

# IMPACT Q4//2024

# Change ~~C~~

Exklusiv für  
institutionelle  
Anleger

Aktuelle Erkenntnisse aus  
der Praxis der Real Asset Investments

## Immobilienmärkte

### Machtwechsel in den USA

Veränderte Aussichten für den  
US-Immobilienmarkt  
... S. 3

## Immobilienfonds

### Fondsmarkt

Einstiegszeitpunkt für Neuinvest-  
ments attraktiv – Mangel an neuen  
Fondsprodukten ... S. 4

## Infrastruktur-Equity

### Infrastrukturfonds mit „Vintage- Portfolio“

Valide Wege zur Chancen-  
abwägung? ... S. 5

## Real Estate Debt Funds

### Real Estate Debt Funds in Deutschland

Rückblick und Lessons Learnt  
... S.6

# IMPACT Q4//2024

Aktuelle Erkenntnisse aus der Praxis der Real Asset Investments

*Sehr geehrte Leserinnen und Leser,*

Das Jahr 2024 stand politisch im Zeichen wichtiger Wahlen weltweit. Besonders die US-Präsidentenwahl im November sorgte für Aufsehen, als die Kandidaten in einem polarisierten Umfeld aufeinandertreffen. Nach intensiven Debatten und Kampagnen veränderte das Wahlergebnis die politische Landschaft der USA und setzte neue Prioritäten, insbesondere in den Bereichen Klimapolitik und internationale Zusammenarbeit.

In unserem Beitrag „**Machtwechsel in den USA – Veränderte Aussichten für den US-Immobilienmarkt**“ gehen wir der Frage nach, welche Chancen sich daraus ggf. für Anleger ergeben.

Auch in Europa standen wichtige Entscheidungen an: Die Europawahl im Sommer brachte neue Dynamik ins EU-Parlament - Grüne und liberale Parteien büßten Sitze ein, während rechte Parteien zulegen konnten. Nationale Wahlen in Ländern wie Frankreich, Deutschland und Polen verdeutlichten den

Trend zu einer gespaltenen Wählerschaft. Mit dem Koalitions-Aus und den kommenden Neuwahlen stehen in Deutschland weitere Veränderungen bevor. Laufende Gesetzgebungsverfahren wie das Zukunftsfinanzierungsgesetz sind in der Schwebe.

Gleichzeitig deuten Marktindikatoren an, dass die **Investmentmärkte für Immobilien** die Talsohle durchschritten haben. Der Beitrag „**Fondsmarkt: Einstiegszeitpunkt für Neuinvestments attraktiv – doch Mangel an neuen Fondsprodukten**“ beleuchtet den Markt und die Möglichkeiten für Anleger.

Alternativen bieten sich unter anderem im Bereich **Infrastruktur-Investments**. Hier finden sich Produkte mit bereits getätigten Startinvestitionen in Konkurrenz zu noch nicht investierten Angeboten. Unter der Überschrift „**Infrastrukturfonds mit „Vintage-Portfolio“ - Valide Wege zur Chancenabwägung?**“ schauen wir, wie Anleger Chancen und Risi-

ken bei Produkten mit Vintage-Anteil abwägen.

Eine Alternative zu Eigenkapitalinvestments bieten **Real Estate Debt Funds**. Wovon unser letzter Beitrag „**Real Estate Debt Funds in Deutschland – Rückblick und Lessons Learnt**“ handelt, der auch konkrete Handlungsoptionen für Anleger beschreibt, um die Lücke zwischen Marketingversprechen und Vertragswerk zu schließen.

Wir hoffen, dass wir Ihnen mit unseren Beiträgen aus der Praxis nützliche Anregungen bieten können.

Bis zu nächsten Ausgabe im neuen Jahr wünschen wir Ihnen erholsame Feiertage und einen guten Rutsch in ein chancenreiches Jahr 2025!

