

IMPACT Q3//2025

Exklusiv für
institutionelle
Anleger

Ein neuer Zyklus

Aktuelle Erkenntnisse aus
der Praxis der Real Asset Investments

Immobilienmärkte

Net Operating Income

Wesentlicher Werttreiber im neuen
Marktzyklus ... S. 3

Immobilienmärkte

Viel Angebot - wenig Nachfrage

Ist eine Investition in Büroimmobilien
jetzt lukrativ? ... S. 4

Infrastrukturfonds

Chance oder Risiko

„Nischen-Geschäftsmodelle“ als
Beimischung in Infrastrukturfonds
... S. 5

Regulatorik

Liquidität

Schutzschirm im Sturm oder nur
ein Schönwetterversprechen?
... S.6

IMPACT Q3//2025

Aktuelle Erkenntnisse aus der Praxis der Real Asset Investments

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

nach dem Regen kommt die Sonne, nach dem Winter der Sommer, nach der Nacht der Tag. Alles bewegt sich in Zyklen. Und so wie sich mancher beim ersten Licht am Morgen fragt, was der Tag wohl so bringen mag, haben wir uns gefragt, was der neue Marktzyklus auf den Immobilienmärkten mit sich bringt und was ihn vom letzten unterscheidet.

Antworten liefert unser Beitrag **„Net Operating Income als wesentlicher Werttreiber im neuen Marktzyklus“**: Die Zeit der passiven Wertsteigerung durch sinkende Zinsen scheint vorbei. Stattdessen rückt der Net Operating Income als zentraler Werttreiber in den Fokus. Wer heute erfolgreich investieren will, muss verstehen, wie sich Mieten, Leerstände und ESG-Anforderungen auf die Performance auswirken – und wie aktives Asset Management zur Renditequelle wird.

Die neuen Realitäten im Büroimmobilienmarkt beleuchten wir im zweiten Beitrag dieser Ausgabe

„Viel Angebot - wenig Nachfrage: Ist eine Investition in Büroimmobilien jetzt lukrativ?“. Der Bürosektor steht exemplarisch für die Herausforderungen des Zyklus: Wertkorrekturen von bis zu 40%, Refinanzierungsdruck und veränderte Nutzerbedürfnisse treffen auf ein Überangebot an nicht mehr zeitgemäßen Flächen. Und doch: Wer selektiv vorgeht, ESG-Kriterien berücksichtigt und auf nachhaltige Mieterstrukturen setzt, kann von der Marktberreinigung profitieren. Timing und Qualität sind entscheidend.

Im Bereich Infrastruktur versprechen Nischen-Geschäftsmodelle Innovationsrenditen – bergen aber auch Risiken. Der Beitrag **„Chance oder Risiko? ‚Nischen-Geschäftsmodelle‘ als Beimischung in Infrastrukturfonds“** beschreibt, wie Anleger solche Modelle kritisch prüfen und sinnvoll in Portfolios integrieren.

Immer wieder Neues bietet die Regulatorik. Neue Vorgaben für Liquidity Management Tools (LMTs)

sollen offene Investmentfonds krisenfester machen. Doch wie viel Substanz steckt hinter dem Regulierungsansatz? Greifen diese Instrumente in Stressphasen wirklich – oder erzeugen sie nur die Illusion von Sicherheit? Auf diese Fragen gehen wir im letzten Beitrag dieser Ausgabe **„Liquidität – Schutzschirm im Sturm oder nur ein Schönwetterversprechen?“** ein.

Die Belebung der Märkte lässt hoffen, doch der neue Zyklus verlangt aktives Management, kluge Asset Selection und ein tiefes Verständnis für strukturelle Marktveränderungen. Wer jetzt die richtigen Weichen stellt, kann nicht nur von der Erholung profitieren, sondern auch nachhaltige Werte schaffen – ökonomisch wie ökologisch.

Wir wünschen Ihnen eine erkenntnisreiche Lektüre und freuen uns auf den gemeinsamen Austausch.

Herzlichst,

Tobias Moloni
(Chefredakteur dieser Ausgabe)



Net Operating Income

Wesentlicher Werttreiber im neuen Marktzyklus

Die europäischen Immobilienmärkte befinden sich seit Mitte 2024 in einem neuen Zyklus, wie unter anderem die jüngsten Entwicklungen der Investmentvolumina und Total Returns belegen. Daraus resultieren Chancen für Neuinvestments aufgrund der Aussicht sowohl auf relativ hohe laufende Einkommensrenditen als auch auf eine Werterholung. Die optimale Nutzung dieses Potenzials setzt aber ein gutes Verständnis darüber voraus, welches die wesentlichen Werttreiber in der erwarteten Aufschwungphase sein werden. Diese können sich von Zyklus zu Zyklus unterscheiden, wie ein Vergleich der prognostizierten Marktentwicklung mit dem letzten Immobilienmarktzyklus darlegt.

