



## Der Grundbaustein

*Family Offices und vermögende Privatanleger spielen auf dem Markt für deutsche Wohnimmobilien eine wichtige Rolle. Trotz deutlich gestiegener Preise zeigen sie weiterhin starkes Interesse an dem Anlagesegment. Dank jahrelanger Erfahrungen und langfristigen Anlagehorizont dürften sie die Marktpreise tendenziell stabilisieren – und bei möglichen Preisrückgängen wieder zukaufen.*

*Von Ralf Kolbe*

Seit Februar 2014 attestiert die Deutsche Bundesbank in ihren Monatsberichten immer wieder Überbewertungen deutscher Wohnimmobilien in den Ballungsräumen. Für 2013 ermittelten die Währungshüter in den städtischen Immobilienmärkten Überbewertungen zwischen zehn und 20 Prozent, in den Großstädten wichen die Preise für Wohnimmobilien im Durchschnitt sogar „vermutlich um 25 Prozent nach oben ab“. Die Lage hat sich bisher nicht entspannt. Im Gegenteil: Anfang dieses Jahres verkündete die Bundesbank, dass die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland 2015 erneut kräftig gestiegen seien. Dabei war der Preisaufrtrieb „regional breiter angelegt als in den Jahren zuvor“, die geschätzten Überbewertungen in den Städten betragen weiterhin zwischen zehn und 20 Prozent. „Eigentumswohnungen in den Großstädten weisen dabei nach wie vor die stärksten Überbewertungen auf“, hieß es im Monatsbericht für Februar 2016.

Die Warnungen der Bundesbank haben in Teilen des deutschen Immobilienmarktes Sorgen über spekulative Übertreibungen aufkommen lassen. Family Offices und vermögende Privatanleger halten häufig einen großen Teil ihrer Anlageportfolios in Immobilien und spielen gerade im Markt für Wohnimmobilien eine wichtige Rolle. So stellt sich die Frage, wie diese Investorengruppen zurzeit auf dem deutschen Immobilienmarkt agieren. Lassen sie sich von den jüngsten Marktentwicklungen beeinflussen? Nutzen sie die gestiegenen Preise für Verkäufe? Folgen sie der „Herde“ und treiben durch eigene Käufe die Preise weiter nach oben? Oder verfolgen sie ihre langfristigen Strategien unbeirrt weiter?

Verlässliche Daten, die Antworten auf diese Fragen liefern könnten, sind schwer zu finden und noch schwerer zu

interpretieren. Einen ersten Anhaltspunkt lieferte jüngst eine Studie des auf Immobilien spezialisierten Multi Family Office Famos, die Anfang März veröffentlicht wurde (siehe hierzu auch Seite 48). Demnach stellen Immobilien mit einem Anteil von durchschnittlich 36 Prozent den wichtigsten Vermögensbestandteil der befragten Family Offices dar. Im Durchschnitt entfallen rund 44 Prozent der jeweiligen Immobilienportfolios auf Wohnimmobilien, die trotz der seit 2010 deutlich gestiegenen Preise als derzeit attraktivste Nutzungsart gelten. Aufschlussreich erscheinen auch die Ziele, die Umfrageteilnehmer für ihre Immobilienanlagen genannt haben: Inflationsschutz und Vermögenserhalt sowie laufende Cashflows lagen deutlich vor der Optimierung der Portfoliorendite. Das spricht insgesamt eher für langfristig orientierte Anlagestrategien als für Versuche, mit Hilfe kurzfristiger Transaktionen schnelle und hohe Gewinne zu erzielen.

#### **Dünne Datenbasis über Family Offices**

Der Anteil der Wohnimmobilien in den Portfolios habe seit einer 2012 veröffentlichten Famos-Studie mit gleichem Schwerpunkt „deutlich“ von 39 auf 44 Prozent zugelegt, während der Büroanteil „drastisch“ von 29 auf 18 Prozent gesunken sei, schreiben die Studienautoren. Ob diese Veränderungen tatsächlich auf nennenswerte Umschichtungen in den Immobilienportfolios der Umfrageteilnehmer zurückzuführen sind, scheint bei einer genaueren Betrachtung der Datenbasis allerdings fraglich: Während für die 2012 veröffentlichte Famos-Studie 103 Family Offices befragt worden waren, waren es für die aktuelle Studie lediglich 30. Die veränderten Durchschnittswerte dürften also eher auf die unterschiedlichen Zusammensetzungen der befragten Gruppen zurückzuführen sein als auf Veränderungen in deren Portfolios. Auch Famos-Geschäftsführer Hans Hünnscheid möchte die Daten nicht überinterpretieren: „Die große Überraschung ist, dass es keine Überraschung gibt.“

