

# Veränderung der Marktdynamik bei Immobilienfonds: Von klassischen Strukturen zu ELTIFs – Chancen und Risiken für Privatanleger

Lukas Stöhr

# **Impressum**

DHBW Mosbach  
Lohrtalweg 10  
74821 Mosbach

[www.mosbach.dhbw.de/studium/studienangebot-bachelor/bwl-bank](http://www.mosbach.dhbw.de/studium/studienangebot-bachelor/bwl-bank)

## **Veränderung der Marktdynamik bei Immobilienfonds: Von klassischen Strukturen zu ELTIFs – Chancen und Risiken für Privatanleger**

Bachelorarbeit für die Prüfung zum Bachelor of Arts an der DHBW Mosbach

**von Lukas Stöhr**

ISBN 978-3-943656-26-8

### **Herausgeber:**

Jens Saffenreuther

Mosbach, im Februar 2026

## Abstract

This paper examines the opportunities and risks of open-ended and closed-ended real estate funds as well as ELTIFs for private investors in the current market environment. In the comparative analysis, five open-ended real estate funds, 203 dissolved closed-ended real estate funds, and five real estate ELTIFs were analysed using a mixed-methods approach, and eight expert interviews were conducted. The results show that open-ended real estate funds have been weak since the interest rate turnaround in 2022 and are generating low or negative returns. Despite low risk ratings, liquidity risks and devaluation risks must be taken into account. With historical average returns of over 9% per year, closed-end funds offer the highest return potential with a loss ratio of 14,3%. With their semi-liquid structure, ELTIFs are positioned as an option with comparatively medium risk-return profile. Private investors are advised to choose products based on their profile rather than relying solely on the summary risk indicator.

## Zusammenfassung

Die vorliegende Arbeit untersucht die Chancen und Risiken von offenen und geschlossenen Immobilienfonds sowie ELTIFs für Privatanleger im aktuellen Marktfeld. In der vergleichenden Analyse wurden im Zuge eines Mixed-Methods-Ansatz fünf offene Immobilienfonds, 203 aufgelöste geschlossene Immobilienfonds und 5 Immobilien-ELTIFs analysiert und acht Experteninterviews durchgeführt. Die Ergebnisse zeigen, dass offene Immobilienfonds durch die Zinswende seit 2022 Schwächen aufweisen und niedrige oder negative Renditen erzielen. Trotz niedriger Risikoeinstufungen sind Liquiditätsrisiken und Abwertungsrisiken zu beachten. Geschlossene Fonds bieten mit historischen Durchschnittsrenditen von über 9% p. a. das höchste Renditepotenzial bei einer Verlustquote von 14,3%. ELTIFs positionieren sich mit ihrer semi-liquiden Struktur als Option mit einem vergleichsweise mittleren Risiko-Rendite-Profil. Privatanlegern ist eine differenzierte Produktwahl nach Anlegerprofil zu empfehlen, ohne sich lediglich auf den Gesamtrisikoindikator zu verlassen.

# Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	IV
Tabellenverzeichnis.....	V
1 Einleitung .....	1
2 Theoretische Grundlagen .....	3
2.1 Immobilienfonds – Definition und Marktüberblick .....	4
2.2 Gesetzliche und institutionelle Rahmenbedingungen .....	7
2.3 Immobilienfondsarten im Vergleich .....	10
2.3.1 Offene Immobilienfonds .....	10
2.3.2 Geschlossene Immobilienfonds .....	15
2.3.3 ELTIFs .....	18
3 Methodik .....	21
3.1 Literaturanalyse & Literaturübersicht .....	22
3.2 Dokumentation der empirischen Analyse.....	24
3.3 Experteninterviews.....	26
4 Vergleichende Analyse.....	29
4.1 Rendite und Risikoprofil .....	29
4.2 Liquidität .....	34
4.3 Kostenstruktur und Gebühren .....	37
4.4 Transparenz und Anlegerschutz .....	38
4.5 Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten.....	40
4.6 Auswirkungen der Marktvolatilität und aktueller Entwicklungen .....	42
5 Diskussion zu Chancen und Risiken bei Immobilienfonds – Implikationen für Privatanleger .....	44
6 Fazit.....	49

