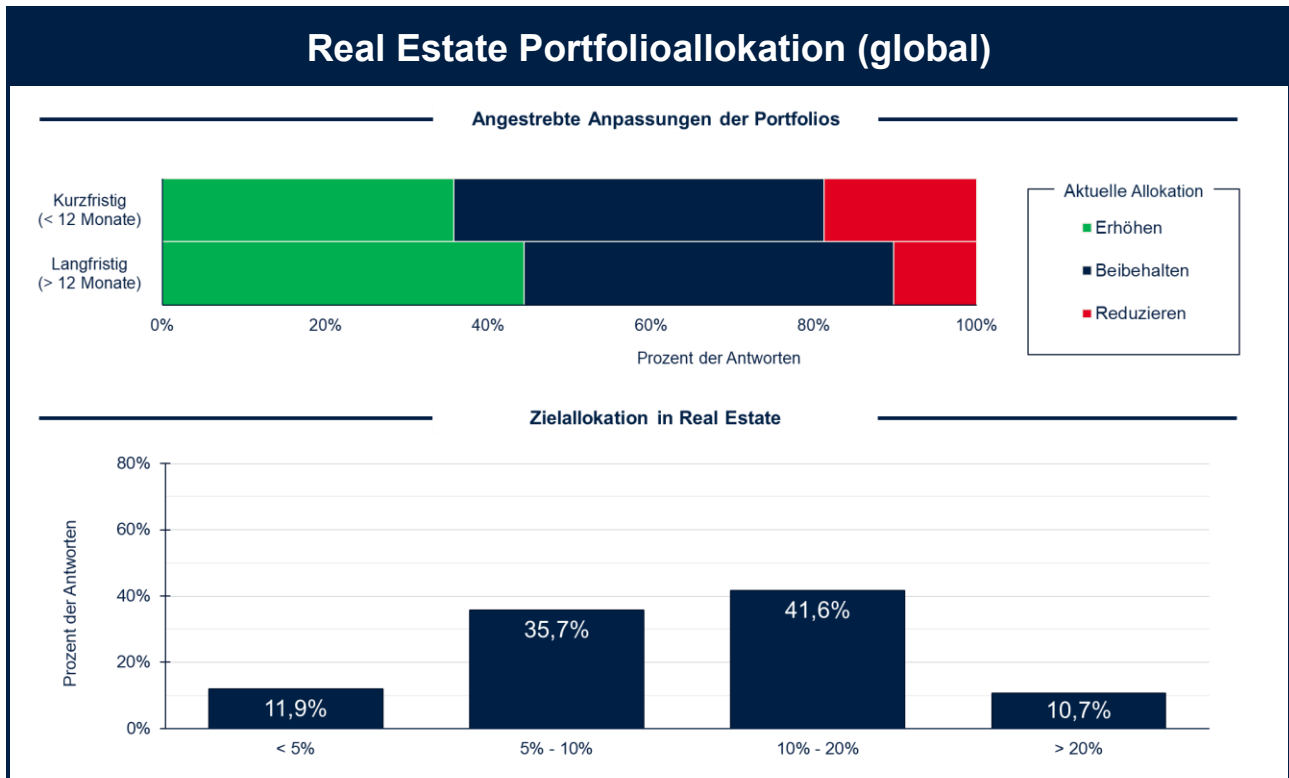


Abbildung 15: Angestrebte Allokation von Real Estate im Portfolio institutioneller Investoren (global).<sup>3</sup>

Ein weiterer Survey, durchgeführt von Cornell University's Baker Program in Real Estate und Hodes Weill & Associates unter 212 institutionellen Investoren in 29 Ländern, bestätigt die Ergebnisse des BAI Investor Surveys: Die durchschnittliche Zielallokationsrate für Immobilieninvestments steigt laut Institutional Real Estate Allocations Monitor im Jahr 2020 weltweit weiter moderat auf 10,6 % an. Trotz der COVID-bedingten Marktunsicherheit bleiben institutionelle Investoren der Anlageklasse verbunden und beabsichtigen in den nächsten 12 bis 24 Monaten aktiv in neue Opportunitäten zu investieren.<sup>4</sup>

Wie Abbildung 16 zeigt, divergieren die Meinungen der Investoren zur aktuellen Immobilien-Marktphase allerdings erheblich. Während 24 % der internationalen Investoren der Ansicht sind, dass sich der Immobilienmarkt am Anfang einer Erholungsphase befindet, glauben 18 %, dass wir uns bereits am Anfang eines Abschwungs befinden. Gleiche Anteile (9 %) erwarten, dass sich der Markt der Talsohle nähert oder sich auf einem Höhepunkt befindet. Diese insgesamt divergierenden Ansichten könnten zu erhöhten Transaktionsaktivitäten führen, wenn Investoren, die der Meinung sind, dass die Bewertungen von Immobilien ihren Höhepunkt erreicht haben an diejenigen verkaufen, die glauben, dass eine Erholung einsetzt.

<sup>3</sup> In Anlehnung an Preqin (2021b).

<sup>4</sup> Vgl. Cornell University's Baker Program in Real Estate und Hodes Weill & Associates (2020), S. 1f.

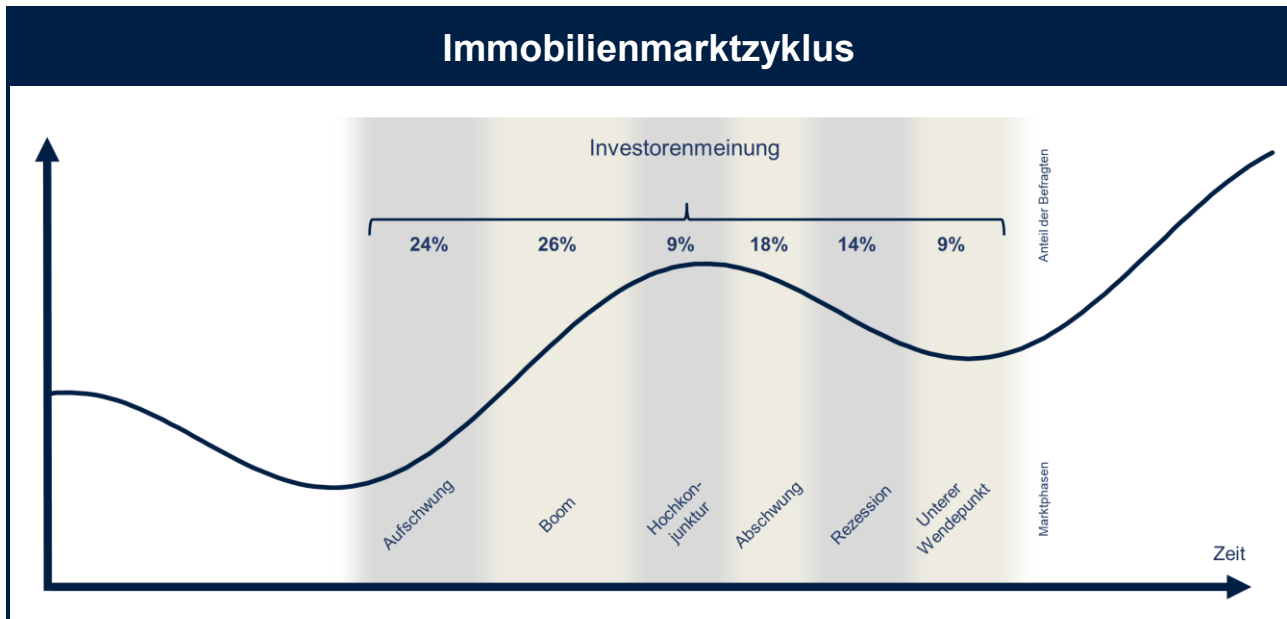


Abbildung 16: Beurteilung der Immobilien-Marktphasen im November 2020.<sup>5</sup>

Die Größe des professionell verwalteten globalen Immobilien-Investmentmarktes stieg seit der Finanzkrise stetig an und erreichte Ende 2019 schätzungsweise 9,6 Billionen US-Dollar (2018: 8,9 Billionen US-Dollar). Zum professionell verwalteten Immobilienvermögen zählen direkte und indirekte Investitionen in entwickelte und nicht entwickelte Immobilien von institutionellen Investoren (Versicherungen, Pensionsfonds, Stiftungen etc.), Staatsfonds sowie geschlossenen und offenen börsen- und nicht börsennotierten Fonds. Kleinere private Eigentümer und Vermieter sind ebenso wie Infrastrukturinvestitionen (z. B. Flughäfen, Häfen und Mautstraßen), Forst- und Ackerland nicht in der Immobilien-Statistik inkludiert. Deutschland ist der weltweit fünftgrößte Markt (ca. 580 Milliarden US-Dollar), hinter den Vereinigten Staaten, Japan, Großbritannien und China.<sup>6</sup>

Der Großteil der Immobilieninvestments institutioneller Investoren entfällt auf den direkten Immobilienerwerb. Aufgrund des privaten Charakters weiter Teile des Immobilienmarktes sind granulare als auch aggregierte Marktdaten sowohl für direkte als auch indirekte Investments nicht lückenlos verfügbar. Die ESMA veröffentlicht aggregierte Daten zu den Exposure von AIFs an den Gewerbeimmobilien-Märkten (CRE) und schließt damit einen Teil der Datenlücke in der EU. Ende 2019 verfolgten 2.407 AIFs eine CRE-Strategie, davon 1.943 AIFs mit einem NAV in Höhe von 504 Mrd. EUR, die von zugelassenen EU-AIFMs vertrieben und / oder verwaltet wurden. Der Gesamtwert der physisch gehaltenen CRE-Investitionen dieser 1.943 AIFs belief sich Ende 2019 auf 369 Mrd. EUR.<sup>7</sup>

<sup>5</sup> In Anlehnung an Preqin (2021b).

<sup>6</sup> Vgl. MSCI (2020b), S. 5.

<sup>7</sup> Vgl. ESMA (2021), S. 1.

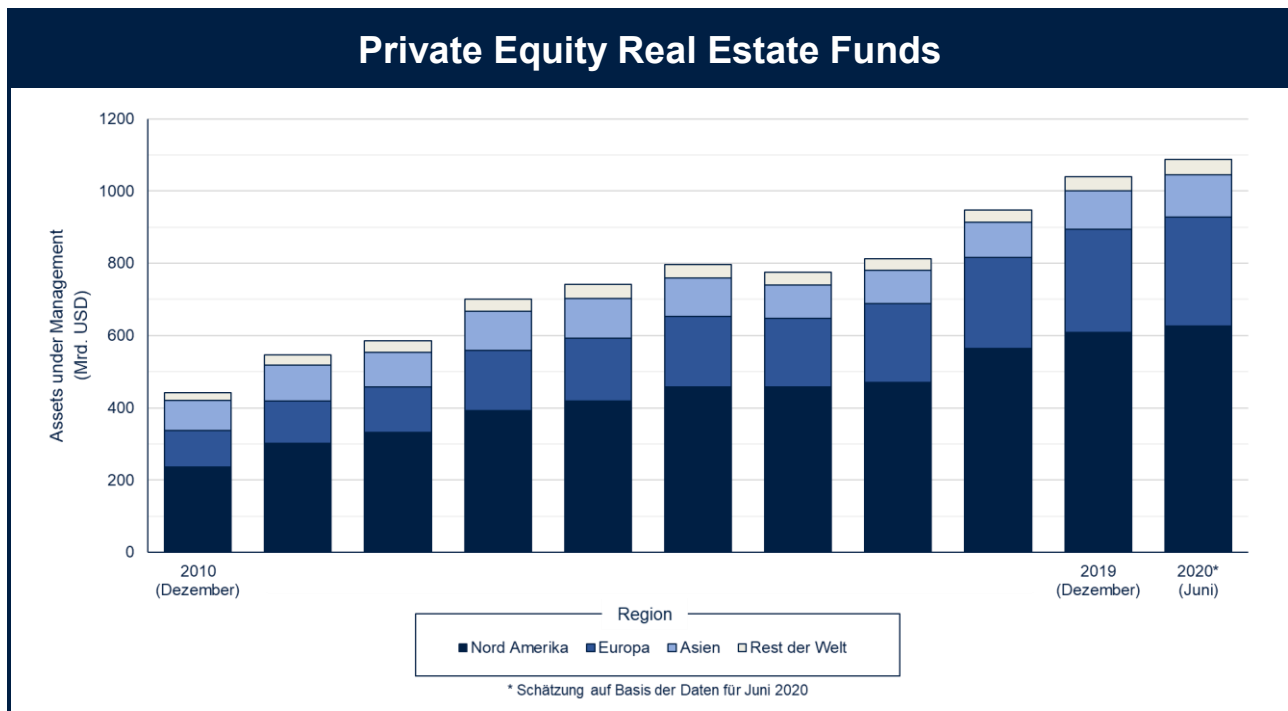


Abbildung 17: Assets under Management in Private Real Estate nach Region.<sup>8</sup>

Preqin schätzt das verwaltete Vermögen in nicht öffentlich gelisteten Private Equity Real Estate (PERE) Funds auf knapp 1,1 Billionen US-Dollar. Die höchsten Wachstumsraten verzeichnen Debt-Strategien. Das spiegeln sowohl die Auswertungen des BAI Investor Survey 2020 als auch der aktuelle Preqin Global Real Estate Report 2021 wider. Die hohen Dry Powder Reserven, die auch von den deutschen institutionellen Investoren im BAI Investor Survey als zentrale Herausforderung herausgestellt wurden, überschritten laut Preqin bereits im Jahr 2020 die 400 Milliarden US-Dollar Grenze.<sup>9</sup>

Das globale Transaktionsvolumen, das seit 2010 kontinuierlich gestiegen ist, verzeichnet im Corona-Jahr 2020 einen erheblichen Rückgang. Gründe dafür lassen sich zahlreich auflisten: das unsichere wirtschaftliche Umfeld, pessimistische Erwartungen an die zukünftige Wertentwicklung von Immobilien, ein Mangel an verfügbaren Finanzierungen und häufig die fehlende Möglichkeit, eine Due-Diligence-Prüfung vor Ort durchzuführen. Dementsprechend geht die COVID-19-Pandemie auch an den globalen PERE Fundraising-Aktivitäten nicht spurlos vorüber. Sowohl die Anzahl an final geschlossenen Fonds als auch das aggregierte eingesammelte Kapital ging im zweiten Jahr in Folge zurück (vgl. Abbildung 18). Ein derart starker Einbruch konnte zuletzt während der Finanzkrise beobachtet werden.