Tatsächlich hatte bereits die 2012 veröffentlichte Famos-Studie einen durchschnittlichen Immobilienanteil der Umfrageteilnehmer von 35 Prozent ergeben. Allerdings hieß es damals noch etwas zurückhaltender: „Auch wenn der Schluss naheliegt, dass sich an der Famos-Studie überwiegend immobiliennahe Family Offices beteiligt

haben, so zeigt sich unseres Erachtens doch deutlich, dass Immobilien bei Family Offices zu einer bestimmenden Anlageklasse geworden sind, deren Bedeutung weiter wächst. Seit 2008 beobachten wir eine merkliche Verschiebung in der Asset-Allokation der deutschen Family Offices.“ Dass der erwähnte Schluss tatsächlich nahe liegt und man Daten über Family Offices grundsätzlich sehr zurückhaltend und vorsichtig interpretieren sollte, zeigen auch teils deutlich geringere Immobilienquoten, die sich in anderen Umfragen ergeben haben.

### **Trend zu Wohnimmobilien**

So hat das Bayerische Finanzzentrum (BFZ) in seiner 2015 veröffentlichten dritten Family-Office-Studie bei 92 teilnehmenden Family Offices einen durchschnittlichen Immobilienanteil von etwas über 15 Prozent ermittelt. Wolfgang Gerke, Präsident des BFZ und Co-Autor der Studie, hatte bei der Vorstellung der Umfrageergebnisse ausdrücklich betont, dass die Studie einen „primär explorativ-empirischen Charakter“ habe und man sich davor hüten sollte, auf ihrer Basis irgendwelche Bilder von „typischen Family Offices“ zu entwerfen. Wie bereits in den zwei Vorgängerstudien habe sich vielmehr gezeigt, dass Family Offices ausgesprochen uneinheitlich agieren. Die geringe Aussagekraft von Mittelwerten zeigt sich auch an den 2015 ermittelten Immobilienanteilen der Anlageportfolios: Die Spanne reichte von null bis 80 Prozent, der Median lag bei zehn Prozent – bei der Hälfte der Umfrageteilnehmer lag der Immobilienanteil also bei höchstens zehn Prozent und damit deutlich unter dem Durchschnittswert aller Befragten.

Auch wenn die Datenlage dürftig ist, sprechen doch viele Indizien dafür, dass Immobilien in der Vermögensanlage wohlhabender Familien einen wichtigen Platz einnehmen und dass das Interesse am Betongold weiterhin hoch ist. „Wir beobachten nach wie vor einen Trend hin zu Wohnimmobilien“, betont Famos-Geschäftsführer Hünnscheid. Das Verhalten von Immobilieninvestoren lasse sich nicht von den großen Markttendenzen abkoppeln. So habe vor fünf bis zehn Jahren kaum jemand in Deutschland Wohnimmobilien kaufen wollen. „Das hat sich dramatisch geändert. Mittlerweile ist das Interesse an deutschen Wohnimmobilien ausgesprochen hoch“,

sagt Hünnscheid. Dafür gibt es durchaus gute Gründe, wie eine Studie von Allianz und Prognos zur langfristigen Entwicklung des deutschen Wohnungsmarktes zeigt, die im März dieses Jahres veröffentlicht wurde. Danach reicht die Erweiterung des Wohnungsangebots auf dem derzeitigen Niveau zur Deckung der regionalen Nachfrage nach Wohnraum weder kurz-, mittel- noch langfristig aus. Es werden also schlicht zu wenige Wohnungen gebaut. Der Nachfragedruck steigt insbesondere in den wachstumsstarken urbanen Regionen. In den Top-Ten-Regionen würden bei gleichbleibender Bautätigkeit bis 2030 weitere 940.000 Wohnungen fehlen, errechnen die Prognostiker.