Literaturverzeichnis .....	V
Anhang .....	XIV

## Abkürzungsverzeichnis

AG – Aktiengesellschaft

AIF – Alternativer Investment Fonds

BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

ELTIF – European Long Term Investment Fund

EU – Europäische Union

ESMA – European Securities and Markets Authority

KAGB – Kapitalanlagegesetzbuch

Mio – Millionen

Mrd – Milliarden

NAV – Net Asset Value

REIT – Real-Estate-Investment-Trusts

SRI – Summary Risk Indicator

## Tabellenverzeichnis

Tabelle 1: Übersicht der interviewten Experten .....	27
Tabelle 2: Wertentwicklung p. a. ausgewählter offener/geschlossener Immobilienfonds.....	30
Tabelle 3: Durchschnittliche Renditeprognose aus den Experteninterviews .....	32
Tabelle 4: Durchschnittlicher Gesamtrisikoindikator ausgewählter Fonds .....	32
Tabelle 5: Fremdkapitalquoten bei offenen und geschlossenen Immobilienfonds .....	33
Tabelle 6: Gesamtvergleich – Risiko-Rendite-Profil.....	34
Tabelle 7: Ranking der Liquiditätseigenschaften der Fondarten .....	36
Tabelle 8: Durchschnittliche Kostenbelastung der verschiedenen Fondstypen	37
Tabelle 9: Übliche Diversifikation in verschiedenen Immobilienfondsvehikeln..	40
Tabelle 10: Hauptrisiken der Immobilienfondstypen .....	45
Tabelle 11: Zuordnung der Fondsarten zu den Risikoprofilen möglicher Anleger .....	46
Tabelle 12: Durchschnittliche Attraktivitätsbewertung der Fondsarten .....	47

# 1 Einleitung

Die Vielschichtigkeit und Dynamik des Immobilienfondsmarkts stellt Privatanleger vor zunehmend anspruchsvolle Entscheidungsprozesse. Nach Jahren des kontinuierlichen Wachstums bei der populärsten Immobilienfondsart haben sich die Rahmenbedingungen seit der Zinswende 2022 verändert. Aufgrund attraktiver Anlagealternativen ziehen zahlreiche Anleger ihr Vermögen aus den offenen Immobilienfonds zurück.<sup>1</sup> Außerdem offenbaren Beispiele wie der Unilmmo: Wohnen ZBI Fonds spürbare Risiken bei vermeintlich konservativen Anlageprodukten.<sup>2</sup> Auch die geschlossenen AIFs verzeichnen Rückgänge bei den Platzierungsvolumina.<sup>3</sup> Derweil soll eine Reform der European Long Term Investment Funds in 2024 Wachstum für eine dritte Fondsart bringen. Ein hierin neu ermöglichtes Fondsvehikel bietet eine potenzielle Alternative zu den klassischen AIFs.<sup>4</sup> In diesem Spannungsfeld zwischen makroökonomischer Volatilität und gesetzlichen Regulierungen verschiedener Fondsstrukturen entstehen vielfältige Chancen und Risiken. Die Aufgabe einer professionellen Anlageberatung ist es, Kunden über diese Faktoren aufzuklären und das richtige Produkt für die individuellen Bedürfnisse auszuwählen. Hierfür soll die vorliegende Arbeit theoretische Grundkenntnisse darlegen und die Auswirkungen des derzeitigen Marktfelds auf verschiedene Fondstypen analysieren. Verglichen werden offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilien-ELTIFs.