Im letzten Marktzyklus, der in den Jahren nach der Eurokrise 2009/2010 an Dynamik gewann, wurde die Wertentwicklung der Immobilien maßgeblich durch die Kompression der Anfangsrenditen als Folge stetig fallender Kapitalmarktzinsen getrieben: Laut einer Auswertung auf Basis von MSCI-Daten entfielen grob rund zwei Fünftel der durchschnittlich erzielten Total Property Returns in Europa auf diesen Yield-Effekt. Der Zinsrückgang hatte für Immobilieninvestoren darüber hinaus den positiven Neben-

effekt, dass sie über den Fremdkapitalhebel eine signifikante Zusatzrendite generieren konnten.

Im neuen Zyklus zeichnet sich bislang keine vergleichbare Entwicklung ab: Die Risikoprämie von Immobilien, gemessen als Differenz zwischen den Spitzenanfangsrenditen von Immobilien und den Zinsen für langfristige Bundesanleihen, ist heute deutlich geringer als während des Aufschwungs in den 2010er Jahren. Auch eine deutliche Reduktion der langfristigen Zinsen zeichnet sich nicht ab: Die Inflationsrate hat sich in der Eurozone trotz schwacher Konjunktur seit Mai 2025 bei 2% eingependelt; die steigende Staatsverschuldung als Folge der expansiven Fiskalpolitik in Deutschland und anderen Euro-Ländern lässt erwarten, dass die langfristigen Zinsen an den Kapitalmärkten über einen längeren Zeitraum auf hohem Niveau verharren.

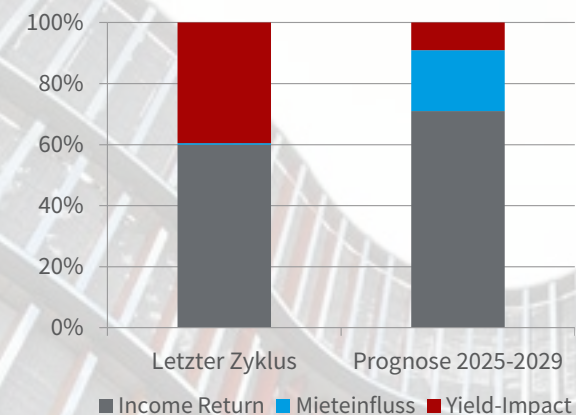
Diverse Prognosen, z.B. von PMA, deuten daher darauf hin, dass der Total Return im neuen Marktzyklus maßgeblich durch den Net Operating Income und seine Determinanten bestimmt wird. Die Erzielung hoher Renditen setzt somit Verbesserungen des Net Operating Income voraus – etwa über ein Wachstum

der Marktmieten oder als Folge von aktivem Assetmanagement.

Dabei ist zu erwarten, dass die Markterholung im aktuellen Zyklus weniger uniform als in den 2010er Jahren erfolgen wird. Als Folge struktureller Veränderungen droht nämlich einem Teil des Immobilienbestandes anhaltender Leerstand – sei es wegen veränderter Nachfragepräferenzen (z.B. neue Anforderungen an moderne Büroimmobilien) oder aufgrund steigender Energiepreise bzw. strengerer Dekarbonisierungsanforderungen (z.B. Einführung des Emissionshandels im Jahr 2027). Im Assetmanagement werden Manage-to-Core-Ansätze vor diesem Hintergrund noch stärker in Mode kommen.

Eine gute Asset Selection sowie aktives Asset Management werden daher im neuen Zyklus wesentliche Schlüssel zur Erzielung attraktiver Immobilienrenditen sein. Investoren, die bei ihren Immobilienanlagen allein auf passive Werttreiber setzen, könnten im neuen Zyklus eine Enttäuschung erleben.

Treiber des MSCI Europe Annual Property Index



Quelle: PGIM Real Estate auf Basis von MSCI und PMA, Juni 2025.

Viel Angebot - wenig Nachfrage

Ist eine Investition in Büroimmobilien jetzt lukrativ?