<sup>8</sup> In Anlehnung an Preqin (2021a).

<sup>9</sup> Vgl. Preqin (2021a), S. 18.



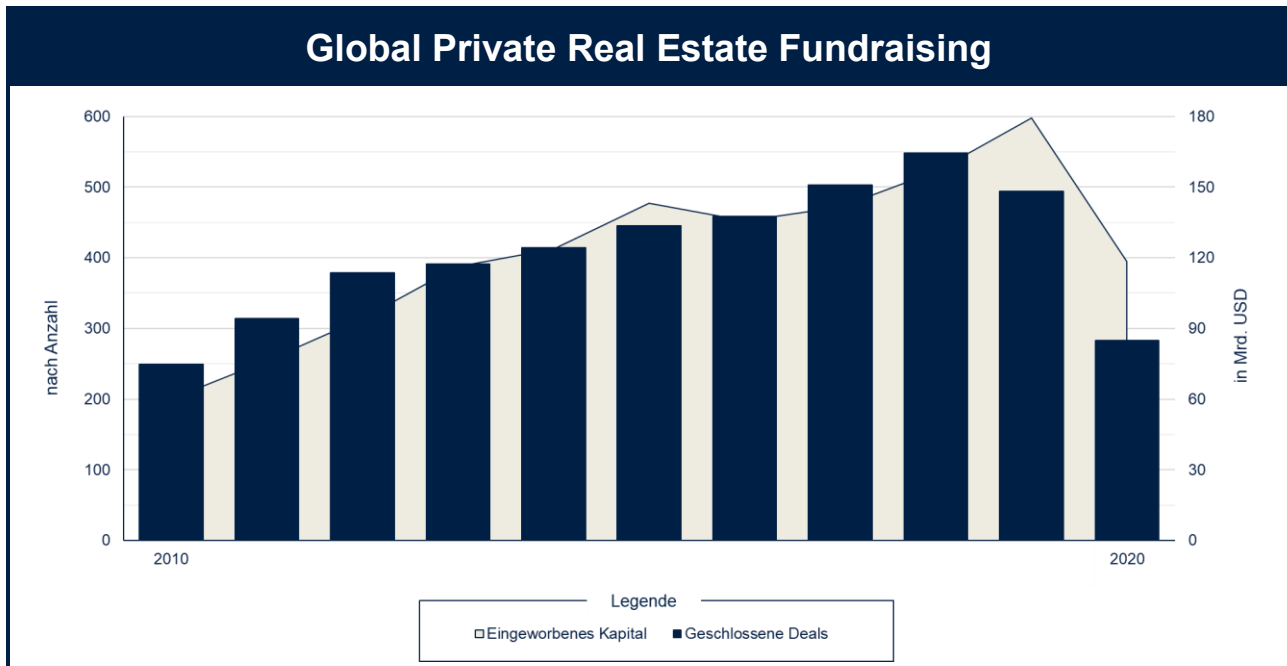


Abbildung 18: Entwicklung Global Fundraising Private Real Estate<sup>10</sup>.

Engel & Völkers Investment Consulting schätzt das Transaktionsvolumen für den deutschen Immobilienmarkt im Jahr 2020 auf 77 Mrd. €, das damit recht deutlich unter dem Niveau des Vorjahres (91 Mrd. €) liegt. Die Auswirkungen der Corona-Krise zeichnen sich vor allem bei Transaktionen von Gewerbeimmobilien ab. Gewerbeinvestments (51 Mrd. €) sanken um 26 % im Vergleich zum Vorjahr. Hingegen stieg das Transaktionsvolumen bei Wohninvestments im Vergleich zum Vorjahr um 18 % auf 26 Mrd. €.<sup>11</sup>

Trotz der COVID-19-Krise äußerten sich Investoren grundsätzlich positiv über zukünftige Investments am deutschen Immobilienmarkt. Ein signifikanter Nachfragerückgang ist nicht zu erwarten. Im Gegenteil wollen deutsche institutionelle Investoren ihre Immobilien-Portfolioallokation ausbauen, wie der BAI Investor Survey deutlich macht. Das schlägt sich u. a. in weiteren Rückgängen der erwarteten Renditen nieder. Eine Umfrage von Universal Investment unter Immobilien-Investoren zeigt, dass sich der Großteil (85,7 %) der befragten Investoren mit dem Preisniveau am deutschen und europäischen Immobilienmarkt arrangiert hat. Immobilienpreise werden zwar derzeit grundsätzlich als hoch, aber noch akzeptabel eingestuft.<sup>12</sup>

Insbesondere die Bereitschaft der Investoren in deutsche Zweitmarkt- und Regionalstandorte zu investieren steigt. Dementsprechend sind Standorte außerhalb der deutschen Top 7<sup>13</sup> für viele Investoren mittlerweile erste Wahl. Zu den favorisierten Regionalstandorten zählt u. a. Bonn. Die hohe Nachfrage nach Investment-Opportunitäten spiegelt sich in den Kapitalerträgen bereits

<sup>10</sup> In Anlehnung an Preqin (2021a).

<sup>11</sup> Vgl. Engel & Völkers Investment Consulting (2021), S. 6.

<sup>12</sup> Vgl. Universal Investment (2020).

<sup>13</sup> Berlin, München, Hamburg, Frankfurt am Main, Düsseldorf, Stuttgart, Köln.

deutlich wider. Bonn weist sehr niedrige Büro (und Einzelhandel) Immobilien-Renditen für Core-Objekte in Höhe von 3,8 % (3,6 %) auf – exemplarisch für diverse deutsche B-Standorte. Auch die durchschnittlichen Renditen für Core-Plus 4,6 % (4,4 %) und für Value-Add-Objekte 5,9 % (5,4 %) sind in den letzten Jahren gesunken.<sup>14</sup>

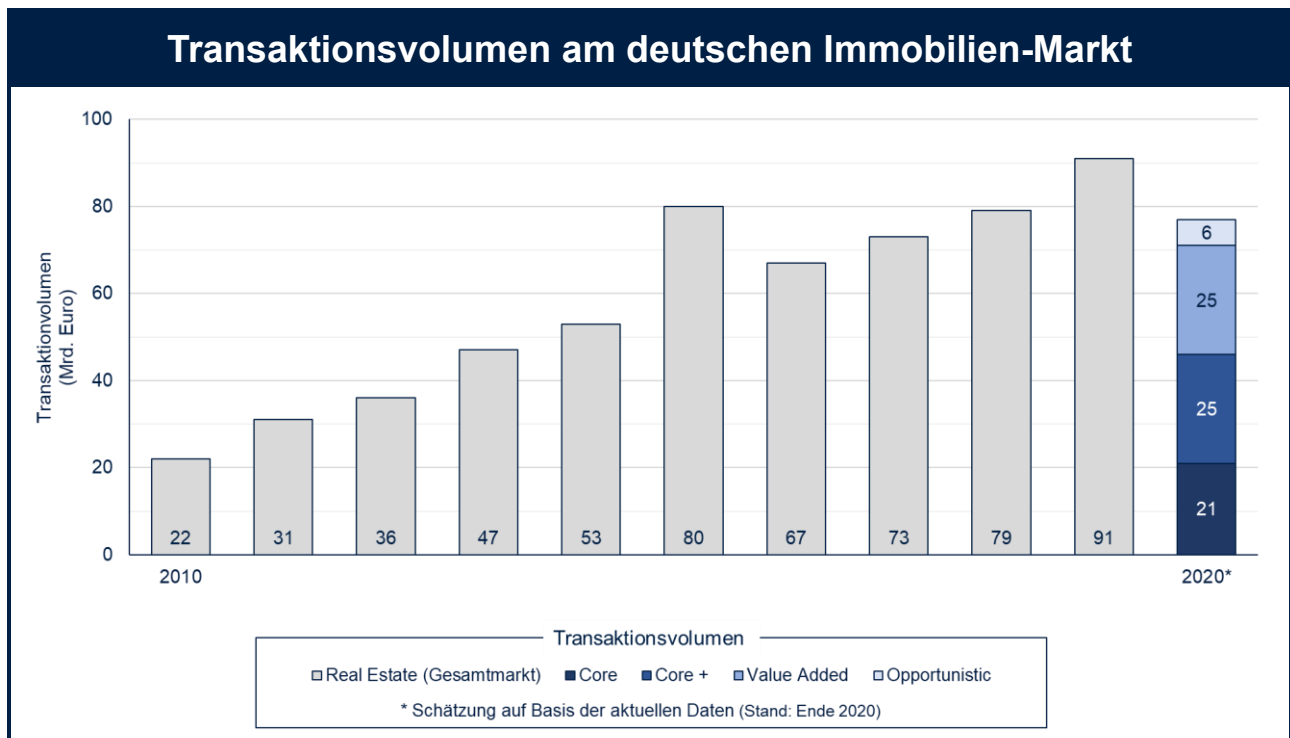


Abbildung 19: Entwicklung des Transaktionsvolumens.<sup>15</sup>

Als derzeit besonders attraktive Investmentziele gelten Sekundärstandorte mit mehr als 100.000 Einwohnern als auch das Umland von Metropolen. Jeder zweite deutsche Investor plant für 2021 dort zu investieren, während andererseits jeder vierte Investor seine Auslandsinvestments verringern möchte.<sup>16</sup>

<sup>14</sup> Vgl. PwC (2020).

<sup>15</sup> In Anlehnung an Engel & Völkers Investment Consulting (2021).

<sup>16</sup> Vgl. Engel & Völkers Investment Consulting (2021), S. 26.

## 4 Wichtige Trends und Merkmale der Private-Real-Estate-Märkte

### 4.1 Zugangswege: Direkte vs. indirekte Investitionen & Private vs. Public Markets

Investoren können entweder direkt in Immobilien oder indirekt in eine Gesellschaft, die Immobilien hält, investieren. Das indirekt in Immobilien investierte Vermögen kann weiter in öffentlich gelistete und nicht öffentlich gelistete Vehikel subsumiert werden. Erstere umfassen lediglich rund zehn Prozent der gesamten Assets under Management. Es handelt sich im Wesentlichen um börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs).<sup>17</sup> Indirekte Investitionen in Immobilien über börsengelistete Manager sind im Kern ein Aktieninvestment mit Immobilienfokus und bieten Investoren ein entsprechend aktienähnliches Risikoprofil. Das kann besonders in Stressphasen in Form überdurchschnittlich hoher Volatilität zur Geltung kommen. Private Real Estate umfasst den nicht-börsengelisteten, direkten oder indirekten, physischen Erwerb sowie das Management von Immobilien in Form von Eigen- und / oder Fremdkapitalbeteiligungen.

Eine Immobilie, die sich im Besitz einer börsennotierten Immobiliengesellschaft befindet (z. B. REIT), sollte Renditen erzielen, die denen eines gleichwertigen Vermögenswertes, der sich in Privatbesitz befindet, nahekommen. In der Realität weichen die Ergebnisse jedoch häufig ab, insbesondere bei Betrachtung der kurzfristigen Performance. Ungehebelte Renditen einzelner Vermögenswerte (Immobilien) ergeben sich aus der Kapitalwertsteigerung der Immobilienobjekte und -projekte sowie den Nettoeinnahmen aus Miete und anderen Geschäftserlösen. Auf Vehikel-Ebene (Fonds-Ebene) fließen die Effekte von Fremdkapitalaufnahme, Barguthaben, anderen Investitionen und alle damit verbundenen Managementkosten und Gebühren in die Performance ein. Auf der Wertpapierebene basiert die Performance auf der Aktienkursentwicklung und der Dividende des Unternehmens (z. B. REITs), in dem die Immobilie oder das Vehikel gehalten wird.<sup>18</sup>

Die Erschließung alternativer Renditepotenziale und zugleich die Erhöhung der Diversifikation des Gesamtportfolios gehören auch bei Real Estate Investments zu den primären Motiven der institutionellen Investoren. Aus Sicht deutscher institutioneller Investoren lassen sich idiosynkratische Risiken minimieren und damit Diversifikationseffekte maximieren indem – neben in der Regel wohlbekannten heimischen Investitionsoportunitäten – das Potenzial ausländischer Real Estate Investments ausgeschöpft wird. Warum Investitionen in ausländische Real-Estate-Projekte – insbesondere mit Blick auf Emerging Markets Investments – jedoch meist diffiziler sind als Investments in traditionelle, liquide Assets, legt Abbildung 20 dar. Auch aus diesen in Abbildung 20 genannten Gründen, werden grenzüberschreitende Immobilieninvestments z. B. über börsennotierte und nicht-börsennotierte (ausländische) Immobiliengesellschaften getätigt und Direktinvestments somit umgangen.

<sup>17</sup> Vgl. Rock et al. (2019), S. 7.