Die wissenschaftliche Relevanz ergibt sich vor allem aus der Aktualität der Thematik. Klassische Immobilienfonds existieren schon seit Jahrzehnten und sind theoretisch gut erforscht. ELTIFs dagegen sind erstmalig 2015 in den Markt eingetreten, haben aber erst 2024 durch eine Novellierung der EU-Verordnung an Relevanz gewonnen. An dieser Stelle ist es nun erforderlich, das Fondsvehikel kritisch zu überprüfen. Des Weiteren fehlt es an empirischen Forschungen, die alle drei genannten Fondstypen unter derzeitigen Marktbedingungen miteinander vergleichen und systematisch bewerten. Aktuelle Anteilsabwertungen offener Immobilienfonds werfen zusätzlich kritische Fragen nach deren niedrigen

---

<sup>1</sup> Vgl. Daly, 2023.

<sup>2</sup> Vgl. Loipfinger, 2024, S. 1 ff.

<sup>3</sup> Vgl. Scope Group, 2025 A, S. 12.

<sup>4</sup> Vgl. Zetsche, 2025, S. 3.

Risikoklassifizierungen auf. Für Privatanleger steht hier die praktische Forschungsrelevanz im Vordergrund, wie geeignet die verschiedenen Fondsvehikel für deren Anlagestrategie noch sind.

Dieser Aspekt bildet gleichzeitig auch das übergeordnete Ziel der Arbeit, durch die systematische Analyse Chancen und Risiken der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger einzuordnen. Dabei soll weiterführend beantwortet werden, inwieweit sich die Marktvolatilität auf die Sicherheit und Rentabilität von Fondsinvestitionen auswirkt. Weitere Forschungsgebiete sind die kritische Untersuchung bestehender Risikoeinstufungen und die Auswirkungen von Diversifikationsstrategien auf die Risikosteuerung. Daneben ist die Bewertung der ELTIF 2.0 Reform als Marktinnovation ein Ziel der Arbeit. Darüber hinaus sollen differenzierte Handlungsempfehlungen für verschiedene Anlegertypen entwickelt werden.

Die methodische Herangehensweise basiert auf einem Mixed-Methods-Ansatz aus quantitativen und qualitativen Forschungsmethoden. Den ersten Baustein bildet die Literaturanalyse zu dem aktuellen Forschungsstand der Chancen und Risiken. Die empirische Basis bildet eine Datenanalyse der fünf größten offenen Immobilienfonds, 203 aufgelösten geschlossenen Immobilienfonds und fünf ELTIFs mit Immobilienfokus. Die Datenerfassung erfolgte über öffentlich zugängliche Geschäftsberichte, Leistungsbilanzen und Fondsunterlagen der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaften. Zur Beantwortung von Fragestellungen über die quantitative Analyse hinaus, wurden acht strukturierte Experteninterviews geführt. Die ausgewählten Fachleute sind Vertreter von Fondsgesellschaften, Vertriebsmitarbeiter und andere Marktteilnehmer. Die verschiedenen Perspektiven bieten praxisrelevante Argumentationen und Markterfahrungen. Die Auswertung erfolgt mittels deskriptiver Statistik für die quantitativen Aspekte sowie qualitativer Inhaltsanalyse für die Expertenbefragungen.

Diese Arbeit gliedert sich in sechs Hauptkapitel. Nach der Einleitung folgen die theoretischen Grundlagen. Darin gibt es zunächst einen allgemeinen Marktüberblick und eine Definition von Immobilienfonds. Nach anschließenden regulatorischen Rahmenbedingungen in Kapitel 2.2 werden die drei Immobilienfondsarten in ihren unterschiedlichen Funktionsweisen ausführlicher miteinander verglichen. Die gesetzlichen Bestimmungen durch das Kapitalanlagegesetzbuch und die für