Der Bürosektor scheint derzeit unbeliebt zu sein. Viele Anleger haben Wohnen und Logistik im Blick. Aber gerade im Bürosektor „drückt der Schuh“. Die aktuelle Refinanzierungswelle trifft den Bürosektor besonders stark. Aufgrund der Wertverluste ausgelöst durch die Zinswende sind die Beleihungsquote oftmals zu hoch für eine Refinanzierung. Neues Kapital steht nicht oder nur begrenzt zur Verfügung, so dass ein Verkauf die einzige Lösung sein kann. Stellt sich die Frage, wie attraktiv ist jetzt eine Investition in Büroimmobilien?

Wertkorrektur von bis zu 40%

Die Wertkorrektur ist tatsächlich heftig ausgefallen und sucht historisch ihresgleichen. Die Spitzenrenditen – also die Nettoanfangsrenditen für erstklassige Büroobjekte – sind seit der Zinswende deutlich gestiegen. In den Top 7 Städten Deutschlands betrug der Anstieg ca. 170 Basispunkte. Das entspricht in etwa einem Wertverlust von 40%. Zum Vergleich: Die Korrektur fiel 2001-04 nach dem Platzen der Dot.Com Bubble deutlich moderater aus mit 60-70 Basispunkten (ca. 10% Wertverlust). 2007/08 nach Beginn

der Finanzkrise fiel der Renditeanstieg im Bürosektor ebenfalls deutlich geringer aus bei bis zu 100 Basispunkten (ca. 20% Wertverlust).

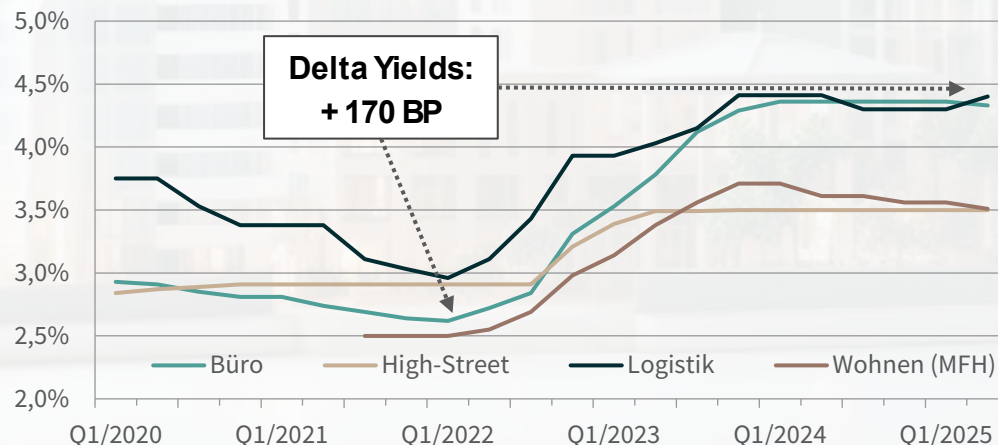
Angebotsseite: Bürofertigstellungen gehen zurück

Die Nachwirkungen der Pandemie, die Etablierung hybrider Arbeitsmodelle und die gestiegenen Anforderungen an ESG-konforme Gebäude haben das Nachfrageverhalten institutioneller Nutzer nachhaltig verändert. Gleichzeitig bleibt das Angebot hoch – aber nicht jede Fläche ist gefragt. Mieter suchen zunehmend nach hochwertigen, flexiblen und nachhaltigen Arbeitswelten. Zudem werden in den nächsten Jahren die Fertigstellungen neuer Büroflächen zurückgehen, was langfristig zu einer Angebotsverknappung führen könnte – besonders bei hochwertigen Objekten.

Fazit: Timing ist entscheidend

Eine Investition in Büroimmobilien ist kein Selbstläufer – aber auch kein Auslaufmodell. Wer selektiv vorgeht, sich auf die Bestlagen konzentriert, ESG-Kriterien berücksichtigt und auf nachhaltige Mieterstrukturen setzt, kann von der Marktberreinigung profitieren. Wichtig dabei ist das richtige Timing und ein günstiger Einstiegspreis.

Immobilienmarkt: Prime Yields Deutschland Top 7



Quelle: JLL

Chance oder Risiko?

„Nischen-Geschäftsmodelle“ als Beimischung in Infrastrukturfonds

Mit grünem Wasserstoff betriebene Taxis in europäischen Metropolen oder Systemanbieter für bidirektionales Laden von Elektroautos (Vehicle-to-Grid (V2G)). Das sind Beispiele für technologisch weiterentwickelte Geschäftsmodell-Derivate etablierter Assetsektoren, die Anleger derzeit auf Investitionsprogrammen von (meist großvolumigen) Infrastrukturfonds sehen.