### **Ebbe und Flut auf den Märkten**

Trotz dieser langfristig positiven Aussichten hält Hünnscheid Wohnimmobilien in deutschen Toplagen mittlerweile für „viel zu teuer“. „Die Märkte werden zurückkommen. Die Frage ist nur, wann und wie weit“, sagt er. Die Preisentwicklung verlaufe nun einmal zyklisch, es gebe immer Ebbe und Flut. Doch während sich der Kauf neuer Wohnimmobilien im hohen Preissegment momentan unter Renditegesichtspunkten nicht lohne, könne beispielsweise die Revitalisierung älterer Objekte durchaus attraktive Chancen bieten. Das sehen viele Privatanleger offenbar ähnlich: „Die Familien, die wir kennen, kaufen alle“, sagt Hünnscheid. Sie wüssten, dass man derzeit höhere Risiken eingehen muss, um angemessene Renditen zu erzielen. Und sie seien grundsätzlich bereit, diese Risiken zu akzeptieren, sofern die entsprechenden Geschäfte von Fachleuten ihres Vertrauens sorgfältig geprüft würden.

„Es geht nicht darum, schnell und einfach Geld zu verdienen. Wenn die Zeit für eine sorgfältige Prüfung fehlt, verzichten wir auf eine Transaktion“, betont er. Schließlich gebe es auch andere Möglichkeiten, die Renditen der eigenen Immobilienbestände zu steigern. So erziele die Familie Otten, die Famos ursprünglich als ihr persönliches Family Office gegründet hatte, die Renditen aus ihrem Immobilienportfolio mittlerweile ausschließlich über dessen Bewirtschaftung. Famos habe für die Familie bereits seit mehreren Jahren keine Immobilientransaktionen und Projektentwicklungen mehr arrangiert.

„Immobilien sind ein fester Bestandteil der Anlageportfolios von Family Offices. Mir fällt keine Familie ein, die keine vermieteten Objekte besitzt“, sagt Markus Flack, der für Immobilien zuständige Bereichsvorstand beim Multi Family Office Focam. Dabei sei eine Immobilienquote von etwa 30 Prozent bei den eigenen Mandanten „durchaus repräsentativ“. Selbst Quoten in Richtung 50 Prozent seien keine Seltenheit. Die Immobilienportfolios der Familien seien in den seltensten Fällen strategisch aufgebaut worden, sondern meist historisch gewachsen – häufig unmittelbar „rund um den Kirchturm“ der eigenen



**Immobilien sind ein  
fester Bestandteil  
der Anlageportfolios  
von Family Offices.**

*Markus Flack, Focam*

Heimatgemeinde herum. Genau in diesen Regionen, in denen die Familien verwurzelt sind und sich gut auskennen, können sich Flack zufolge auch in der gegenwärtigen Marktsituation durchaus noch Kaufgelegenheiten ergeben. In den Ballungszentren gebe es zurzeit dagegen nahezu keine wirklich attraktiven Angebote.

Ein einheitliches Verhaltensmuster seiner Mandanten auf den Immobilienmärkten beobachtet Flack nicht: „Es gibt von allem etwas.“ So suche eine Reihe von Mandanten aktiv nach Gelegenheiten und sei dafür auch bereit, höhere Risiken einzugehen. Andere hielten sich derzeit komplett zurück. Und schließlich gebe es auch einige wenige, die einzelne Immobilien verkaufen; dies diene aber in den meisten Fällen lediglich kleineren Bereinigungen der Immobilienportfolios. „Aktive Immobilienverkäufe gibt es nicht“, betont Flack. Das liege wahrscheinlich auch daran, dass es zurzeit an Anlagealternativen mit ähnlichem Rendite-Risiko-Profil fehlt. Gravierende Risiken für die Immobilienportfolios seiner Mandanten erwartet er auch bei rückläufigen Preisen nicht: Die meisten Familien behielten einen sehr langfristigen Anlagehorizont bei, und viele hätten die zuletzt deutlich gestiegenen Preise für ihre Bestandsimmobilien in den Bilanzen auch gar nicht offengelegt. Dadurch seien in der gegenwärtigen Marktsituation teilweise hohe stille Reserven entstanden.