ELTIFs relevanten EU-Verordnungen sind in diesem Theoriekapitel die Primärquellen. Danach folgt die Erläuterung der Methodik, beginnend mit einer zusammenfassenden Literaturübersicht über die verschiedenen Chancen und Risiken der Fondsarten. Dazu kommen Vorgehensweisen und Einschränkungen der Experteninterviews und Datenanalyse. Kapitel vier stellt mit der vergleichenden Analyse den empirischen Kern der Arbeit dar. Hier werden die Fondskonstruktionen auf ihre unterschiedlichen Merkmale hinsichtlich Rendite, Risiko, Liquidität, Kosten, Transparenz und Diversifikation geprüft. Zudem werden die Auswirkungen der Marktvolatilität und aktueller Entwicklungen im letzten Analyseunterkapitel untersucht. Die Ergebnisse daraus werden im nachfolgenden Kapitel kritisch diskutiert. Besonders wichtig sind hierbei die Implikationen für verschiedene Anlegerprofile, die Bewertung der ELTIF-Reform und ein Ausblick auf zukünftige Marktentwicklungen. Den Abschluss bildet das Fazit in Kapitel sechs, indem die zentralen Erkenntnisse zusammengefasst werden und neben den Einschränkungen dieser Arbeit weiterer Forschungsbedarf geklärt wird.

## 2 Theoretische Grundlagen

Dieses Kapitel bildet das theoretische Fundament für diese Arbeit. Bevor in diesem Kapitel die einzelnen Immobilienfondsarten vertiefend betrachtet werden, geht es zunächst um deren Grundlagen sowie die Abgrenzung zu anderen Arten von Immobilieninvestments. Dieser Schritt ist bedeutsam, um Fachbegriffe präzise und eindeutig zu verwenden. Dazu wird ein grundsätzliches Verständnis für das Themengebiet der Immobilienfonds und dessen Markt geschaffen. Darauf aufbauend ist es bei Anlageprodukten jeder Art unerlässlich, sich mit den aktuellen gesetzlichen und institutionellen Rahmenbedingungen auseinanderzusetzen. Damit sollen die spezifischen Schutzmechanismen und andere regulatorische Auflagen mit Relevanz für Privatanleger nachvollziehbar werden. Die anschließende Erläuterung der Funktionsweisen der verschiedenen Immobilienfonds dient als Basis für die spätere Analyse.

## 2.1 Immobilienfonds – Definition und Marktüberblick

Bei privaten Investments in Immobilien ist die erste Unterscheidung zwischen dem direkten Immobilienerwerb und dem indirekten Immobilieninvestment zu treffen.<sup>5</sup> Immobilienfonds bieten Anlegern die Möglichkeit indirekt an Mieterträgen und Wertsteigerungen zu profitieren, ohne eine eigene Immobilie kaufen und verwalten zu müssen. Das direkte Immobilieninvestment wird in dieser Arbeit nicht behandelt. Der Kauf einer Immobilie durch eine Privatperson ist häufig von grundlegend anderen Beweggründen und Erfolgskriterien geprägt als eine Anlage in Immobilienfonds.

Nach dem Kapitalanlagegesetzbuch sind Immobilienfonds als Alternative Investmentfonds kategorisiert und gelten laut § 1 Abs. 3 KAGB als Investmentvermögen. Die Definition von Investmentvermögen in § 1 Abs. 1 KAGB schließt wiederum operativ tätige Unternehmen außerhalb des Finanzsektors aus. Das bedeutet, „der Erwerb, die Vermietung, die Verpachtung, die Verwaltung sowie der Verkauf von Immobilien“<sup>6</sup> als Geschäftstätigkeit definiert Immobilienfonds unter der Regulierung des KAGB.

Im Segment der indirekten Immobilieninvestments gibt es eine Zweiteilung in offene und geschlossene Eigenkapitalkonzepte. Analog dazu wird zwischen offenen und geschlossenen Immobilienfonds unterschieden.<sup>7</sup> Der grundlegende Unterschied liegt in der Form der Kapitalaufnahme der Immobiliengesellschaften und der Rückgabemöglichkeiten der Anleger. Bei geschlossenen Produkten wird nur in der zeitlich begrenzten Platzierungsphase Anlegergeld eingesammelt. Dieses Geld fließt als haftendes Kapital in Form einer unternehmerischen Beteiligung an die Fondsgesellschaft und ist bis zum Ende der Laufzeit gebunden. Bei offen konstruierten Fondsprodukten gibt es kein Laufzeitende und die Fondsanteile können laufend erworben werden. Die Rückgabe der Anteile an die Fondsgesellschaft ist unter Beachtung von gesetzlichen Fristen möglich. Das Kapital wird als Sondervermögen durch die Fondsgesellschaft verwaltet und ist somit nicht Teil einer potenziellen Insolvenzmasse der Fondsgesellschaft.<sup>8</sup> Ein weiterer

---

<sup>5</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 1.