Nischeninvestment vs. etablierter Sektor

Im Beispiel der wasserstoffbetriebenen Taxis versucht der Asset Manager, ein Wachstum versprechendes Geschäftsmodell frühzeitig aufzugreifen und mit Wertsteigerungsaussicht im Fonds zu etablieren. Die Anlagebedingungen lassen das zu, sie sind – wie bei fast allen größeren Fonds – entsprechend „weich“ formuliert.

Weil die Geschäftsmodelle meist noch nicht hoch skaliert und etabliert sind, liegen sie am oberen Bereich einer Rendite-/Risiko-Matrix. Anleger können recht einfach die Risikoseite näher beleuchten.

Quick-Check der Businessplanstellschrauben

Die Analyse des Track Records von „Nischen-Deals“ aus früheren Produkten der Fondsgesellschaft ergibt ein erstes grobes Bild: Hatte der Manager Erfolg bei Transaktionen gemessen an der internen Verzinsung oder dem erzielten Equity Multiple – oder gab es auch Misserfolg?

Die wirtschaftliche Nachhaltigkeit des konkreten Geschäftsmodells „Wasserstoff-Taxis“ kann anhand des vom Asset Manager zur Verfügung gestellten Investment Memorandums vollzogen werden. Wenn z.B. die Annahmen für den Wasserstoffpreis außerhalb der Prognosen renommierter Institute liegen, hat der Businessplan eine falsch justierte Stellschraube. Gerade bei Wasserstoff sind solche Prognosen wenig treffsicher: Laut dem Monitoringbericht zur Energiewende des Bundesministeriums für Wirtschaft und Energie variieren die Produktionskosten für erneuerbaren Wasserstoff in Deutschland im Jahr 2025 zwischen 147-357 €/MWh, die Prognosen für 2040 verfügen ebenfalls über breite Spannen (78-222 €/MWh). Im Ergebnis: Hohe Unsicherheit auf der Beschaffungsseite, aber

auch in Bezug auf die Versorgungsinfrastruktur, die ggf. nicht rentabel betrieben werden kann. Das ist genug Futter, um dem Investment kritisch bzw. zurückhaltend gegenüberzustehen.

Auf Dosis und Einbindung kommt es an

Dieses eine „schwierige“ Nischen-Asset reicht nicht aus, um die Zeichnung des kompletten Fonds abzulehnen, wenn dessen Anteil am Gesamtvermögen des Fonds wie im Beispiel < 2% beträgt. Diese Größenordnung spiegelt den durch „konservativere“ Assets geprägten Risikoappetit des Managers wider.

Der Pioniergeist von Infrastrukturfonds ist eng verbunden mit technischem Fortschritt, der abseits von öffentlichen Mitteln mit Private Equity finanziert wird. Weil der Grat zum Risikokapital jedoch schmal ist, liegt ein cursorisches Prüfen von Nischengeschäftsmodellen anhand der Managerannahmen nahe. Dies impliziert beim Anleger zwar einen gewissen Aufwand, aber hohe für die Zukunft wertvolle Lerneffekte in Bezug auf businessplanrelevante Mechanismen und KPIs.



Liquidität

Schutzschirm im Sturm oder nur ein Schönwetterversprechen?

Mit einem ganzen Werkzeugkasten an Liquidity Management Tools (LMTs) will die Regulierung künftig mehr Stabilität in das System offener Investmentfonds bringen. Die Erwartung: weniger Ansteckungsgefahren für die Finanzmärkte, mehr Gleichbehandlung der Anleger und zugleich der Erhalt der Attraktivität offener Fondsstrukturen. Doch es bleibt die zentrale Frage: Sind diese Instrumente tatsächlich ein Schutzschirm in der Krise – oder am Ende nur ein Schönwetterversprechen?

Hintergrund: Umsetzung des Fondsrisikobegrenzungsgesetzes

Mit dem Fondsrisikobegrenzungsgesetz (Referententwurf des BMF) wird bis zum 16. April 2026 die EU-Richtlinie 2024/927 in deutsches Recht umgesetzt; für Bestandsfonds gilt eine Übergangsfrist bis 2027. Vorausgegangen waren intensive Debatten auf Ebene des Financial Stability Board (FSB) und der International Organization of Securities Commissions (IOSCO) über mögliche prozyklische Effekte von Rückgaben in Stressphasen.