<sup>18</sup> Vgl. MSCI (2020a), S. 2f.

| Unterschiede Immobilienmärkte  |   |
|--|---|
| Heimischer Immobilienmarkt   | Ausländischer Immobilienmarkt   |
| Grundsätzlich bessere Kenntnisse über den Markt sowie eine bessere Beurteilung der aktuellen Situation und des Umfelds möglich | Zusätzliche Diversifikationseffekte durch bsw. divergierende Konjunkturphasen |
| Entfall zusätzlicher makroökonomischer Einflüsse wie bsw. Währungsrisiken  | Deutlich höheres Angebot an potentiell geeigneten Zielinvestments             |
| Geringere Transaktionskosten bsw. durch den Entfall von Reisen oder externen Beratern  | Investition in aufstrebende Märkte möglich                                    |
| Einfacheres Reporting sowie transparentere Besteuerung   | Gezielte Auswahl von Rahmenbedingungen möglich                                |

Abbildung 20: Gegenüberstellung des heimischen sowie ausländischen Immobilienmarktes.

Wie bereits beschrieben, haben Investoren die Möglichkeit, entweder direkt in eine oder mehrere Immobilien oder indirekt in eine Gesellschaft in Besitz einer Immobilie (bzw. mit einem Immobilien-Portfolio) zu investieren. Zwischen diesen beiden Positionen bieten Anlagevehikel im sogenannten Private-Real-Estate-Bereich ausgewogene Investitionsmöglichkeiten. Eine Immobilienanlage ist für institutionelle Investoren in der Regel aber nur dann risikoadäquat und sinnvoll, wenn diese nach Standort, Nutzungsarten und Anzahl der Immobilien ausreichend diversifiziert ist. Direktanlagen in Immobilien sind daher für kleine und mittelgroße institutionelle Anleger meist ungeeignet.

Den Großteil der Immobilieninvestments institutioneller Investoren bilden immer noch direkt gehaltene Immobilien. Bei der unmittelbaren Direktinvestition wird das rechtliche und wirtschaftliche Eigentum am Immobilienobjekt erstanden, samt uneingeschränkter Kontrolle, Rechte und Pflichten. Die bei der Direktanlage nötige hohe Anfangsinvestitionssumme kann nicht von allen Investoren aufgebracht werden. Folglich ist der Aufbau eines diversifizierten direkt gehaltenen Immobilien-Portfolios eher größeren institutionellen Investoren vorbehalten. Etwaige Risiken, wie z. B. eine lange Kapitalbindung, hohe Transaktions- und Verwaltungskosten sowie Klumpenrisiken, können durch Investitionen in eventuell geeignetere Anlagevehikel herabgesetzt bzw. umgangen werden. Gute Gründe, weshalb indirekte Immobilieninvestments einen kontinuierlichen Zuwachs erfahren und insbesondere für kleinere institutionelle Investoren ohne eigene Immobilienfachexpertise eine attraktive Möglichkeit zum Einstieg in diese Assetklasse bieten.

Große, kapitalstarke Investoren können sich über Joint Ventures oder Club Deals zusammenschließen und in einer gemeinschaftlichen Unternehmung in Immobilien investieren.

Durch die höhere Investorenanzahl verfügen Clubs aber auch Joint Ventures in der Regel über eine höhere Objektanzahl, sodass u. a. Diversifikations- und Kostenvorteile entstehen.

Während offene / geschlossene Publikums-AIF eher auf Privatanleger abzielen, sind es vor allem die offenen und geschlossenen Spezial-AIFs, die das Marktgeschehen bei institutionellen Investoren beherrschen. Bei offenen Spezial-AIFs machen Investoren ihre Kapitalzusage auf Basis festgelegter Anlagebedingungen und Fondskriterien (Standort, Nutzungsart, Strategie etc.). Gelder werden in der Regel abgerufen, sobald Transaktionen feststehen, die zuvor gegebenenfalls noch durch den Anlageausschuss bestätigt werden. Auf diese Weise wird Schritt für Schritt ein Portfolio an Immobilien aufgebaut, denn eine Risikomischung über mehrere Objekte ist bei offenen Spezial-AIFs gesetzlich vorgeschrieben. Der offene Charakter der Fonds erlaubt es Anlegern ihr investiertes Kapital, unter Einhaltung vertraglich festgelegter Fristen, vorzeitig abzuziehen.

Auch bei geschlossenen Spezial-AIF trägt i. d. R. ein Anlageausschuss, in dem Investoren in Investitionsentscheidungen eingebunden werden, zu einer transparenten Anlagestrategie bei. Anders als beim offenen Spezial-AIF ist beim geschlossenen Spezial-AIF vom Gesetzgeber keine Risikodiversifizierung vorgegeben. Auch gibt es – anders als bei einem Publikums-AIF – keine Vorgabe zu Einsatz und Höhe von Fremdkapital (die BaFin behält sich lediglich eine Beschränkung im Einzelfall vor). Zudem sind Investorenkreis und Vermögensgegenstände bei geschlossenen Spezial-AIF festgelegt.<sup>19</sup>

Mitunter wichtigster Unterschied zwischen offenen und geschlossenen Spezial-AIFs ist, dass bei geschlossenen Vehikeln das Immobilien-Portfolio häufig bereits vor Investitionsentscheidung des Investors feststeht. Das erlaubt dem Investor eine detaillierte Due-Diligence-Prüfung vorzunehmen. Der BAI bietet Investoren dafür [Due-Diligence-Fragebögen](#) an. Exit-Kriterien sind im Vorfeld klar festgelegt. Investoren können ihr Kapital nicht vorzeitig abziehen.

Alles in allem können Investoren im Vergleich zu direkten Immobilieninvestments über fungible Investmentfondsanteile in diversifizierte Strategien investieren. Und das unabhängig davon, ob es sich um große Versicherungsgesellschaften oder um Stiftungen mit geringeren finanziellen Mitteln handelt. Hingegen ist eine regionale oder auch globale Diversifikation und damit Risikoreduzierung, wie sie mit indirekten Immobilieninvestments auf relativ einfache Weise erreicht werden kann, mit direkten Immobilieninvestments für kleinere Investoren nahezu unmöglich.

Die jüngste BAI Investorenumfrage zeigt, dass nicht gelistete Fonds das bevorzugte Anlagevehikel institutioneller Investoren sind. Dachfonds und separiert gemanagte Accounts sind ebenfalls stark nachgefragte Zugangswege für indirekte Immobilieninvestments, genauso wie Co-Investments, mit denen Investoren über sogenannte Sidecars oder spezielle Co-Investment-Fonds an Immobilienfonds oder auch am direkten Immobilienerwerb partizipieren können.

---

<sup>19</sup> Vgl. Schäfer et al. (2020), S. 91.



### Exkurs: Bewertung von Real Estate Investments

Die Bewertung von Anlagealternativen ist für Real Estate Investments ebenso wie für andere Assetklassen von zentraler Bedeutung und wesentlicher Bestandteil jeder Real-Estate-Analyse. Exemplarisch werden folgend zwei der gängigsten Bewertungsmethoden vereinfacht vorgestellt:<sup>20</sup> der Comparable Sales Approach und der Income Approach.<sup>21</sup>

**Der Comparable Sales Approach** bewertet Immobilieninvestments auf der Basis vergangener Transaktionen. Das heißt, das jeweilige Immobilienobjekt wird anhand bekannter Preise/Variablen vergleichbarer Substitute bewertet, die kürzlich transferiert wurden. Aufgrund der Heterogenität einzelner Immobilienprojekte müssen in der Regel Wertberichtigungen für preisbestimmende Merkmale wie die Quadratmeterzahl, das Verkaufsdatum, der Standort und die Ausstattung vorgenommen werden. Die Qualität der Bewertung hängt entscheidend von der Verfügbarkeit, Vergleichbarkeit und Güte der einzelnen Merkmale ab. Der Comparable Sales Approach stößt bei fehlender Regelmäßigkeit an Immobilientransaktionen in derselben Region bzw. Stadt an seine Grenzen (*stale appraisal effect*).

**Der Income Approach** bewertet Immobilien durch Projektion der erwarteten Einnahmen / Cashflows einschließlich eines Endwertes, unter Berücksichtigung eines dem Risiko und der Langlebigkeit der Investition angemessenen Diskontierungssatzes. Die Bewertung hängt somit von der Exaktheit der Cashflow-Projektionen sowie der Güte der Approximierung des Diskontsatzes (geforderte Rendite) ab. Vollständige Cashflow-Projektionen umfassen neben Einnahmequellen (insb. Mieteinnahmen) diverse fixe und variable Abschlagsposten wie Wertberichtigungen für unvorhergesehenen Leerstand (*vacancy loss rate*), Betriebskosten, Ausbesserungsmaßnahmen, und Provisionen an Dritte. Daraus ergibt sich ein vereinfachter erwarteter Cashflow  $\mathbb{E}(CF_t)$  für die Periode  $t$ :

$$\mathbb{E}(CF_t) = (\text{Erwartete Einnahmen} - \text{Vacancy Loss}) - \text{Fixe Abschlagsposten} - \text{Variable Abschlagsposten} \quad (2.1)$$

Um den Gegenwartswert (*Present Value*) der Cashflows bestimmen zu können, muss ein angemessener Diskontsatz ( $r$ ) geschätzt werden. Für Private Real Estate Investments sollte neben einer risikolosen ( $r_f$ ) und erwarteten risikobehafteten ( $r_{RP}$ ) Zinskomponente eine erwartete Illiquiditätsprämie ( $r_{ILP}$ ) in die Bewertung einfließen:

$$r = (1 + r_f) * (1 + \mathbb{E}(r_{RP})) * (1 + \mathbb{E}(r_{ILP})) - 1 \quad (2.2)$$

Wird nun ein erwarteter Netto-Verkaufspreis / Endwert zu den aufsummierten Cashflows addiert (*NEW*), kann der Investmentwert (Investment Value / *IV*) des Immobilienobjektes berechnet werden:

$$IV = \sum_{t=1}^T \frac{\mathbb{E}(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{NEW}{(1+r)^T} \quad (2.3)$$

<sup>20</sup> Vgl. Chambers et al. (2020), S. 389ff.

<sup>21</sup> Beide Bewertungsmethoden sind z. T. unter anderen Bezeichnungen bzw. Sub-Kategorien geläufig: Comparable Sales Prices Approach / Transaction-based Approach / Profit & Cost Approach resp. Discounted Cash Flow Approach statt Income Approach.

## 4.2 Real Estate Debt (Funds)

Investitionen in Immobilien können in Form von Eigenkapital (Equity) als auch Fremdkapital (Debt) erfolgen. Für Investoren ergibt sich daraus die Möglichkeit, das Portfolio gezielter an die gewünschten Präferenzen hinsichtlich der Rendite und des Risikos anzupassen.

Kreditfonds (Debt Funds) stellen einen vergleichsweise neuen Trend im Immobilienfondsmarkt dar, der in den letzten Jahren erheblich an Bedeutung gewinnen konnte. Der BAI Investor Survey 2020 deutet bereits an, dass in den kommenden Monaten und Jahren kein anderer Zugangsweg zum Immobilienmarkt stärker wachsen wird. Debt-Strategien bieten Investoren die Möglichkeit zur Partizipation an Immobilieninvestments mit einer höheren Sicherheit und teilweise nur geringfügig niedrigeren Renditen als vergleichbare Eigenkapitalinvestitionen. Verschärfte Eigenkapitalanforderungen der Banken und die damit einhergehende Verknappung des Neugeschäftsvolumens bietet dem Markt für Kreditfonds, aufgelegt von Nicht-Banken, auch in den kommenden Jahren ausreichend Wachstumspotenzial. Zudem dürfte sich die Situation für Kreditinstitute ab 2023 noch verschärfen, wenn im Zuge der Basel-III-Finalisierung zusätzliches Eigenkapital zur Unterlegung ihres Kreditgeschäfts vorgehalten werden muss. Hinzu kommt, dass sich Kreditinstitute zudem gerne auf risikoarme Bestandsimmobilien oder Projektentwicklungen mit hohem Vorverkaufs- / Vorvermietungsstand fokussieren und Kreditfonds somit eine bestehende Angebotslücke mit größerer Flexibilität bei der Laufzeit, Besicherung und beim Loan-to-Value bedienen.

Erstrangig besicherte Immobilienkredite gehören zu den sichersten Möglichkeiten eines Immobilieninvestments. Mezzanine-Darlehen und nachrangige Finanzierungen befinden sich am risikoreicheren Ende des Spektrums. Die Renditen variieren nicht nur zwischen diesen unterschiedlichen Risikoniveaus stark. Auch innerhalb der Tranchen divergieren Rendite und Risiko, z. B. aufgrund unterschiedlicher Loan-to-Value-Ratios (LTV), dem Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrs- oder Marktwert einer Immobilie. Diese Kennzahl ist wichtig zur Beurteilung des Kreditrisikos. Höhere LTVs hinterlassen einen geringeren Sicherheitspuffer (Eigenkapital) im Falle eines Wertverlustes der Immobilie.

Prinzipiell kann Fremdkapital aus jeder Stufe im gesamten Kapitalstock von Senior über Junior bis Mezzanine ausgegeben werden. Die LTVs bewegen sich hierbei in der Regel in einem Bereich von 50 % bis hin zu 80 % bei sogenannten Whole-Loan-Strukturen. Ein weiteres Charakteristikum besteht in der Schwankung oder Fixierung des Zinssatzes. Variabel verzinsten Darlehen bieten Schutz vor steigenden Zinsen, da sie auf Zinsbewegungen dynamisch reagieren.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup> Vgl. Rock et al. (2019), S. 62.

### Exkurs: Anlagequote und die Corona-Krise

Neben einer attraktiven Rendite und der Besicherung durch die Immobilie ist die Vermeidung von Klumpenrisiken durch das Prinzip der Risikostreuung, die über die Zusammensetzung des Immobilien-Portfolios erreicht wird, für viele Anleger ein wichtiges Argument. Hinzu kommt, dass für viele der im BAI Survey befragten Investoren (Pensionskassen, viele Versorgungswerke und kleine Versicherer), die unter die Anlageverordnung fallen, die Anlage in Debt Funds, je nach Ausgestaltung des Vehikels und der einzelnen Finanzierungstransaktionen, nicht unter die Immobilienquote – 25 % des Sicherungsvermögens gemäß § 3 Abs. 5 Anlageverordnung (AnlV) – fallen. Dies ist insbesondere für institutionelle Investoren nützlich, die diese Quote bereits ausgereizt haben und ihre Investments somit anderen Quoten (bspw. alternative Anlagen-Quote i. H. v. 7,5 %) zuordnen können.