<sup>6</sup> BaFin, 2015

<sup>7</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 1.

<sup>8</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 3.

Teil der Definition von sowohl offenen als auch geschlossenen Immobilienfonds ist der Grundsatz der Risikomischung in mehrere Anlageobjekte.<sup>9</sup> Bei nicht risikogemischten Fonds müssen nach § 262 KAGB höhere regulatorische Anforderungen im Vertrieb erfüllt werden.

Das Fondsvermögen offener Publikums-Immobilienfonds aus Deutschland beträgt im Mai 2025 rund 119,7 Mrd. EUR. Seit März 2024 ist dieser Wert beginnend mit 132,2 Mrd. EUR stetig rückläufig. Analog dazu ist die Anzahl dieser Fonds von 65 auf 56 gesunken.<sup>10</sup>

Im Vergleich dazu liegt im Mai 2025 das gesamte Fondsvermögen inländischer geschlossener Immobilienfonds bei 39,4 Mrd. EUR verteilt auf 1.193 Fonds.<sup>11</sup> Um die aktuelle Marktbedeutung von geschlossenen Fonds zu ermitteln, sind die Platzierungsvolumina der neu aufgelegten Fonds von Bedeutung. Während bei offenen Publikumsfonds die Aktienfonds den größeren Anteil haben, sind es bei geschlossenen alternativen Investmentfonds die Immobilien mit 61% des Platzierungsvolumen in 2024. Der Anteil der Assetklasse der Private Equity AIFs stieg derweil von 20% in 2020 auf 32% in 2024. Die absoluten Platzierungsvolumina der Immobilienfonds sind in den letzten Jahren eingebrochen. 2019 wurde noch 1,08 Mrd. EUR Eigenkapital platziert und 2024 sind es mit 348 Mio. EUR ein Drittel davon.<sup>12</sup>

Insgesamt ist zu konstatieren, dass sowohl geschlossene<sup>13</sup> als auch offene Immobilienfonds mit zunehmenden Marktunsicherheiten, der Zinswende und abkühlenden Immobilienpreisen zu kämpfen haben.<sup>14</sup> Die offenen Eigenkapitalkonzepte dominieren hierbei mit hohen Fonds volumina den Markt der indirekten Immobilieninvestments.

Neue Impulse in diese jahrzehntealten Fondsstrukturen sollen seit der Einführung in 2015 die sogenannten European Long Term Investment Funds (ELTIFs) setzen. Einheitliche Zulassungsvorschriften und Anlegerschutz vor

---

<sup>9</sup> Vgl. Müthlein/Hoffmann, 2017, S. 185, S. 193.

<sup>10</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, 2025, S. 6.

<sup>11</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, 2025, S. 38.

<sup>12</sup> Vgl. Scope Group, 2025 A, S. 12.

<sup>13</sup> Vgl. Scope Group, 2025 A, S. 2.

<sup>14</sup> Vgl. Scope Group, 2025 C, S. 9.