Künftig müssen offene Investmentfonds – also OGAW und offene AIF – mindestens zwei LMTs (bei Geldmarktfonds: eines) in ihre Fondsunterlagen aufnehmen. Der regulatorische Balanceakt zielt auf drei Zielgrößen:

- Schutz der Anleger vor einem „First Mover Advantage“ bei Rückgaben,
- Vermeidung von „Fire Sales“ zur Marktstabilisierung,
- Wahrung der Attraktivität offener Fondsstrukturen.

Der Werkzeugkasten: alte Instrumente mit neuem Pflichtstatus

LMTs sind in der Praxis nicht neu, wurden bislang aber freiwillig eingesetzt. Nun wird die Auswahl verpflichtend und der Einsatz unterliegt einer aufsichtsrechtlichen Überwachung. Neben Swing Pricing, Side Pockets und Anti-Dilution-Mechanismen stehen bei offenen Sachwerte-AIF vor allem folgende Instrumente im Fokus:

- **Redemption Gates / verlängerte Kündigungsfristen**
Rückgaben werden zeitlich oder mengenmäßig begrenzt.
Vorteil: geordnete Liquidation statt Run.
Kontroverse: Anleger fühlen sich „eingesperrt“, das Liquiditätsproblem wird nur vertagt.
- **Redemption Fees / Charges**
Rückgaben werden mit einem prozentualen Abschlag belegt, der dem Fondsvermögen zufließt.
Vorteil: Schutz der Langfristanleger.
Kontroverse: Anleger empfinden dies als „Strafe“.
- **Redemptions in kind (Sachauskehr)**
Anleger erhalten Vermögenswerte statt Liquidität.
Vorteil: kein Zwangsverkauf im Stress.
Kontroverse: Für Privatanleger kaum praktikabel – wer will schon eine Büroimmobilie statt Geld?

Die rechtlichen Leitplanken hierfür werden im Final Report der ESMA mit den Draft Regulatory Technical Standards (RTS) und den Guidelines zu LMTs gesetzt, der der EU-Kommission am 15. April 2025 vorgelegt wurde.

Mehr Informationen zum Thema auf www.assetphysics.com ...

Streitfragen: Wirksamkeit und „Scheinliquidität“

Wie wirksam sind LMTs wirklich? Die EZB (Working Paper Series Nr. 2825) untersuchte Unternehmensanleihenfonds und fand: Rücknahmebeschränkungen wirken tatsächlich disziplinierend auf Rückgaben, verringern prozyklische Verkäufe und ermöglichen Fondsmanagern, ihre Anlagestrategie konsistenter fortzuführen.

Allerdings lassen sich diese Ergebnisse nicht ohne Weiteres auf Sachwerte übertragen. Erfahrungen mit offenen Immobilienfonds in Deutschland und Österreich anlässlich der Zinswende zeigten: Trotz bestehender Rückgabefristen verkauften Fondsmanager frühzeitig Immobilien, um sich auf absehbare Rückgaben vorzubereiten. Treiber war nicht Panik, sondern Vorsorge. Liquidität wurde damit zwar gestreckt, der Verkaufsdruck aber nicht verhindert – die Prozyklik verschiebt sich nur zeitlich. Zudem steht die Vertriebsfrage im Raum: Verbände warnen, „too much disclosure kills the product“. Während Aufseher LMTs als Airbag verstehen, fürchtet die Branche ein Warnschild. Viele Investoren verlangen Transparenz, andere wiederum sehen eine grundsätzliche Illusion: Ein Fonds sei rechtlich offen, faktisch aber in Stressphasen geschlossen.

LMTs können den First-Mover-Advantage reduzieren und nachweislich zum Anlegerschutz beitragen, wie empirische Ergebnisse der EZB nahelegen. Bei Sachwerten jedoch bleibt die Prozyklik strukturell bestehen – sie wird durch LMTs lediglich zeitlich verschoben. Ob sie damit tatsächlich einen dauerhaften Schutzschirm darstellen oder eher ein Schönwetterversprechen bleiben, wird sich erst im nächsten Sturm erweisen.



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) 176 567 158 01

Real Impact in
Real Asset Investments.

Herausgeberin

Institutional Investment Group GmbH

Brüsseler Straße 1-3
60327 Frankfurt am Main

www.2ig.de

Chefredakteur:

Tobias Moroni (V.i.S.d.P.)

Redaktion:

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

Bildnachweis:

AdobeStock,

Jas Rolyn, Wim van 't Einde / Unsplash,

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.