Ein Beispiel aus der Praxis im Umgang mit den Anlagequoten liefert jüngst die Corona-Krise: Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) hat die Höchstgrenzen bei passiven Überschreitungen der Immobilienquote regulierter Anleger vorübergehend aufgehoben (Neuanlagen ausgenommen), um aufsichtsrechtlich bedingte Notverkäufe zur Einhaltung der Immobilienquote zu vermeiden. Denn die Immobilienquote hat sich zu Beginn der Corona-Krise ungewollt bei vielen Investoren signifikant erhöht, sodass die oben genannte 25 %-Quote zeitweise überschritten wurde. Ausschlaggebend waren ein simultaner Rückgang der Aktien- und Anleihekurse und damit ein Rückgang des Anteils dieser am gesamten Sicherungsvermögen der betroffenen Investoren.

### Senior Debt

Investitionen in vorrangig besicherte Kredite (Senior Debt) für Immobilien genießen die höchste Seniorität unter den Investoren eines Objektes. Entsprechend ist die Risikoprämie für das bereitgestellte Kapital vergleichsweise niedrig. Die LTV liegt meist unter 60 % und bietet im Falle eines Rückgangs der Immobilienwerte ein erhebliches Potenzial zur Abfederung von Verlusten. Der zugrunde liegende Einkommensstrom ergibt sich hauptsächlich aus Mieteinnahmen sowie Refinanzierungen und Verkaufserlösen.

Die Spreads der Anlageklasse schwankten in den letzten Jahren zwischen 1,5 % und 6,5 %. Im aktuellen Umfeld sind die Spreads im Vergleich zur Vergangenheit eng und liegen im Allgemeinen im Bereich von 2 % gegenüber dem 3m-LIBOR.<sup>23</sup>

<sup>23</sup> Vgl. Blackrock (2020), S. 42.

## Commercial Real Estate Loans Yield

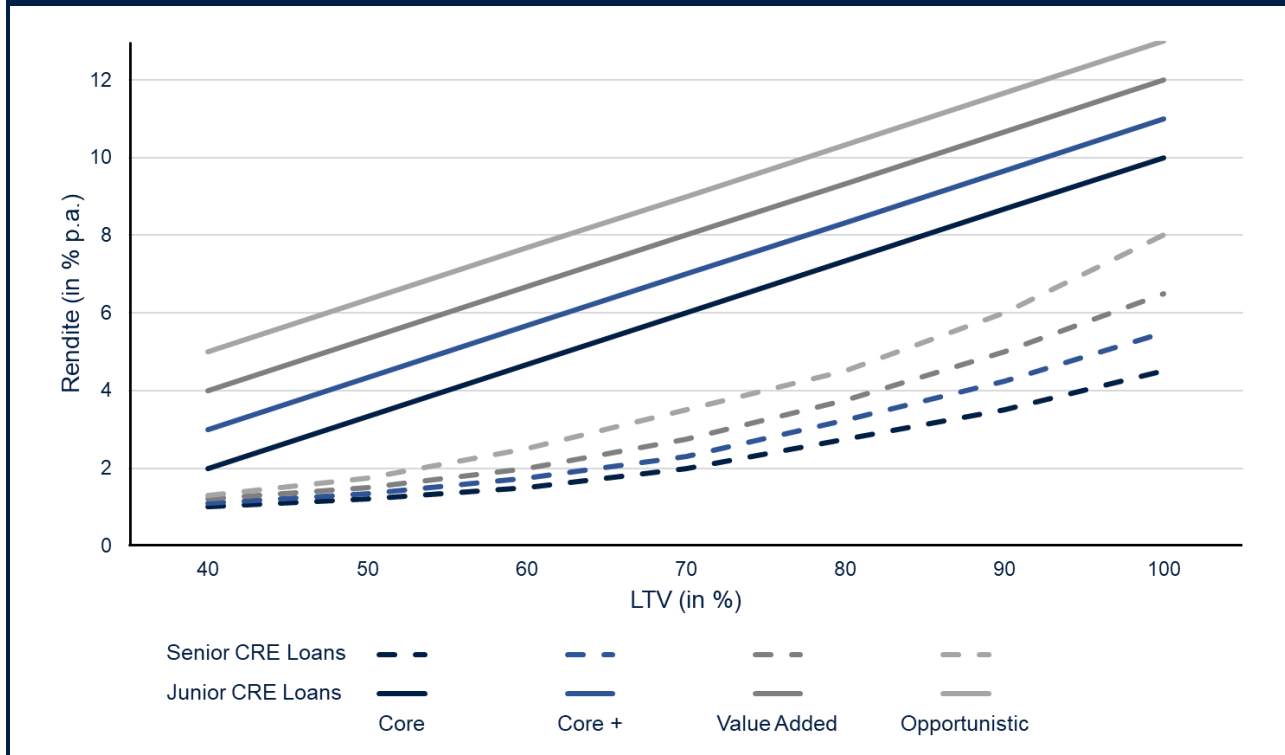


Abbildung 21: Erwartete Rendite für Senior und Junior CRE-Kredite.<sup>24</sup>

### Subordinated / Junior Debt

Während vorrangig besicherte Immobilienverbindlichkeiten häufig direkt in der Bilanz institutioneller Investoren gehalten werden, haben Investoren in den letzten Jahren über geschlossene Fondsstrukturen Zugang zu nachrangigen Immobilienverbindlichkeiten gesucht. Die Nachfrage ist in den letzten Jahren signifikant gestiegen. Im Allgemeinen konnte der Dealfow nicht mit dem Fundraising Schritt halten, was zu neuen Dry Powder Höchstständen führte.

Nachrangige Immobilienkredite sind einer ersten Tranche (Senior) nachgeordnet, aber dem gewöhnlichen Eigenkapital vorrangig und umfassen u. a. B-Note-MBS (nachrangiger Anteil an einer ersten Hypothek, die durch ein Pfandrecht an der Immobilie besichert ist) und Mezzanine-Investitionen (durch die Verpfändung von Eigenkapitalanteilen eines Kreditnehmers besichert) mit LTVs, die im Allgemeinen zwischen 60 % und 80 % liegen.

Ein negatives Szenario für Fremdkapitalinvestoren wäre, dass das Eigenkapitalpolster „unter“ ihrer Investition vollständig aufgezehrt wird. Da die Anlageklasse jedoch durch einen realen Vermögenswert besichert ist, könnten Fremdkapitalinvestoren im Falle einer starken Korrektur, bei

<sup>24</sup> In Anlehnung an DWS (2020), S. 9.

der die Eigenkapitaltranche ausfällt, die Kontrolle über den Vermögenswert übernehmen und verwalten. Variable Zinsstrukturen können zudem in Szenarien steigender Zinsen schützen.

### **CMBS**

Bis zur Subprime-Hypothekenkrise 2007/2008 waren Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS) und Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) – öffentlich gehandelte Wertpapiere, die durch einen Pool an gewerblichen Immobilien besichert sind – ein beliebter Zugang zum Commercial Real-Estate-Markt. Dies hat sich seitdem jedoch erheblich geändert. In den Jahren nach der Krise gingen die Neuemissionen am CMBS-Markt signifikant zurück. Deutsche Versicherer haben stattdessen verstärkt begonnen, direkt in die zugrunde liegenden Immobilienkredite zu investieren, auch weil Investitionen in Verbriefungen unter Solvency II inzwischen verschärfte Kapitalanforderungen verlangen.<sup>25</sup> Im Gegensatz dazu sind Investitionen in die zugrunde liegenden Kredite in der Regel mit günstigeren Kapitalanforderungen belegt.

---

<sup>25</sup> Vgl. DWS (2020), S. 2.



**4.3 Nutzungsarten: Commercial versus Residential und die Folgen von COVID-19**  
Der Kategorie der Wohnimmobilien (Residential) wird für gewöhnlich eigengenutztes Wohnen zugerechnet. Dazu zählen u. a. Einfamilienhäuser und Eigentumswohnungen. Institutionelle Investoren sind z. B. über große Hypothekenpools (Mortgages) investiert. Zur Kategorie der Gewerbeimmobilien (Commercial) zählen u. a. Büro-, Einzelhandels-, Industrie-, Logistik-, Lager- und Hotelimmobilien sowie weitere Spezialimmobilien (z. B. Pflegeeinrichtungen, Krankenhäuser, Bildungsstätten usw.). Auch große Wohnkomplexe werden häufig Commercial Real Estate zugerechnet. Je nach Investitionsvolumen der Projekte, sind die Immobilien im direkten Besitz eines einzelnen Investors oder werden wie große Gewerbeimmobilien oder Bestände mehrerer vergleichsweise kleinerer Immobilien bspw. von einer Immobiliengesellschaft oder einem Private-Equity-Immobilienfonds – dann im Besitz mehrerer institutioneller Investoren in der Funktion als Limited Partners (LPs) – gemanagt.<sup>26</sup>

#### **Exkurs: Der lang gedehnte Preisaufschwung bei Wohnimmobilien in Deutschland<sup>27</sup>**

Im vergangenen Jahrzehnt gingen mit dem Konjunkturaufschwung stetige Preiszuwächse bei Wohnimmobilien einher. Nachfrageschübe nach Wohnraum regten zusätzliche Wohnbautätigkeiten an, die zu einer signifikanten Verteuerung der Bauleistungen führten. Steigende Grundstückspreise verteuerten Wohnimmobilien zusätzlich. Empirisch ist ein langfristiger Zusammenhang der Wohnimmobilienpreise mit gesamtwirtschaftlichen Größen nachgewiesen. Dazu zählen u. a. die langfristige Einkommensentwicklung, Zinsen für Hypothekarkredite und das erwartete zukünftige BIP-Wachstum.

Eine abrupte Korrektur der Wohnimmobilienpreise zeichnet sich derzeit nicht ab, sofern die gesamtwirtschaftliche Erholung nicht gravierend gestört wird (z. B. durch den weiteren Verlauf der COVID-19-Pandemie). Zudem ist eine stärkere Angebotsausweitung nicht erkennbar. Deutschland zählt im OECD Vergleich zu den Ländern mit einer trägen Reagibilität des Wohnungsangebots, u. a. aufgrund mangelnder Verfügbarkeit von geeignetem Bauland und einem wachsenden Ausmaß an Mietmarktregulierung, das die Attraktivität von Investitionen negativ beeinflusst. Dennoch dürften Wohnimmobilien schon alleine in Anbetracht des Niedrigzinsumfeldes ein erstklassiges alternatives Investment bleiben.

Der BAI befragte Investoren im Herbst 2020 nach ihrer Einschätzung zu den kurz- bis langfristigen Folgen der Corona-Krise. Die Ergebnisse warfen ein äußerst heterogenes Gesamtbild der Auswirkungen der pandemischen Ausnahmesituation auf das Anlageverhalten der Investoren. Alleine die Betrachtung der unterschiedlichen Nutzungsarten von Immobilien kann die unterschiedlichen Investorenmeinungen jedoch plausibilisieren:

<sup>26</sup> Vgl. Chambers et al. (2020), S. 354.

<sup>27</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank (2020).

Spätestens seit der Corona-Krise stehen Wohnimmobilien stärker denn je im Fokus deutscher institutioneller Investoren, denn diese haben als Nutzungsart keine negativen Auswirkungen durch COVID-19 erfahren. Mietstundungen, -reduzierungen und –ausfälle traten nur vereinzelt auf und bewegten sich alles in allem in einem sehr kleinen Rahmen. Viele Investoren geben an, dass sie im Wohnimmobiliensegment Neuinvestitionen planen. Voraussichtlich wird keine andere Nutzungsart im Jahr 2021 stärker nachgefragt, sodass schon jetzt feststeht, dass Investoren mit einem Mangel an Investmentprodukten über alle Standorte hinweg konfrontiert werden.<sup>28</sup> Zu dieser Einschätzung kommt auch ein weiterer Survey unter 62 Immobilien-affinen institutionellen Anlegern aus Deutschland. Demgemäß planen 65 % der befragten Investoren Wohnimmobilien neu in das Portfolio zu implementieren und 79,4 % der bereits Investierten möchte die Allokation in Wohnimmobilien aufstocken.<sup>29</sup>

Die Entwicklung der Nachfrage nach neuen Büroimmobilieninvestitionen ist derzeit äußerst diffizil zu taxieren, da der zukünftige Bedarf an Büroimmobilien derzeit schwer einzuschätzen ist. Anleger schauen, durch zunehmendes Homeoffice und einem erwartet nachhaltig höheren Leerstand bei Büroflächen, wesentlich pessimistischer auf Büroimmobilien als noch in den Vorjahren.