#### **Jede Familie ist anders**

„Beim Thema Wohnen engagiert sich derzeit fast keiner mehr in A-Lagen. In der Breite werden Wohnimmobilien eher verkauft“, stellt Randolph Kempcke fest, einer der geschäftsführenden Gesellschafter von Auretas Family Trust. Die Verkäufe erfolgten in der Regel im Rahmen langfristiger Strategien. Dass Kempcke in dieser Beziehung andere Erfahrungen macht als Hünnscheid, liegt sicher auch daran, dass Auretas andere inhaltliche Schwerpunkte setzt als Famos: „Wir sind in erster Linie strategische Berater für das Gesamtvermögen. Daher empfehlen wir unseren Kunden hin und wieder eine Rebalancierung ihrer Portfolios, um deren durch Marktentwicklungen veränderte Strukturen wieder an die eigenen Strategien anzupassen.“ Grundsätzlich empfiehlt Kempcke, etwa die Hälfte des Gesamtvermögens gut diversifiziert in

Sachwerte zu investieren. Wer flexibel planen und agieren kann, sollte auf einen Immobilienanteil von etwa 20 Prozent des Gesamtvermögens hinarbeiten.

„Wir betreuen etwa 400 Familien, von denen kaum eine einen Immobilienanteil von 36 Prozent hat“, sagt er mit Blick auf die Famos-Studie. Das könne auch daran liegen, dass 95 Prozent seiner Mandanten Unternehmerfamilien sind, bei denen ein großer Teil des privaten Vermögens in den jeweiligen Unternehmen gebunden ist. Aber die Familien seien unterschiedlich, und es gebe auch welche, die praktisch ihr gesamtes Vermögen in Immobilien hal-



**Unsere Mandanten  
betrachten Immobilien-  
investments als  
sicheren Hafen.**

*Albrecht von Arnswaldt, Spudy Invest*

ten. „Wir empfehlen derzeit keine Immobilieninvestments in Deutschland und halten eher Infrastruktur und Private Equity für interessant“, ergänzt Kempcke. Wer unbedingt in Immobilien investieren möchte, solle nach Opportunitäten in seinem regionalen Umfeld Ausschau halten. Auch er sieht also „rund um den Kirchturm“ noch am ehesten attraktive Anlagechancen.

### **Die Zeit der Schnäppchen ist vorbei**

„Unsere Mandanten betrachten Immobilieninvestments als sicheren Hafen“, sagt Albrecht von Arnswaldt, Geschäftsführer der Spudy Invest. „Die Nachfrage ist unverändert hoch, wobei wir nicht von einem Hype sprechen würden.“ Spudy Invest ist ein breit aufgestelltes Multi Family Office mit einem besonderen Schwerpunkt auf Immobilienanlagen. Insofern wundert es nicht, dass viele der Mandanten über große Immobilienvermögen verfügen: „Ein Immobilienanteil von einem Drittel des Gesamtvermögens ist eher die Regel als eine Ausnahme“, sagt von Arnswaldt.

Tendenziell seien Wohnimmobilien weiterhin sehr gefragt, obwohl sie in den Portfolios der meisten Klienten bereits stark vertreten sind. Außerdem gebe es Interesse an Gewerbeobjekten. Immobilienverkäufe seien dagegen relativ selten. Das liege auch daran, dass es derzeit wenige renditestarke Alternativen für Anleger gibt, die ihre Immobilienbestände reduzieren wollen. „Es ist nicht mehr die Zeit der Schnäppchen“, ergänzt von Arnswaldt. Allerdings seien viele Familien derzeit offen für etwas riskantere Nischeninvestments und Engagements in B-Städten. Objekte in Toplagen seien momentan oft nur sehr kurz am Markt. Da für erfolgreiche Investments differenzierte und sorgfältige Prüfungen notwendig seien, dürfe man sich von dieser Hektik nicht anstecken lassen. „Wir lassen uns nicht treiben“, sagt er. „Wir spüren keinen Druck vonseiten der Anleger, schnell und ohne sorgfältige Prüfungen Immobilien zu kaufen.“

### **Fazit**

Family Offices und vermögende Privatanleger verfallen angesichts der aktuellen Lage am deutschen Immobilienmarkt offensichtlich nicht in hektische Betriebsamkeit oder unbedachten Aktionismus. Zugleich erkennen einige

Multi Family Offices bereits seit einigen Jahren einen Trend zu Wohnimmobilien. Auch wenn es Portfoliotheoretiker bisweilen schmerzen mag, dass Immobilienbestände in dieser Anlegergruppe nur selten systematisch und nach portfoliotheoretischen Gesichtspunkten aufgebaut worden sind und werden: Die meisten Family Offices scheinen ihren langfristigen Strategien im Immobilienbereich treu zu bleiben – und gut damit zu fahren.