Mit den besten Grüßen

*Michael Bennigshoff*  
(Chefredakteur dieser Ausgabe)

## Machtwechsel in den USA

Veränderte Aussichten für den US-Immobilienmarkt

Angesichts der Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der USA und der Mehrheit der Republikaner in Senat und Repräsentantenhaus ist mit einer deutlichen Neuausrichtung der Wirtschaftspolitik in den USA zu rechnen. Aus der Sicht deutscher Anleger stellt sich vor diesem Hintergrund die Frage, ob das veränderte politische Umfeld für Immobilieninvestments in den USA Chancen bietet.

Kurz- bis mittelfristig sollte der Politik-Mix aus Steuersenkungen, Deregulierung und Importbeschränkungen der Konjunktur in den USA einen gewissen Schub verleihen, der sich an den Mietmärkten in zusätzlichem Flächenbedarf niederschlägt. Dagegen wird die Neubautätigkeit möglicherweise einen Dämpfer erhalten, weil die restriktive Immigrationspolitik in der Bauwirtschaft zu einer Verknappung der Arbeitskräfte und steigenden Lohnkosten beiträgt sowie höhere Importzölle die Preise für bestimmte Baumaterialien nach oben treiben. Die Aussichten auf steigende Mieten stehen in den USA daher mittelfristig grundsätzlich gut.

Fraglich ist hingegen, wohin sich künftig die US-Zinsen und damit

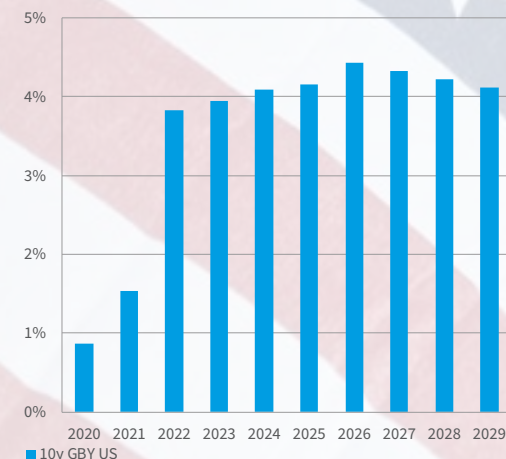
die Cap Rates am Immobilienmarkt entwickeln: Eine stärkere Konjunktur, die restriktive Außenhandelspolitik und tendenziell steigende Löhne werden die Verbraucherpreise und damit die Inflationsrate nach oben treiben. Daher ist es zweifelhaft – auch angesichts des zu erwartenden Anstiegs der Staatsverschuldung –, ob die langfristigen Zinsen in den USA im kommenden Jahr weiter fallen werden, wenn gleich der Druck auf die Fed zu einer Lockerung der Geldpolitik unter Trump als Präsidenten zunehmen dürfte. Viele Marktanalysten erwarten daher, dass sich die Cap Rates im Jahr 2025 tendenziell stabil entwickeln. Dies impliziert, dass die Immobilien-Performance in naher Zukunft vor allem durch Mietwachstum und Leerstandsabbau getrieben wird.

Es ist davon auszugehen, dass sich Trumps Politik auf die einzelnen Teilmärkte des US-Marktes unterschiedlich auswirken wird: So werden beispielsweise im Logistiksektor die Märkte im Umfeld von Übersee Häfen wie Los Angeles und Houston durch die protektionistische Außenhandelspolitik tendenziell geschwächt, während Standorte mit Ausrichtung auf Binnenlogistik

innerhalb der USA eher gestärkt werden. Die immigrantenfeindliche Politik der neuen Administration wird sich innerhalb des Mietwohnungssektors im stark regulierten Affordable-Housing-Segment kaum niederschlagen (Grund: ausgeprägtes Angebotsdefizit), während im weniger regulierten Workforce-Housing-Segment negative Effekte nicht auszuschließen sind. Im Zusammenhang mit dem Wohnsektor ist erwähnenswert, dass Donald Trump eine Privatisierung der beiden staatlichen Wohnfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac erwägt – dies weckt die Befürchtung, dass die Kreditzinsen in bestimmten Teilmärkten des Wohnungssektors ansteigen könnten.