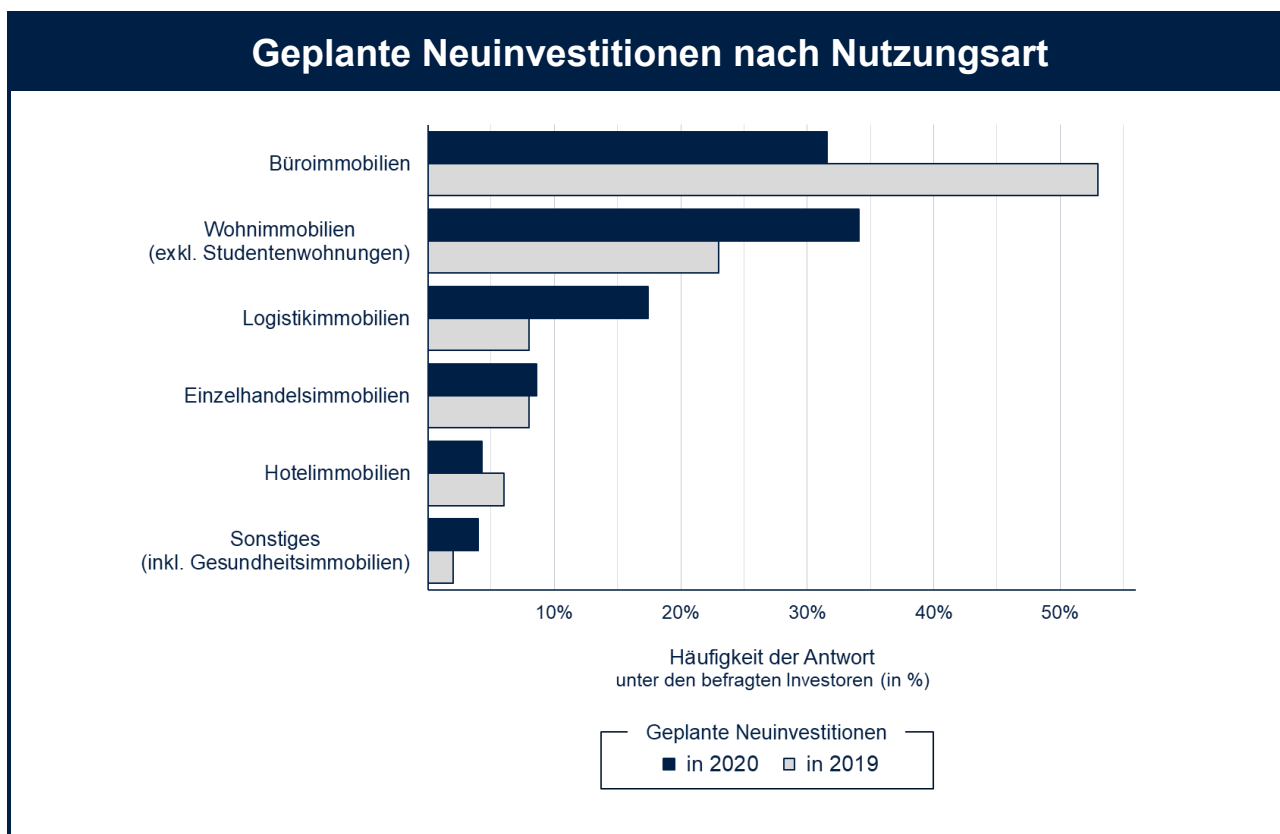


Abbildung 22: Geplante Neuinvestitionen in Immobilien nach Nutzungsart.<sup>30</sup>

<sup>28</sup> Vgl. Engel & Völkers Investment Consulting (2021), S. 12.

<sup>29</sup> Vgl. artis Institutional Capital Management GmbH et al. (2021), S. 24.

<sup>30</sup> In Anlehnung an Universal Investment (2020).

Fraglich bleibt, ob die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Büroimmobilien langfristig nachwirken. Die Leerstandsrate reagiert in der Regel erst verzögert auf einen veränderten Bedarf. Der Trend der letzten Jahre nach mehr Büroflächenbedarf, getrieben durch das Wachstum der Bürobeschäftigten, ist jedenfalls durch COVID-19 zunächst gebrochen. Die tatsächliche Büroauslastung hat wesentlich stärker auf die Krise reagiert als die Leerstandsrate. Davon ausgehend, dass die Leerstandsrate und der Anteil ungenutzter Bürofläche sich aufeinander zubewegen, wird die Leerstandsrate in den kommenden Monaten jedoch steigen. Wie hoch dieser Anstieg ausfallen wird, lässt sich heute noch nicht bemessen. Denn, wie stark sich der Flächenbedarf im Einzelfall verändern wird, ist abhängig vom Pandemieverlauf und weiteren Maßnahmen der Bundes- und Landesregierung(en). Allerdings hat bei vielen Arbeitnehmern als auch Arbeitgebern die Pandemie den Blick auf den Arbeitsplatz verändert. Das Büro steht nun wesentlich stärker als pre-COVID-19 in Konkurrenz zu anderen Arbeitsorten, sodass sich der ursprüngliche Kerngedanke des Büros als Ort zum Arbeiten hin zum Ort des Zusammenarbeitens wandelt. Andererseits ist davon auszugehen, dass zukünftig neue Arbeitsplatzkonzepte entstehen, die den Bau- und Umbaubedarf von Büroimmobilien hochhalten sollten.

Viele Investoren glauben nicht an langfristig negative Folgen und planen bereits neue Ankäufe im Segment der Büroimmobilien. Noch wesentlich stärker unter der Pandemie leiden wenig überraschend die Segmente Hotel, Einzelhandel und Spezialsegmente wie z. B. Co-Working Spaces.<sup>31</sup> Insbesondere im Hotelsektor kam es bereits zu einem frühen Zeitpunkt der Pandemie zu Mietausfällen. Allerdings sollte sich der Reiseverkehr spätestens mit höheren Impfquoten wieder normalisieren.

Auch der Einzelhandel ist stark betroffen. Wirtschaftliche Schäden sind 2020 u. a. durch Wegfall des Weihnachtsgeschäfts entstanden. Unsichere Aussichten bezüglich der Entwicklung einer „dritten Welle“ und unsichere/unklare Öffnungsstrategien bergen mittelfristig zusätzliche Risiken, die auf die Vermieterseite überschlagen können.<sup>32</sup> Allerdings sind nicht alle investierbaren Nischensegmente im Einzelhandel von Mietausfällen betroffen. Ausgenommen von Schließungen waren und sind weitestgehend Baumärkte, der Lebensmittelhandel und Drogerien, sodass in diesen Segmenten die sogenannten Rent Collection Rates auf einem stabilen, hohen Niveau verbleiben.

Darüber hinaus hat die Pandemie das Wachstum des E-Commerce und die Disruption der Lieferketten im Handel signifikant beschleunigt. Produzenten sowie Einzelhändler werden wahrscheinlich mehr Lagerbestände an wichtigen Waren unterhalten müssen. Die Nachfrage nach erstklassigen europäischen Lager- und Logistikimmobilien nahm zuletzt zu, wodurch die Renditen gefallen sind. Hinzu kommt, dass aktuell viele Unternehmen die Nachteile globaler Lieferketten erleben, die zudem auf absolute Kosteneffizienz (z. B. durch „Just-in-Time-Logistik“) getrimmt sind. Die Systemrelevanz funktionierender Lieferketten in Krisensituationen wird von der Corona-Pandemie gnadenlos aufgezeigt. Sollten Unternehmen zukünftig ihre Lieferketten wieder stärker auf

<sup>31</sup> Vgl. Universal Investment (2020).

<sup>32</sup> Vgl. Engel & Völkers Investment Consulting (2021), S. 16.

lokale Zulieferer ausrichten und größere Lagerbestände vorhalten und sich zudem auch zu verstärkter Produktion in Deutschland entscheiden, dürfte die Nachfrage nach Logistik- und Produktionsflächen im Inland nach der aktuellen Krise zunehmen.

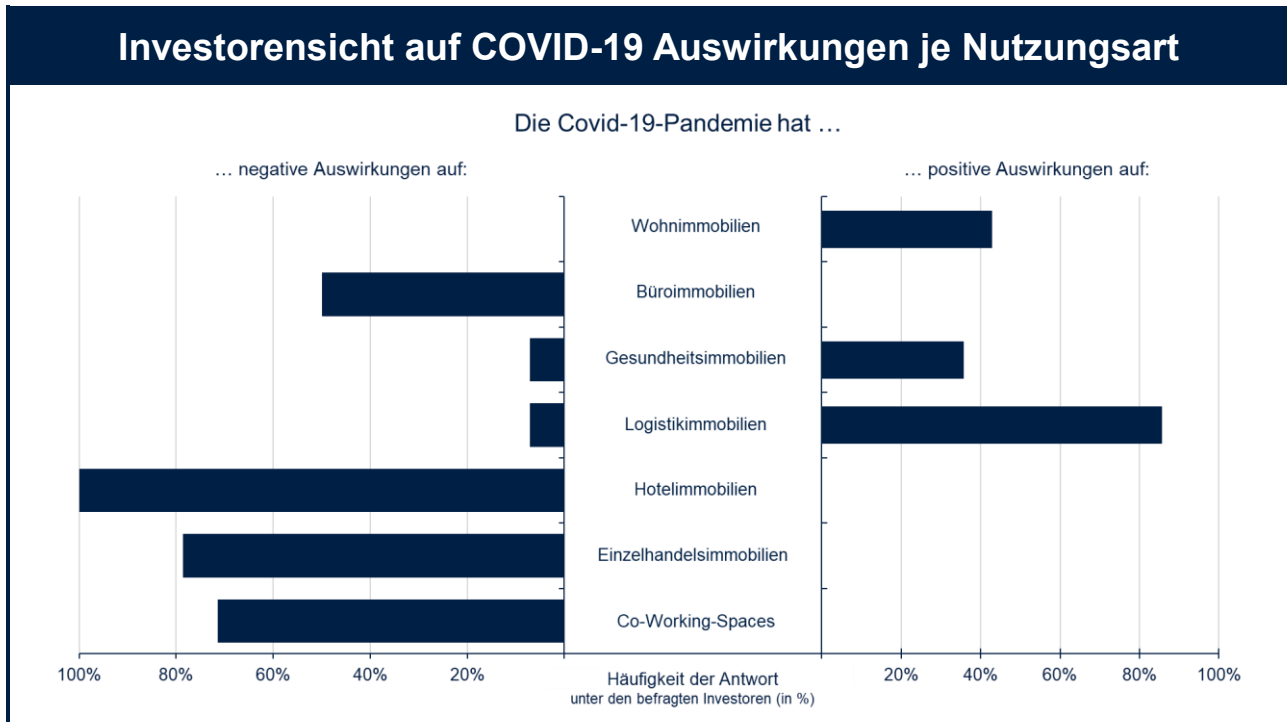


Abbildung 23: Beurteilungen der Covid-19-Auswirkungen auf die Nutzungsarten aus Investorensicht<sup>33</sup>.

Summa summarum ist davon auszugehen, dass COVID-19 die zum Teil seit Jahren existierenden Sektor-Exposure-Trends beschleunigt. Der Anteil von Wohnimmobilieninvestments im Portfolio dürfte zunehmen. Zudem erreicht die Diversifikation in den Investorenportfolios immer tiefere Ebenen. Verstärkt gehen Investoren auf Suche nach Nischensegmenten, die global zu beobachtende Megatrends wie z. B. E-Commerce, Nachhaltigkeit oder Homeoffice abdecken. Weite Teile des Hotel- und Einzelhandel-Immobilienmarktes haben ihren Core-Status verloren. Das Anlageuniversum für risikoaverse Investoren ist zumindest temporär geschrumpft. Da Investoren jedoch angesichts der aktuellen Situation und ihrer Risikoeinschätzung verstärkt auf Core- und Core-plus-Objekte mit langen Mietverträgen und bonitätsstarken Mietern setzen, kann das Angebot der Nachfrage nicht entsprechen. Der Nachfragedruck im Core Segment wird voraussichtlich zunehmen und die Renditen trotz gesteigerter Risiken weiter sinken. Andererseits dürften die sich wandelnden Flächenbedarfe, erhebliches Potenzial für Value-Add- und opportunistische Strategien bieten. Da sich Banken weitgehend aus der Projektfinanzierung zurückgezogen haben und die Weiterführung bisheriger Kreditengagements unter Risikovorsorgegesichtspunkten zunehmend schwieriger wird, bieten sich hier Chancen für alternative Kapitalgeber.

<sup>33</sup> In Anlehnung an Universal Investment (2020).

#### 4.4 Investitionsstrategien: Von „Core“ bis „Opportunistic“

Je nach Definition reichen Investmentstrategien und damit zusammenhängende Anlagevehikel von sicherheitsorientierten „Core“ Investments, über wertsteigernde „Core Plus“ und „Value-Added“ Investments bis hin zu opportunistischen („Opportunistic“) Investitionen.

Je stabiler, d. h. sicherer und je höher der Anteil der Cash-Flow-Rendite an der Gesamrendite eines Immobilieninvestments, desto eher kann dieses dem Core-Segment zugeordnet werden. Steigt hingegen die Gesamrendite und der Anteil der Wertsteigerungsrendite an der Gesamrendite eines Immobilieninvestments, dann wird die Investitionsstrategie tendenziell als opportunistisch bezeichnet (vgl. Abbildung 24).