Die zuletzt deutlich gestiegenen Preise für Wohnimmobilien stellen für diese Investorengruppen auch kein Risiko dar, sondern haben im Gegenteil zunächst einmal oft erhebliche Buchgewinne zur Folge. Dass diese in vielen Fällen nicht bilanziert werden, spricht für den defensiven Charakter der Investitionen. Ein Kauf neuer Immobilien ist angesichts hoher Bestände meist nicht nötig, erscheint vielen Familien wegen fehlender Anlagealternativen mit ähnlichen Rendite-Risiko-Profilen aber trotz der teilweise stark gestiegenen Preise weiterhin attraktiv. Dafür gibt es bei langfristigem Anlagehorizont offenbar auch in Deutschland noch immer gute Gründe, zumal der hiesige Wohnungsmarkt in den kommenden Jahrzehnten von einer deutlich steigenden Nachfrage geprägt sein dürfte.

Weder die jüngsten Studien noch die Erfahrungen und Erwartungen von Experten aus Multi Family Offices liefern irgendwelche Anzeichen dafür, dass wohlhabende Familien angesichts der gegenwärtigen Marktlage versuchen könnten, mit kurzfristigen, spekulativen Immobilientransaktionen satte Gewinne einzustreichen. Family Offices erscheinen vielmehr als Investoren mit langen Anlagehorizonten, die oft über langjährige Erfahrungen mit Immobilienanlagen verfügen, sich professionell beraten lassen, realistische Renditeziele verfolgen und ihre Engagements zudem laut der Famos-Studie von 2012 meist überaus solide finanzieren. All das lässt vermuten, dass sich ihr Verhalten tendenziell eher stabilisierend auf den deutschen Immobilienmarkt auswirken dürfte, insbesondere auf den Markt für Wohnimmobilien. Insofern wäre es keine Überraschung, wenn Family Offices und vermögende Privatanleger im Falle eines deutlichen Preisrückgangs bei Wohnimmobilien in deutschen Toplagen zu den ersten Investorengruppen gehören würden, die wieder zukaufen.

## pvm

wird herausgegeben von: portfolio Verlagsgesellschaft mbH,  
Kleine Hochstraße 9–11, 60313 Frankfurt

wird verantwortet von: Steve Boyce (V.i.S.d.P.)

wird gestaltet von: Jan Erdmann und Detlef Heyer  
*grafik@portfolio-verlag.com*

wird gedruckt von: Silber Druck oHG,  
Am Waldstrauch 1, 34266 Niestetal

erscheint: sechsmal im Jahr

wird als Abonnement auf Rechnung vertrieben  
zum Preis von: 53,40 Euro (inklusive Mehrwertsteuer)

wird als Einzelheft auf Rechnung verkauft  
zum Preis von: 9,90 Euro (inklusive Mehrwertsteuer)

### **Autoren in diesem Heft:**

Julia Groth, Annika Janßen, Ralf Kolbe, Rebecca Lück, David Selbach, Sarah Sommer, Olaf Wittrock (verantwortlicher Redakteur)

### **Schreiben**

Sie uns Leserbriefe, Kritik oder Anregungen an  
*r.kolbe@portfolio-verlag.com*

### **Bestellen**

Sie das Heft bei  
*r.rose@portfolio-verlag.com*

Sie die Metadaten  
auf [pvm-magazin.com](http://pvm-magazin.com) unter „Metadaten“ oder bei  
*h.samadi@portfolio-verlag.com*

### **Kaufen**

Sie ältere Hefte bei  
*r.rose@portfolio-verlag.com*

Sie Anzeigen bei  
*m.hofmann@portfolio-verlag.com*

Sie ein Sponsorship für unser Trendforum bei  
*m.hofmann@portfolio-verlag.com*

### **Vernetzen Sie sich!**

Das nächste Trendforum Vermögensmanagement findet  
am 15. November 2016 statt.

Die Anzahl der Teilnehmer ist begrenzt.

Mehr auf [trendforum-vm.de](http://trendforum-vm.de)

© Copyright portfolio Verlagsgesellschaft mbH

Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger schriftlicher Genehmigung des Verlags. Den Artikeln, Empfehlungen und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag jedoch nicht übernehmen.



# Berlin, 27. April 2016

Auszeichnung für die besten Leistungen  
im institutionellen Vermögensmanagement  
[portfolio-institutionell-awards.de](http://portfolio-institutionell-awards.de)