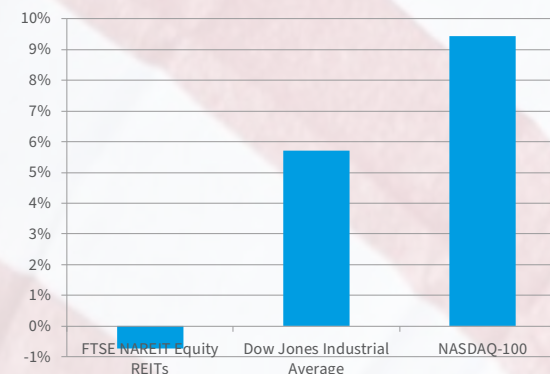
Wenngleich viele Gründe dafür sprechen, dass Trumps Wirtschaftspolitik zu Verschiebungen am US-Immobilienmarkt führt, so besteht unter den Marktakteuren diesbezüglich kein Konsens. Ablesbar ist dies u.a. an der jüngsten Entwicklung des FTSE NAREIT Equity REITs (US-REIT Index), der seit Ende Oktober um 0,7% gefallen ist, während zeitgleich der Dow Jones Industrial Average sowie der NASDAQ-100 um 5,7% bzw. 9,4% in die Höhe geschossen sind.

### Prognose für Zins zehnjähriger US-Staatsanleihen



Quelle: tradingeconomics.com (Ist), Oxford Economics (Prognose), Ende Nov. 2024

### US-Aktienindizes: Änderung seit Ende Okt. 2024



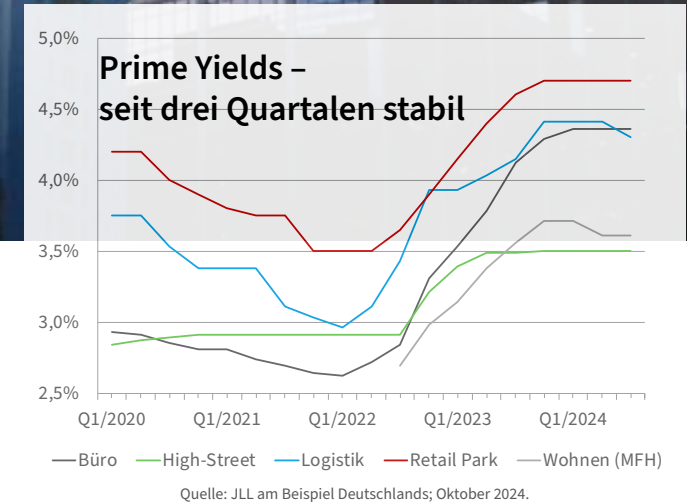
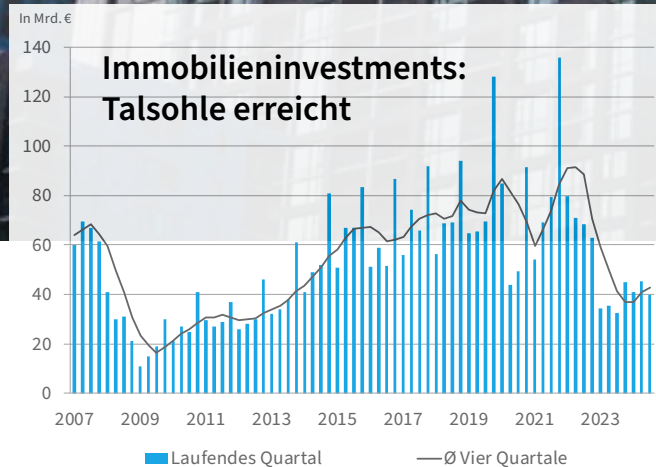
Quelle: NAREIT, Dow Jones, NASDAQ, Stichtag jeweils 11.12.2024.