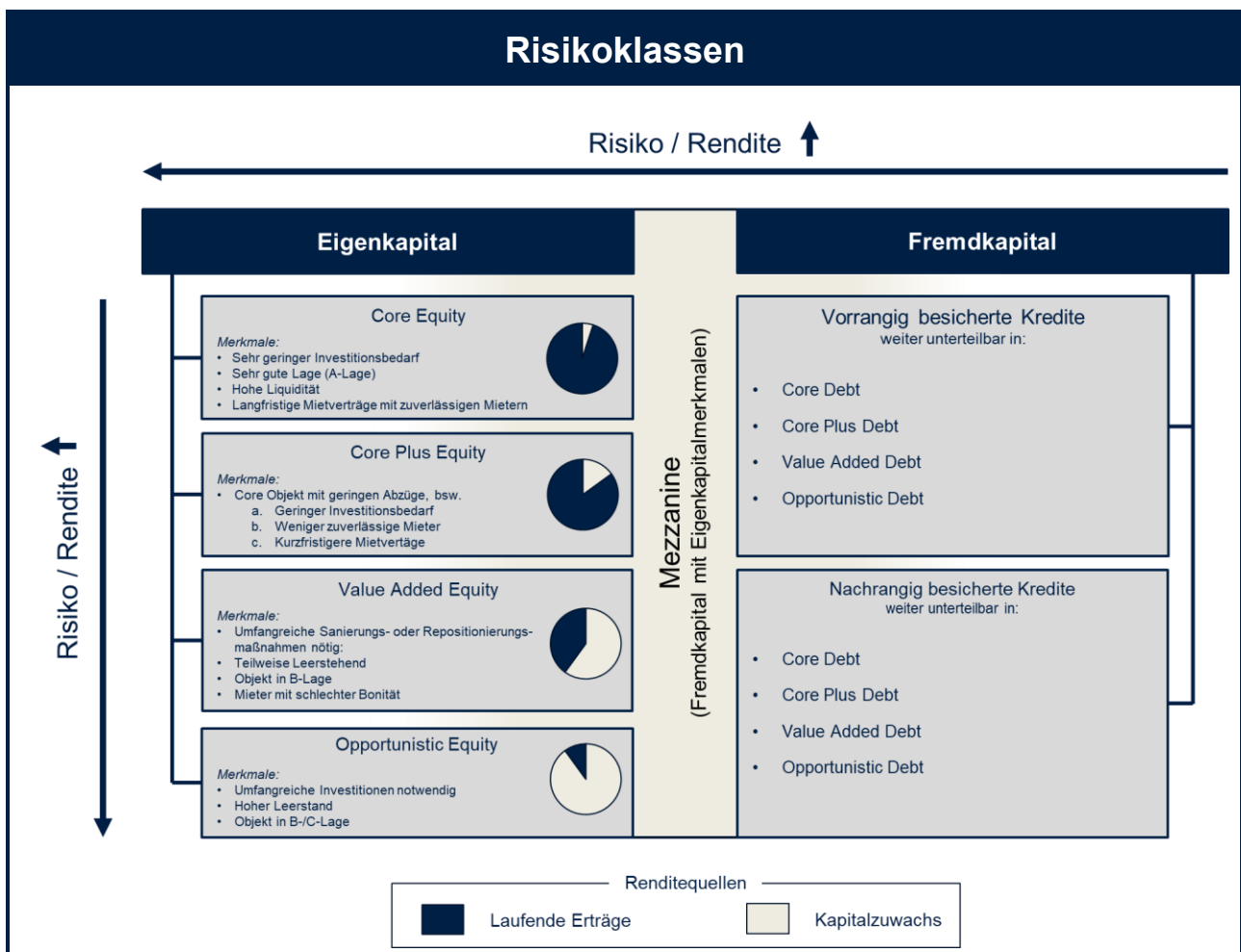


Abbildung 24: Übersicht der Risikoklassen in Bezug auf Private Real Estate Investments.

#### Core

Zur Kategorie Core Real Estate gehören Vermögenswerte, die einen relativ hohen Prozentsatz ihrer Rendite aus fortlaufenden Erträgen erzielen, eine eher geringe Volatilität aufweisen, unter den Immobilien-Investments am liquidesten und zudem am wenigsten fremdfinanziert (niedriger Leverage) sind. Core-Immobilien werden in der Regel lange Zeit gehalten, um die Miet- und



Pachteinnahmen, die sie bieten, voll auszunutzen, da eher geringere Wertsteigerungen der Objekte zu erwarten sind. Damit gehören Immobilien dieser Kategorie grundsätzlich zu Equity Real Estate Investments mit dem geringsten Risiko.<sup>34</sup>

In der letzten Dekade haben die Core-Immobilienmärkte positive Renditen durch Multiplikatoreffekte (sinkende Kapitalisierungszinssätze) sowie erhebliche Wertsteigerungen der Objekte und Grundstücke generiert. Diese historisch hohen Renditen von Core-Immobilienfonds können jedoch nicht auf die kommenden Jahre projiziert werden. Der Multiplikatoreffekt hat auf den globalen Märkten an Bedeutung verloren, da der Spielraum für eine weitere Verringerung der Cap Rates (Kapitalisierungsraten) minimal ist. Gleichzeitig hat der zunehmende Wettbewerb um globale Core-Immobilien die Preise in die Höhe getrieben. Somit kommt den regelmäßigen und stabilen Mieteinnahmen von Core Investments zukünftig eine noch entscheidendere Rolle zu. Die globale Pandemie beschleunigt diesen Trend. Investoren zeigen eine höhere Risikoaversion, neue Investoren treten in den Markt ein, wie der BAI Investor Survey zeigt, und zugleich nimmt die Zahl der Immobilien, die einen Core-Status haben, ab. Nicht nur schrumpft zumindest temporär das Anlageuniversum für Investoren im Core-Segment, sondern auch der Bieterwettbewerb in dieser Risikoklasse wird sich durch neue Marktteilnehmer zunehmend intensivieren.

### **Core Plus**

Core-Plus-Objekte weisen große Parallelen zu Core-Immobilien auf. Jedoch ist sowohl die erwartete Rendite als auch das Risiko höher. Darüber hinaus sind diese Objekte tendenziell weniger liquide und zudem zu einem höheren Anteil fremdfinanziert. Zwar wird noch immer der weitaus größere Teil der Rendite durch die laufenden Erträge generiert, im Vergleich zu Core-Immobilien steigt jedoch der Anteil der Gesamrendite, der über Wertsteigerungen der Objekte erzielt wird. Eine Umfrage von Universal Investment unter Immobilien-Investoren zeigt, dass deutsche institutionelle Investoren nach wie vor mehrheitlich auf Core Plus (85,71 %) und Core-Objekte (57,14 %) setzen.<sup>35</sup>

### **Value-Added**

Value-Enhanced bzw. Value-Added Real Estate erzielt einen wesentlichen Teil der erwarteten Erträge aus Wertsteigerungen und kann im Vergleich zu Core Investments eine höhere Volatilität aufweisen. Investitionsziele können z. B. leerstehende oder nur teilweise vermietete Gebäude sein. Investitionszeiträume sind zudem im Vergleich zu Core Investments häufig kürzer, da z. B. eine Veräußerung nach Wertsteigerungen des Objekts beabsichtigt ist. Seit der globalen Finanzkrise haben Immobilien im Allgemeinen einen historischen Höhenflug erlebt. Das gilt auch für den Value-Added-Teil des Risikospektrums. Value-Added Private Market Funds erzielten seit der Finanzkrise durchschnittlich eine IRR in Höhe von 13,4 % gegenüber 10,7 % für Core-Immobilienfonds.<sup>36</sup>

<sup>34</sup> Vgl. Chambers et al. (2020), S. 357.

<sup>35</sup> Vgl. Universal Investment (2020).

<sup>36</sup> Vgl. Blackrock (2020), S. 32.

**Opportunistic**

Opportunistic Real Estate Investments erzielen den Großteil der erwarteten Rendite aus Wertsteigerungen der Grundstücke und Objekte, die häufig an C-Standorten angesiedelt sind. Investitionen in Opportunistic Real Estate zielen wesentlich stärker auf Kapitalwertzuwachs ab als auf fortlaufende sichere Zahlungsströme (s. Core Real Estate) und weisen zudem häufig einen großen Fremdfinanzierungsanteil auf (hoher Leverage). Bei diesen Immobilien liegt der Fokus daher auf einer Veräußerung des Objekts, bei welcher auch der Kapitalwertzuwachs realisiert wird. Von 2010 bis 2018 haben opportunistische Immobilienfonds eine durchschnittliche Netto-Rendite in Höhe von 14,1 % erzielt.<sup>37</sup> Diese Wertsteigerungen als auch die fortlaufenden Ertragsströme aus Miete und Pacht unterliegen jedoch der höchsten Volatilität aller Immobilien-Sub-Assetklassen.

Die Wertschöpfung basiert auf einer Reihe von Variablen, einschließlich des richtigen Timings der Kapitalmärkte und lokalen Immobilienmärkte, der Antizipation von Gesetzesänderungen, steigender Baukosten und der Suche nach den richtigen Käufern für bestimmte Investitionsarten. Trotz des höheren Risikos im Vergleich zu Value-Added-Fonds zeigt eine historische Analyse der Vintage-Performance von 2000 bis 2016, dass opportunistische Fonds im Vergleich zu Value-Added-Fonds eine durchschnittliche Überrendite von lediglich 20 Basispunkten erwirtschafteten und dass diese Überrenditen hoher Volatilität unterlagen.<sup>38</sup>

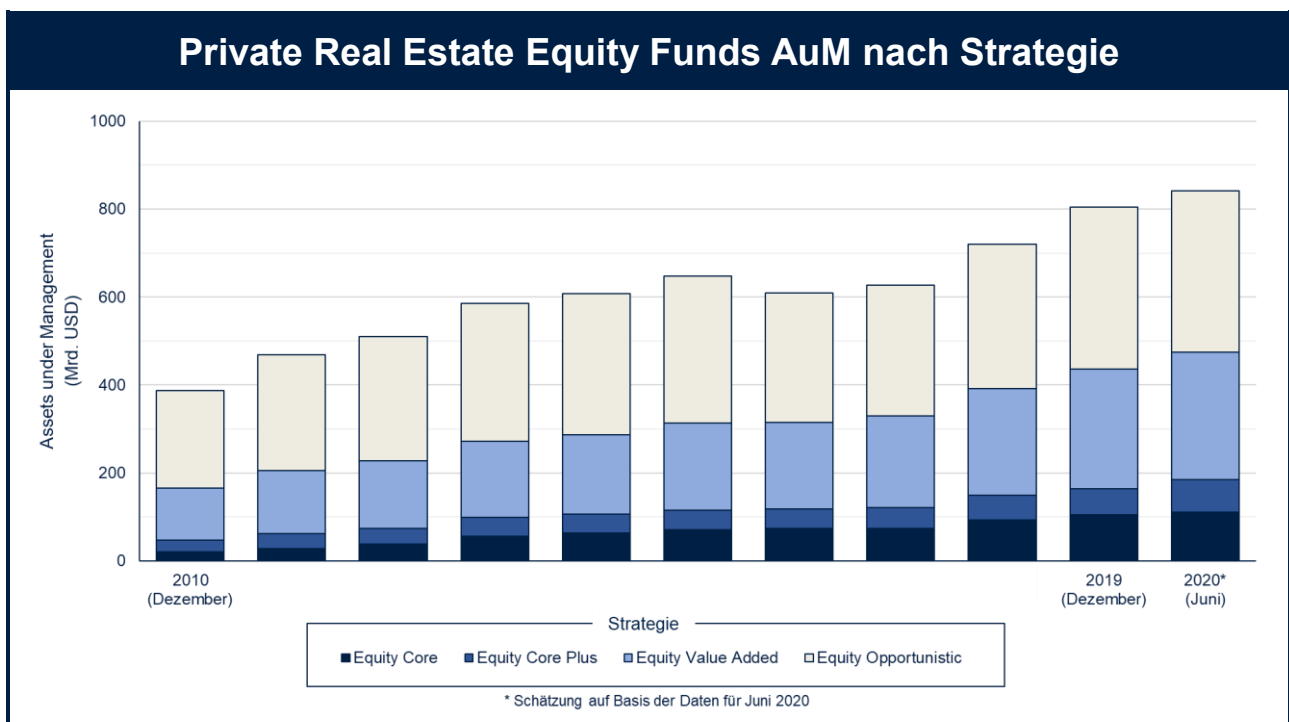


Abbildung 25: Assets under Management in PERE-Fonds nach Strategie<sup>39</sup>.

<sup>37</sup> Vgl. Blackrock (2020), S. 18.

<sup>38</sup> Vgl. Blackrock (2020), S. 19.

<sup>39</sup> In Anlehnung an Preqin (2021a).

#### 4.5 Secondaries

Beinahe neun von zehn der im BAI Investor Survey 2020 befragten deutschen institutionellen Investoren haben bereits Kapital in Immobilieninvestments allokiert. Secondaries sind einer von vielen möglichen Zugangswegen, um Real Estate Investments in das institutionelle Portfolio aufzunehmen und den Bedarf nach schnellen Investmentlösungen abzudecken.

Die Verwendung des Begriffs „Secondaries“ hat für die Private Markets zwei unterschiedliche Bedeutungen. Bei Real-Estate-Sekundärmarkttransaktionen kann einerseits die Rede von Fondsanteilen eines bestehenden Immobilienfonds sein, die den Besitzer (institutionellen Investor) wechseln. Andererseits kann sich die Bedeutung auf das Investitionsziel bzw. Direktinvestment beziehen: Ein Immobilienfonds oder Investor verkauft das Zielobjekt an einen anderen Immobilienfonds oder Investor. An dieser Stelle soll es vorwiegend um den erstgenannten Secondaries-Begriff – Transaktionen von Private-Markets-Fondsanteilen – gehen.

Der Sekundärmarkt für Immobilienfonds ist im Vergleich zu anderen Sekundärmärkten für Fondsanteile (insbesondere Corporate Private Equity), trotz stetigen Wachstums in den vergangenen Jahren, nach wie vor klein. Noch immer werden die allermeisten Transaktionen direkt oder über sogenannte Separately Managed Accounts (SMAs) abgewickelt und nicht via Secondary-Fonds umgesetzt.