betrügerischen Finanzprodukten nimmt dabei eine bedeutende Rolle ein.<sup>15</sup> Die Grundidee bei der Entwicklung dieses Anlagevehikels ist es, Anlegern den Zugang zu Investments abseits des Börsenhandels zu vereinfachen bzw. die Kapitalbeschaffung in der Realwirtschaft zu erleichtern. Durch Privatinvestoren soll damit gemäß Artikel 1 Verordnung (EU) 2015/760 die nachhaltige Transformation der europäischen Wirtschaft gestützt werden. Private Equity, Private Debt und Infrastruktur stellen sich hierbei bisher als die populärsten Assetklassen heraus. Immobilienfonds sind im Jahr 2024 mit einem Volumen von 1,8 Mrd. Euro verteilt auf 10 ELTIFs für 8,5% des ELTIF-Marktes verantwortlich.<sup>16</sup> Zunächst waren ELTIFs ausschließlich als geschlossene Fonds möglich. Seit der ELTIF 2.0 Reform in 2024 gibt es auch die Möglichkeit semi-liquider Fondsstrukturen. ELTIFs können also sowohl mit offenem als auch geschlossenem Eigenkapitalkonzept zugelassen werden.<sup>17</sup> Das Marktvolumen von Immobilien-ELTIFs ist vergleichsweise gering. Hingegen anders als bei den vorher vorgestellten klassischen Fondstypen, befindet sich der ELTIF-Markt seit 2024 im Wachstum. In 2024 wurden insgesamt 55 neue ELTIFs aufgelegt, während es im bis dahin stärksten Jahr 2021 27 Stück gewesen sind.<sup>18</sup>

Neben diesen klassischen Fondsstrukturen und ELTIFs gibt es weitere Möglichkeiten indirekt in Immobilien zu investieren. An der Börse sind zum Beispiel Immobilien-Aktiengesellschaften und sogenannte Real-Estate-Investment-Trusts vertreten. Immobilien-AGs sind Aktiengesellschaften nach dem Aktiengesetz und generieren ihren Ertrag aus dem Immobiliengeschäft. REITs unterliegen dahingegen einer anderen Marktregulierung, woraus vor allem Steuervorteile entstehen. Ein Kerncharakteristikum dieser Anlageklasse ist die Pflicht einer Dividendausschüttung von 90% der Gewinne, um Steuerentlastungen zu erhalten. Bei diesen beiden Anlageformen ist das Kursrisiko die entscheidende Unsicherheit für den Anleger. Um das Einzeltitelrisiko zu umgehen ist auch eine Anlage in einen entsprechenden Immobilien-ETF möglich.<sup>19</sup>

---

<sup>15</sup> Vgl. Zetzsche, 2025, S. 6.

<sup>16</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 12 f.

<sup>17</sup> Vgl. Zetzsche, 2025, S. 7 f.

<sup>18</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 2.

<sup>19</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 4.

Zusätzlich gibt es in Form von Crowdinvesting und tokenisierter Investments moderne Anlageformen. Bei tokenisierten Immobilieninvestments können Anleger Teileigentümer von Immobilien werden. Der digitale Token, den sie für ihr eingesetztes Kapital kaufen, wird auf einer Blockchain gespeichert und verkörpert die Eigentumsrechte an der Immobilie oder des Immobilienunternehmens.<sup>20</sup> Auch der Anspruch auf Dividenden wird darüber geregelt.<sup>21</sup> Die Funktionsweise ist vergleichbar mit geschlossenen Fonds und unterscheidet sich hauptsächlich durch die technische Abwicklung.<sup>22</sup>

Diese alternativen Anlageformen in Immobilien werden in dieser Arbeit nicht näher beleuchtet. Sie sind bis dato von einer geringen Marktbedeutung und können bei gegebenem Umfang der vorliegenden Arbeit nicht tiefer analysiert werden.

## 2.2 Gesetzliche und institutionelle Rahmenbedingungen

Um einen verlässlichen Anlegerschutz und einen stabilen Finanzmarkt zu gewährleisten, benötigen Immobilienfonds ein gewisses Maß an Regulatorik. Diese rechtlichen Rahmenbedingungen setzen sich aus verschiedenen nationalen und europäischen Vorschriften zusammen. Die ELTIFs fallen unter die ELTIF-Verordnungen der Europäischen Union<sup>23</sup> und die offenen und geschlossenen Immobilienfonds müssen sich in Deutschland nach dem Kapitalanlagegesetzbuch richten.<sup>24</sup>

In der Vergangenheit sind Probleme bei Immobilienfonds keine Seltenheit gewesen. Mehrfach musste es deshalb zu Verschärfungen des Regelwerks kommen. Die Branche der geschlossenen Fonds jeglicher Assetklassen ist von Skandalen und Gerichtsprozessen geprägt. Zahlreiche Negativbeispiele und Warnungen von Verbraucherschützern haben das Vertrauen in diese Anlageklasse geschädigt.<sup>25</sup> Ebenfalls die offenen Immobilienfonds hatten in der Finanzkrise mit Liquiditätsproblemen zu kämpfen und Verluste bei den Anlegern verursacht.<sup>26</sup> Seit der Zinswende 2022 befindet sich die Branche erneut in der Krise. Als

---

<sup>20</sup> Vgl. Straube, 2025, S. 15.