## Fondsmarkt

Einstiegszeitpunkt für  
Neuinvestments attraktiv –  
Mangel an neuen Fondsprodukten

Diverse Marktindikatoren deuten darauf hin, dass Europas Investmentmärkte im Laufe des Jahres 2024 die Talsohle erreicht haben und wir am Beginn eines neuen Immobilienmarktzyklus stehen. Der Einstiegszeitpunkt für Investoren, die ihre Immobilienallokation ausbauen wollen, erscheint daher günstig.

Der potentiellen Nachfrage institutioneller Anleger steht aktuell jedoch ein eingeschränktes Angebot an neuen Fondsprodukten zur Verfügung: So werden im Bürosektor aufgrund der schwierigen Marktlage in diesem Segment allenfalls Club Deals angeboten, konzentrieren sich die wenigen neuen Einzelhandelsfonds auf das Nahversorgungssegment, während sich für deutsche Anleger geeignete neue Wohnimmobilienfonds zumeist auf den deutschen Markt begrenzen. Vergleichsweise viele Produkte werden als deutsche Spezial-AIFs im Industrial Sector vermarktet (aktuell sechs Vehikel), zumeist mit Fokus auf Logistikimmobilien. Die



Auflegung dieser Fonds verzögert sich aber, sei es mangels belastbarer Seed-Pipeline oder weil die Kapitalzusagen bislang das für einen neuen Fonds erforderliche Mindestvolumen nicht erreichen.

Mancher Investor weicht daher auf neue Fondsvehikel nach Luxemburger Recht aus in der Erwartung, dass diese Fonds aufgrund ihrer internationaleren Vermarktung bei oft eher Total-Return- als ausschüttungsgetriebenen Investoren mit höherer Wahrscheinlichkeit zustande kommen. Die deutschen Anleger nehmen dabei in Kauf, dass die Luxemburger Produkte i.d.R. Nachteile u.a. in Form relativ geringer Transparenz und schwacher Kontrollmöglichkeiten aufweisen.

Angesichts des eingeschränkten Angebots an neuen Anlageprodukten verzeichnen einige offene, insbesondere paneuropäische Bestandsfonds mittlerweile wieder Kapitalzuflüsse. Diese punkten damit, dass sie

bereits über ein diversifiziertes Portfolio verfügen, können für Investoren jedoch erhebliche Risiken aufweisen u.a. in Form stiller Lasten in der Bewertung, zeitnah anstehender Refinanzierungen und verdeckter Anteilsscheinrückgaben. Die Prüfung dieser Risiken erfordert in der aktuellen Lage eine besonders aufwändige Due Diligence.

Für Investoren, die entweder allein oder im Club mit gleich gesinnten Anlegern über genügend Eigenkapital für Neuinvestments verfügen, bietet sich schließlich eine unkonventionelle Alternative an – nämlich die Möglichkeit, gemeinsam mit einem geeigneten Immobilienmanager und einer entsprechenden KVG das gewünschte Anlageprodukt zu konzipieren.



## Infrastrukturfonds mit „Vintage-Portfolio“

Valide Wege zur Chancenabwägung?

Ein Anleger, der aktuell die Zeichnung eines Infrastrukturfonds in Betracht zieht, hat interessante Auswahloptionen. Der Markt bietet sektorübergreifend Produkte, die bereits seit 2021 oder 2022 in verschiedene Anlagen investiert sind („Vintagefonds“) und solche, die nun beginnen, ein Portfolio aufzubauen.

Das Verhältnis von investierbaren Fonds mit Vintage zu frischen Blindpool-Fonds ist aktuell ca. 35/65, wobei eine gewisse Entscheidungsschnelligkeit gefragt ist, weil einige „reifere Fonds“ im ersten Halbjahr 2025 das Final Closing anstreben.