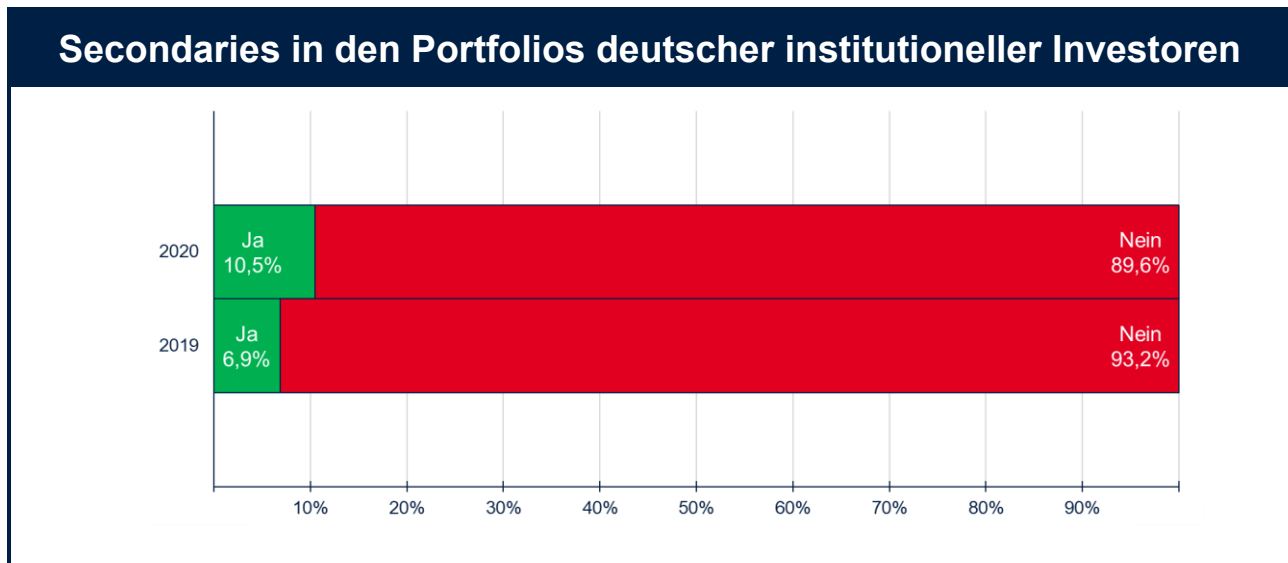


Abbildung 26: Private Real Estate Secondaries in Portfolios deutscher institutioneller Investoren.<sup>40</sup>

Die BAI Investorenurfragen der letzten Jahre spiegeln ein stetig steigendes Interesse der Investoren an Secondaries in der Assetklasse Real Estate wider. So gaben im Survey 2020 bereits 10,5 % der befragten Investoren an, über Secondaries in Immobilien zu investieren. Gegenüber der Vorjahresumfrage stellt dies einen Zuwachs in Höhe von 52 % dar. Da der Survey in der Mitte des 3. Quartals 2020 durchgeführt wurde, dürfte die Beteiligungsquote, auch bedingt durch

<sup>40</sup> Vgl. BAI (2019, 2020).

Preisabschläge in einigen Nutzungsarten, heute bereits merklich höher liegen. Bei einer dezidierten Betrachtung nach der Kapitalart wird zudem deutlich, dass unter den Equity-Investoren ein weitaus größerer Teil (10,9 % vs. 2,8 %) den Zugangsweg über den Sekundärmarkt wählt. Mit anwachsender Marktgröße sollten in den kommenden Jahren auch für Private-Debt-Fonds erhöhte Sekundärmarkttransaktionen zu verzeichnen sein, da mittlerweile etliche Fonds im Lebenszyklus vorangeschritten sind und somit Rebalancing-Transaktionen sowie Exits zu erwarten sind.

Die Erkenntnisse aus dem BAI Investor Survey spiegeln sich ebenfalls im Fundraising wider. Dem Datenprovider Preqin zufolge wurden im Jahr 2019, unabhängig vom Zugangsweg als auch der Strategie, 175,9 Milliarden USD durch geschlossene Private-Market-Immobilienfonds eingeworben. Dabei entfielen jedoch nur knapp 2,3 Milliarden USD auf Real Estate Secondary Funds. Alleine in den ersten drei Quartalen 2020 wurde dieser Wert deutlich übertroffen. Mehr als 3 Milliarden USD wurden von Secondary Funds eingeworben. Auch aufgrund der Pandemie konnten Secondary Fundraising-Aktivitäten ein deutliches Wachstum gegenüber dem Vorjahr verzeichnen. Im Gegensatz dazu warben im selben Zeitraum alle geschlossenen Private-Market-Immobilienfonds zusammen gerade einmal 54,3 % des Kapitals aus dem Vorjahr ein.

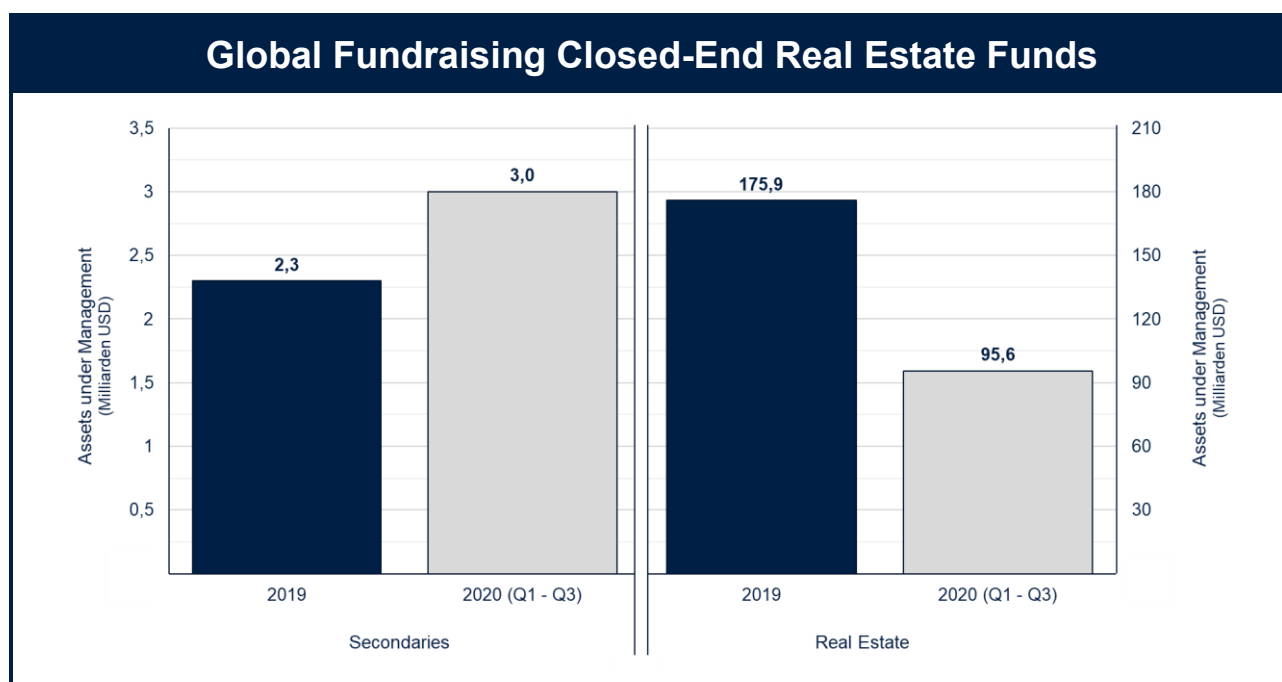


Abbildung 27: Global Fundraising Closed-End Real Estate Funds<sup>41</sup>.

Der Sekundärmarkt eröffnet sowohl für Käufer als auch Verkäufer eine sinnvolle Möglichkeit zum Handel illiquider Private-Market-Fondsbeteiligungen. Dieser Markt bietet Investoren von Immobilienfonds einen vergleichsweise schnellen Exit und somit Liquidität in einer weitestgehend illiquiden Assetklasse. Auf diese Weise lassen sich selbst Fonds mit eingeschränkten Rücknahmevolumenta, niedriger Cash-Liquidität oder zeitlich begrenzten Rücknahmefenstern

<sup>41</sup> In Anlehnung an Preqin (2021a).

zeitnah liquidieren. In erster Linie dient der Markt den Investoren damit als ein Instrument zum aktiven Portfoliomanagement (Anpassung oder Neuausrichtung der Asset-Allokation).

Für Käufer bietet der Sekundärmarkt unter anderem den Vorteil, in ein bereits bestehendes und damit bekanntes, transparentes Portfolio investieren zu können. Dadurch, dass der Käufer bereits alle Zielobjekte kennt, kann er vor seiner Investition eine noch genauere Due-Diligence-Prüfung durchführen. Das Blindpool-Risiko eines geschlossenen Fonds kann so in fast allen Fällen vollständig umgangen werden. Des Weiteren lassen sich durch Secondary-Transaktionen Portfoliopositionen wesentlich schneller aufbauen. Bei der Zeichnung eines neu aufgelegten Fonds kann es mitunter Jahre dauern, bis das Kapital vollständig abgerufen ist. Bei Secondaries partizipieren Investoren unmittelbar nach Abschluss der Transaktion an Mietrenditen und Wertsteigerungen der einzelnen Assets. Dennoch braucht auch der Ankauf von Secondaries Zeit, in welcher bereits laufende Gebühren anfallen, sodass Investoren den sogenannten J-Curve-Effekt mit Secondary-Fondsanteilen lediglich verkürzen können.

Zu gering laufende Erträge und fehlender finanzieller Spielraum für neue Investments gehören zu den typischen Beispielen, warum bestehende Real-Estate-Fonds Positionen vorzeitig veräußern. In der Regel kommt es dann zu Win-win-Situationen für Anbieter und Nachfrager von Secondaries, denn die abgegebenen Positionen sind häufig nicht schlecht, erfüllen aber schlichtweg nicht mehr den angedachten Zweck im Portfolio. Entsprechend niedrig können die Discounts ausfallen, wenn auf der anderen Seite der Käufer Interesse an schnellen, diversifizierten Investments hat und mit den geringeren Yields zufrieden ist.

Beim Erwerb von Secondaries handelt es sich grundsätzlich um sehr komplexe Transaktionen. Mit anderen Worten, die Käuferseite benötigt Real Estate Secondary-Spezialisten. Ein solches Expertenteam ist jedoch nur dann wirtschaftlich, sofern ein ausreichendes Transaktionsvolumen gegeben ist. Deswegen treten auf der Käuferseite u. a. auf Secondaries spezialisierte Fonds (Secondary-Fonds) in Aktion. Dabei erwerben diese Secondary-Fonds eine Vielzahl an Beteiligungen über den Sekundärmarkt.

Ein Real Estate Secondary-Fonds ist somit nichts anderes als ein Dachfonds, der sich auf bestehende Immobilienfonds spezialisiert und bereits in frühen Phasen des Fundraisings Transaktionen finanziert. Für Anleger von Secondary-Fonds ergeben sich somit insbesondere hinsichtlich der Diversifikation außergewöhnliche Vorteile. Die zahlreichen Fondsbeteiligungen erhöhen nicht nur die Diversifikation auf Managerebene, sondern auch hinsichtlich der Assets. Ein Secondary-Fonds kann dem Investor somit eine breit gefächerte Auswahl an Strategien, Nutzungsarten und Märkten erschließen. Zahlungsausfälle oder ähnliche Probleme mit einzelnen Mietern oder gar ganzen Objekten fallen dann ebenso wie regionale Konjunkturschwankungen deutlich weniger ins Gewicht. Da sich der Immobilienmarkt nach der Finanzkrise erholt hat, sind von 2011 bis 2017 auch die Preise am Sekundärmarkt deutlich gestiegen. Der Druck auf Investoren, ihre Fondsbeteiligungen zu veräußern, hat nachgelassen und das Fundraising-Volumen ist zugleich



gestiegen. Die Preise erreichten 2017 ihren Höhepunkt. Seitdem sind sie leicht rückläufig. Das Angebot am Markt teilt sich zurzeit in etwa jeweils zur Hälfte auf GPs und LPs auf.

Zu einem der größten Treiber der letzten Jahre im Secondary-Markt ist die COVID-19-Pandemie geworden, ausgehend von der Prämisse, dass schlechte Zeiten für den Immobilienmarkt gute Zeiten für den Einstieg in Secondaries sind, insbesondere mit Blick auf betroffene Nutzungsarten wie Hotels, Büro- und Geschäftshäuser. Eine größere Anzahl an Investoren nimmt die Pandemie zum Anlass, oder ist durch Auswirkungen der Pandemie gezwungen, ihre Portfolioallokation über den Sekundärmarkt anzupassen. In der Folge kam es, bei den von der Pandemie stärker betroffenen Nutzungsarten, zu einem deutlichen Angebotsüberschuss mit daraus resultierenden Preisabschlägen. Insbesondere bei den risikoreicheren Value Added und Opportunistic-Strategien ließen sich diese Abschläge feststellen.

Durch die Preisabschläge kommt es im Vergleich zu den Vorjahren auf der Käuferseite zu attraktiveren Preis-NAV-Verhältnissen. Auch daher resultiert die aktuell erhöhte Nachfrage nach Secondary-Fonds. Solange die Unsicherheiten am Markt fortbestehen, sollten weiterhin zum Teil hohe Preisabschläge bei Secondary Investments aufzufinden sein. Folglich dürfte das Transaktionsvolumen auf dem Secondary-Markt weiter ansteigen.

Andererseits ist der Discount von Fondsanteilen und Direktinvestments oftmals nicht mehr der maßgebliche Treiber bei Real Estate Secondaries. Im Vordergrund der Käufer steht, neben der J-Curve-Verkürzung, die über unterschiedliche Assetklassen hinausgehende Diversifikation des Portfolios: Das gezielte Picking einzelner Transaktionen mit Augenmerk auf Diversifikation hinsichtlich Vintage-Jahren, Branchen, Regionen und Nutzungsarten. In Zeiten von COVID-19 erfolgen solche Transaktionen selbstredend mit Blick auf kaum von der Pandemie tangierte Assets, oder bestenfalls sogar solche, die von der Pandemie profitiert haben.