### Abwägung der Risiken und Chancen der Optionen

Anleger stellen sich dann die Frage, ob und inwieweit die bereits in den Fonds gekauften Anlagen unter Renditegesichtspunkten attraktiv sind. Hierzu gibt es verschiedene Beobachtungen.

**Beispiel Herstellungskosten:** Ein Fonds enthält Photovoltaik-Anlagen, die 2022 gebaut bzw. erworben wurden. Diese sind aus heutiger Sicht schlichtweg zu teuer. Der mitunter rasante Preisverfall bei den Materialien – ca. 30% alleine in 2024 bei Solarmodulen – resultiert u.a. aus Überkapazitäten in China.

Günstigeren Herstellungskosten stehen beim Vintage-Fonds aber „operating assets“ gegenüber. Neue Anlagen müssen nach einer langwierigen Ready-to-Build-Phase erst gebaut und an die Netzinfrastruktur angeschlossen werden. Das ist derzeit in Deutschland ein Bottleneck, ebenso wie teilweise die Lieferzeit für

Transformatoren. Das reservierte bzw. allokierte Geld fängt deutlich später zu arbeiten an.

**Beispiel Strompreisentwicklung:** Der Kaufpreis einer Windanlage im Vintage-Fonds wurde 2022 unter dem Einfluss und der künftigen Erwartung hoher Strompreise ermittelt (Börsenstrompreis 2022: 230 EUR/MWh, 2023: 92 EUR/MWh, 2024: 75 EUR/MWh). Ein auf Basis von Discounted Cashflows ermittelter Kaufpreis wäre wegen des gesunkenen Strompreises wahrscheinlich heute niedriger. Was wiegt dagegen? Ein der Windkraftanlage zugrunde liegender Stromabnahmevertrag (PPA) ist zu guten Bedingungen abgeschlossen worden und liefert über 10 Jahre einen überdurchschnittlichen Cash-Flow.

### Bewertungen und Investment-Proposals unter Umständen hilfreich

Im konkreten Fall analysiert der Anleger beim Vintagefonds die Bewertungshistorie der Anlagen und ermittelt die Differenz zwischen letzter Bewertung und Kaufpreis. Dies liefert Indizien bzgl. eines Downside Risks.

Sofern ausreichend Kapital zur Verfügung steht, kann eine Kombination beider Varianten Sinn machen, um auch die den Assets immanenten Risiken neuer und bestehender Anlagen besser zu diversifizieren. „Alt“ muss nicht schlecht sein, auch wenn die nackten Finanzzahlen eine andere Sprache sprechen, können Asset-Eigenschaften wie Netzzugang (= Standortqualität) oder besondere Projektrechte (= Chance zum Repowering mit höherer Kapazität) auf Dauer Mehrwert liefern.

# Real Estate Debt Funds in Deutschland

## Rückblick und Lessons Learnt

In den Jahren vor der Zinswende war das Kapital im Immobilienmarkt reichlich und das Angebot an bezahlbaren Immobilien rar. Viele institutionelle Anleger waren auf der Suche nach einer auskömmlichen Rendite und schnellem Kapitalabruf. Der Real Estate Debt Markt hat hier eine Alternative angeboten, um indirekt über Fremdkapital in Immobilien zu investieren.

### Zahlreiche Newcomer auch im deutschen Markt

Auch im deutschen Markt gab es ein steigendes Angebot an Real Estate Debt Funds. Der Immobilienmarkt suchte Finanzierungslösungen, die Banken nicht mehr bereitstellen konnten, insbesondere bei Projektentwicklungen und komplexeren Transaktionen. Diese Finanzierungslücke wurden zum Teil durch alternative Kreditgeber – Real Estate Debt Funds – gefüllt. Im Vergleich zu Real Estate Equity boten diese Fonds ein interessantes Rendite-Risiko-Profil von ca. 6-10% netto IRR.