## 5 Ausblick

Die vorliegende Private-Real-Estate-Informationsbroschüre zeigt auf, dass der Markt für Alternative Investments in ständiger Bewegung ist. Investoren wollen neue Renditequellen erschließen und vor allem auch über die gesamte Kapitalstruktur hinweg allokalieren, eben um das Portfolio bestmöglich zu diversifizieren. Verwerfungen liquider Anlageformen an den Kapitalmärkten machen Alternative Investments noch interessanter. Risiko wird am Markt anders bepreist werden müssen als in der Boom-Phase des vergangenen Jahrzehnts. Alternative Investments, bei denen Immobilien auch zukünftig einen wichtigen Part einnehmen, werden im nächsten Abschwung zunehmend die bedeutende Rolle in der Minimierung von Tail-Risiken einnehmen, die früher Bonds zukam. Positive Erfahrungswerte diesbezüglich in allen größeren Krisen der letzten Jahrzehnte erklären die deutlich gestiegene Allokation und eine Ausweitung der Palette an Private-Markets-Produkten. Das von COVID-19 ausgelöste Beben, das zu hoher Volatilität an den Aktienmärkten führte und eine neue Welle an geldpolitischen Lockerungen auslöste, wird die Attraktivität von Anlageformen mit stabilen, langfristigen Einkommensströmen nur noch weiter erhöhen und unkorrelierte Renditen an Bedeutung gewinnen. Auch Zugangswege und Investitionsstrategien für Immobilien-Investments entwickeln sich weiter. Zu nennen ist hier insbesondere der globale Wandel hin zur Nutzung digitaler Technologien. Dieser ermöglicht der Immobilienbranche neue Wege in der Informationsbereitstellung, im Transaktionsprozess sowie im Management und Monitoring von Immobilieninvestments zu gehen.

### PropTech

Sinnbildlich für den digitalen Wandel der Immobilienbranche steht der Begriff „PropTech“. Die vier Hauptbereiche der PropTech-Aktivitäten sind Smart Real Estate, Real Estate FinTech, die Real Estate Shared Economy und die Digitalisierung und Analyse von Daten. In den letzten vier bis fünf Jahren wurden mindestens 20 Mrd. \$ in diese Sektoren und damit direkt oder indirekt in ca. 7.000 PropTech-Start-ups investiert.<sup>42</sup>

Smart Real Estate sind technologiebasierte Plattformen, die den Betrieb und die Verwaltung von Immobilienvermögen erleichtern. Bei den Assets kann es sich um einzelne Immobilieneinheiten oder ganze Städte handeln. Die Plattformen können Informationen über die Performance einzelner Gebäude oder ganzer Stadtzentren bereitstellen als auch Gebäudedienstleistungen automatisieren. Real Estate FinTechs sind in der Regel technologiebasierte Plattformen für Immobilieninvestments. Bei den Assets kann es sich um fremd- und eigenfinanzierte Immobilien, Immobilienaktien oder Fondsanteile handeln. Die Dienstleistung dieser Plattformen variiert von der einfachen Bereitstellung von Informationen für Kauf- und Verkaufsinteressenten, bis zur Durchführung von Immobilientransaktionen. Der Begriff Shared Economy umschreibt technologiebasierte Plattformen, die die Nutzung von Immobilienvermögenswerten (Grundstücke & Gebäude) erleichtern. Die

---

<sup>42</sup> Vgl. University of Oxford Research (2020a), S. 97.

Plattformen können Informationen für potenzielle Mieter und Vermieter bereitstellen, oder Transaktionen wie bspw. Mietzahlungen vereinfachen.

In der Ära der Online-Meetings ist es keine Überraschung, dass der Trend zu vermehrtem Einsatz von Technologie und die Digitalisierung langfristig auch immense Auswirkungen auf die Immobilienbranche haben werden. Neue Technologien werden dabei sicherlich einige Jobs und ganze Branchen überflüssig machen, andererseits aber viele neue Rollen schaffen, die wir heute noch nicht kennen. Disruptive Begleiterscheinungen der COVID-19-Pandemie haben bereits einer Menge PropTech-Initiativen Aufwind verschafft und werden aufkommende Trends weiter beschleunigen.

### **Tokenisierung von Immobilieninvestments**

Zum anderen erhält die Anlageklasse Real Estate durch die fortschreitende Digitalisierung, insbesondere durch den Einsatz der Distributed-Ledger-Technologie, eine neue Dynamik, die auch im institutionellen Portfolio früher oder später Einzug halten wird. Typische Charakteristika für Private-Markets-Strategien können dadurch aufgebrochen werden, insbesondere durch die Tokenisierung im Immobilienbereich, die sich derzeit in der Praxis verbreitet und nicht nur die Handelbarkeit verändert.

Die Bereitstellung von zusätzlicher Liquidität in der eher illiquiden Struktur von Immobilieninvestments ist eine äußerst interessante Entwicklung. Sicherlich kann die Anlageklasse für viele Investorengruppen an Attraktivität gewinnen, wenn sie schnell und zu geringen Kosten gehandelt werden könnte. Ließe sich Immobilienvermögen leichter fraktionieren, während gleichzeitig die Liquidität steigt, würde dies das Rendite-Risiko-Profil typischer Immobilien-Portfolios verbessern. Einer der Vorteile der Distributed-Ledger-Technologie, einschließlich Blockchain, ist das Potenzial für die Aufteilung von Vermögenswerten und die Erleichterung oder Replikation von Transaktionen durch das Instrument eines Smart Contracts. Auch der Sekundärmarkt könnte durch Blockchain-basierte Eigentumsnachweise an Bedeutung gewinnen, z. B. durch den Handel von Immobilienanteilen in Form von sogenannten Immobilien-Token (i. d. R. eine Unterform sogenannter Security-Token). In der Welt der Immobilientechnologie hat der Begriff Tokenisierung zwei Bedeutungen: Er kann für die Fraktionierung von Eigentumsrechten verwendet werden; oder er kann sich auf die digitale Darstellung von Vermögenseigentum beziehen. Häufig werden mit dem Begriff Tokenisierung beide Verwendungen kombiniert.<sup>43</sup> Noch verzichten institutionelle Investoren in Deutschland weitgehend auf (Immobilien-) Investments über Crypto-Assets, zu der bspw. die Beteiligung an Immobilien in digitaler Form von Immobilien-Token zählt. Das bestätigt u. a. der BAI Investor Survey.

Wegen bestehender Registerpflichten können Immobilieneigentum und Beteiligungen an Immobiliengesellschaften hierzulande bisher nicht tokenisiert werden. Statt dingliche oder gesellschaftsrechtliche Ansprüche erhalten Investoren bei der Tokenisierung bisweilen

<sup>43</sup> Vgl. University of Oxford Research (2020b), S. 3ff.

ausschließlich schuldrechtliche und regelmäßig unbesicherte Ansprüche gegen den Emittenten. In der Praxis werden meist Genussrechte mit qualifiziertem Nachrang tokenisiert, durch die Investoren eine eingeschränkte Beteiligung am Erfolg eines Immobilieninvestment beanspruchen können. Dieser „Ausweg“ aus dem Anwendungsbereich des KAGB rückt Token-Emissionen in die Ecke des grauen Kapitalmarktes, sodass es nicht überrascht, dass deutsche institutionelle Endinvestoren unter Berücksichtigung ihrer Sorgfaltspflicht bei bestehender regulatorischer Unsicherheit auf Investments via Security-Token verzichten. Die Schaffung von Haftungssubjekten und klare Regeln für elektronische Wertpapierregister nach Einführung der Erlaubnispflicht für Crypto-Asset-Verwahrer wären ein wichtiger Schritt, um Security-Token für Institutionelle attraktiver zu machen. Das geplante Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren (eWpG) kann die Token-Emission und -Investition erleichtern und bestenfalls zum Durchbruch verhelfen.<sup>44</sup>

Die Bundesregierung hat am 16. Dezember 2020 den Gesetzesentwurf zur Einführung von elektronischen Wertpapieren veröffentlicht, der weitgehend auf dem gemeinsamen Referentenentwurf des Bundesjustiz- und des Bundesfinanzministeriums vom 10. August 2020 basiert. Die jüngste Anhörung am 22. März 2021 im Finanzausschuss zum eWpG, in der die privatrechtlichen Regeln für Token und tokenisierte Vermögenswerte, die Schaffung eines Kryptowertpapierregisters und die Ausweitung des Anwendungsbereichs im Mittelpunkt standen, zeigte jedoch deutlich auf, dass der Entwurf zum eWpG nicht weit genug geht. Eine wichtige Änderung für die Fondsbranche und auch zentrales Petitum der BAI-Stellungnahme im Vergleich zum Referentenentwurf ist, dass auch Fondsanteilscheine einbezogen werden und damit auf das Urkundserfordernis verzichtet wird. Elektronische Fondsanteilscheine sind ein richtiger und wichtiger Schritt zu mehr Digitalisierung. Dieser Empfehlung schlossen sich auch zahlreiche Sachverständige in der Anhörung im Finanzausschuss an.

---

<sup>44</sup> Vgl. Goldbeck (2021), S. 20–23.

## 6 Literaturverzeichnis

- artis Institutional Capital Management GmbH; Advice in Motion GmbH; TELOS GmbH (2021): Präferenzen institutioneller Anleger bei Immobilien und Alternativen Investments.
- BAI (2019): Alternative Investor Survey 2019.
- BAI (2020): Alternative Investor Survey 2020.
- Blackrock (2020): Private markets 2020.
- Chambers, Donald R.; Anson, Mark J. P.; Black, Keith H.; Kazemi, Hossein B. (2020): Alternative Investments. CAIA level I. 4. Aufl.
- Cornell University's Baker Program in Real Estate; Hodes Weill & Associates (2020): 2020 Institutional Real Estate Allocations Monitor.
- Deutsche Bundesbank (2020): Der lang gedehnte Preisaufschwung bei Wohnimmobilien in Deutschland aus gesamtwirtschaftlicher Sicht: Wirkungskanäle und fundamentale Einflussfaktoren. In: *Monatsbericht* (Oktober 2020), S. 67–87.
- DWS (2020): Commercial Real Estate Debt: An Insurance Perspective.
- Engel & Völkers Investment Consulting (2021): INVESTMENT PULSE 2020/21.
- ESMA (2021): Alternative Investment Funds (AIFs) exposures to commercial real estate.
- Goldbeck, Axel (2021): Das eWpG und Immobilieninvestments. In: *ZdiW* 1 (1), S. 20–23.
- MSCI (2020a): Listed and Private Real Estate: Putting the pieces back together.
- MSCI (2020b): Real estate market size 2019/20.
- Preqin (2021a): Global Real Estate Report.
- Preqin (2021b): Investor Outlook H1 2021.
- PwC (2020): 12. Real Estate Investor Survey.
- Rock, Verena; Schumacher, Christoph; Bäumer, Hubertus; Pfeffer, Tobias (2019): Praxishandbuch Immobilienfondsmanagement und -investment. Wiesbaden: Springer Fachmedien Wiesbaden.
- Schäfer, Jürgen; Conzen, Georg; Bals, Werner (2020): Praxishandbuch Immobilien-Investitionen. 4. Auflage. München: C.H. Beck.
- Universal Investment (2020): Pressemitteilung: Ärztehaus statt Hotel - Investoren nehmen Gesundheitsimmobilien ins Visier.
- University of Oxford Research (2020a): PropTech 2020: the future of real estate.
- University of Oxford Research (2020b): Tokenisation: the future of real estate investment?



## Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)

### Interessen- vertretung

Assetklassen- und produktübergreifende Interessenvertretung für Alternative Investments (AI). Seit 1997 mit aktuell rund 230 in- und ausländischen Mitgliedern (KVGen, Asset Manager, Banken, Service Provider und Berater).

### Recht & Regulierung

Einsatz für wettbewerbsfähige Rahmenbedingungen für Anlagen in AI, insbesondere auch im Hinblick auf die Sicherung der deutschen Altersvorsorge. Unterstützung durch Fachausschüsse zur Fonds- und Marktregulierung, Investmentbesteuerung und Investorenaufsichtsrecht.

### Markt, Research & Öffentlichkeitsarbeit

Regelmäßige Umfragen im Bereich AI (BAI Investor Survey), Erstellung von Due Diligence Questionnaires, Fact Sheets und Informationsbroschüren sowie eigener Studien zu AI. Verbesserung des Verständnisses Alternativer Investments und Anlagestrategien in der Öffentlichkeit. Unterstützung durch den BAI Investorenbeirat mit Mitgliedern aus Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerken und Stiftungen.

### Veranstaltungen

Veranstalter der jährlichen Branchenkonferenz BAI Alternative Investor Conference (AIC) in Frankfurt, zusätzlich zahlreiche BAI Insights, BAI Workshops und BAI Webinare mit insgesamt über 5.000 Teilnehmern innerhalb eines Jahres, davon alleine 600 auf der AIC.

### Wissenschaft & Lehre

Förderung von Wissenschaft und Lehre (z. B. BAI Wissenschaftspreis, Druckkostenzuschuss und AI-Studiengänge).

## Autoren

### Philipp Bunnenberg



**BAI e.V.**  
**Referent**  
**Alternative Markets**



+49 (0)228-96987-52

Master of Science  
Betriebswirtschaftslehre



bunnenberg@bvai.de

### Jan Simanovski



**BAI e.V.**  
**Studentischer Mitarbeiter**  
**Alternative Markets**



+49 (0)228-96987-13

Bachelor of Science  
Volkswirtschaftslehre

## Haftungsausschluss

Diese Publikation dient der allgemeinen Information über Immobilien und stellt keine Anlage- oder Rechtsberatung dar. Sie wurde mit größter Sorgfalt und Genauigkeit erstellt. Der Bundesverband Alternative Investments e. V. (BAI) übernimmt jedoch keine Gewähr für die Qualität und Aktualität der in dieser Informationsbroschüre enthaltenen Informationen und zitierten Quellen.

### Impressum:

Verantwortlich:  
Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)  
Poppelsdorfer Allee 106  
D-53115 Bonn  
Telefon: +49(0)228-96987-0  
Fax: +49(0)228-96987-90  
www.bvai.de  
info@bvai.de