### Gründe für Underperformance deutscher Kreditfonds

Ein paar Jahre weiter ins Jahr 2024: Viele dieser Fonds dürften heute weit unterdurchschnittlich performen bis hin zu erheblichen Kapitalverlusten für deren Anleger. Was sind die Gründe hierfür? Im Vergleich zu paneuropäischen Real Estate Debt Funds beobachten wir, dass sich in deutschen Fonds Kreditnehmer mit einer schlechteren Bonität und geringerem Institutionalierungsgrad häufen. Weitere Gründe sehen wir in den eingegangenen Risiken, die zum Teil während der Vermarktung des Fonds ganz anders präsentiert wurden. Ein Blick ins Vertragswerk offenbart beispielsweise eine Unschärfe hinsichtlich der Anlagestrategie. Oder anders formuliert: Der Debt Manager gibt sich einen großen Spielraum an Möglichkeiten, die er am Ende ausgenutzt hat.

Hinzukommt, dass der Detailgrad in den laufenden Reportings eine geringere Transparenz hinsichtlich des

Risikos der Kredite und besicherten Immobilien liefert. Dies macht es Anlegern schwer, das tatsächlich eingegangene Rendite-Risiko-Profil zu beurteilen.

### Denkbare Ansätze für Lösungen / Lessons Learnt

Denkbar ist es, sich bei Neuzeichnungen gewisse Pflichten und Rechte in einem Sideletter bestätigen zu lassen. Dies können Konkretisierungen der Anlagestrategie sein. Aber auch ein „Beobachterstatus“ im Advisory Board für kleinere Anleger, sofern ein regulärer Sitz im Advisory Board größeren Anlegern vorbehalten ist.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass es Möglichkeiten gibt, gewisse Risiken bzw. Unschärfen in den Fondsstrukturen herauszunehmen oder abzumildern. Dies muss jedoch zum Zeitpunkt der Zeichnung erfolgen, da ein Nachverhandeln wenig aussichtsreich ist.





**Sie haben Fragen?  
Sie wollen unsere Themen  
vertiefen?**

---

**Ihr Ansprechpartner bei uns:**

Tobias Moroni  
Managing Director

tobias.moroni@2ig.de  
Phone: +49 (0) 69 484 485 552  
Mobile: +49 (0) 176 56 71 58 01

Real Impact in  
Real Asset Investments.

## Herausgeberin

Institutional Investment Group GmbH

Brüsseler Straße 1-3  
60327 Frankfurt am Main

[www.2ig.de](http://www.2ig.de)

## Chefredakteur:

Michael Benninghoff (V.i.S.d.P.)

## Redaktion:

Sandra Ludwig, Dr. Andreas Peppel, Dr. Oliver Voß

## Bildnachweis:

Dan Dennis, Jimmy Chang, Javier Allegue Barros / alle Unsplash,  
AdobeStock

## Haftungsausschluss

Dieses Dokument wurde von der Institutional Investment Group GmbH (im Folgenden „2IG“) erstellt. Es enthält ausgewählte Informationen und erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Obwohl das Dokument mit Sorgfalt erstellt wurde, ist es nicht auszuschließen, dass es unvollständig ist oder Fehler enthält. 2IG, deren Geschäftsführer, Aufsichtsräte, leitende Angestellte oder Mitarbeiter haften nicht für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen.

Das Dokument darf nicht als Verkaufsangebot oder als Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren verstanden werden. Die in dem Dokument gemachten Aussagen können ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Dokument und etwaige, darin enthaltene Aussagen zu rechtlichen und steuerlichen Sachverhalten, sind weder als Rechts- noch als Steuerberatung anzusehen. Darüber hinaus weist 2IG darauf hin, dass das Dokument allein für institutionelle Anleger bestimmt ist.