<sup>21</sup> Vgl. Straube, 2025, S. 18 f.

<sup>22</sup> Vgl. Straube, 2025, S. 25.

<sup>23</sup> Vgl. Lorenz, 2024.

<sup>24</sup> Vgl. Deutscher Bundestag, 2017, S. 5.

<sup>25</sup> Vgl. Stiftung Warentest, 2015.

<sup>26</sup> Vgl. Stein, 2013, S. 119.

prominentestes Beispiel ist der „Unilmmo: Wohnen ZBI“ zu nennen. Dieser Fonds erlitt 2024 massive Bewertungsverluste und steht in der Kritik mit einer zu geringen Risikoklasse vertrieben worden zu sein.<sup>27</sup>

Solche Vorfälle sind stets Anlässe mit regulatorischen Maßnahmen die Anforderungen an die Investmentfonds und deren Verwalter zu erhöhen. Vor allem als Reaktion auf die Finanzkrise ist 2013 das Kapitalanlagegesetzbuch in Kraft getreten. Dieses Regelwerk betrifft, unter dem Begriff Investmentvermögen zusammengefasst, alle Investmentfonds jeglicher Rechtsform. Offene und geschlossene Immobilienfonds werden hier als Alternative Investmentfonds (AIF) organisiert und von sogenannten AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften verwaltet. Die BaFin übernimmt die Überwachung der KVGs bzw. die Produktaufsicht und ist die zuständige Stelle für deren Zulassung.<sup>28</sup>

Bei offenen Immobilienfonds betrifft das entscheidende regulatorische Dilemma die Liquiditätssteuerung. Wenn in Krisenzeiten zu viele Anleger gleichzeitig ihre Fonds kündigen, kann die Fondsgesellschaft durch den illiquiden Charakter der Immobilien nicht alle Anleger bedienen. Die Anlageobjekte müssen in diesem Szenario unter Zeitdruck zu ungünstigen Verkaufskonditionen verkauft werden. Der Immobilienbestand muss dafür abgewertet werden und somit fällt auch der Wert des Fonds. Das KAGB definiert das Liquiditätsrisiko in § 5 Abs. 3 KAVerOV folgendermaßen: „Liquiditätsrisiko ist das Risiko, dass eine Position im Portfolio des Investmentvermögens nicht innerhalb hinreichend kurzer Zeit mit begrenzten Kosten veräußert, liquidiert oder geschlossen werden kann und dass dadurch die Erfüllung von Rückgabeverlangen der Anleger oder von sonstigen Zahlungsverpflichtungen beeinträchtigt wird.“ Durch diesen Mechanismus folgen Verluste bei den Investoren in der Finanzkrise 2008.<sup>29</sup> Das KAGB (§ 255) versucht vor allem mit Mindesthaltefristen für Anleger von 24 Monaten und einer Kündigungsfrist von einem Jahr, mehr Reaktionszeit für die Fondsverwaltung zu schaffen. Bei großen Mengen an Rückgaben und zeitgleich fallenden Immobilienpreisen bestehen die Probleme dennoch weiterhin, wie das Beispiel des Unilmmo: Wohnen ZBI zeigt.

---

<sup>27</sup> Vgl. Rohmert/Wrede, 2024, S. 10 f.

<sup>28</sup> Vgl. Deutscher Bundestag, 2017, S. 5 f.

<sup>29</sup> Vgl. Stein, 2013, S. 121 f.

Eine weitere bedeutende Liquiditätsvorschrift, um Rückzahlungen an die Anleger zu gewährleisten, ist das Vorhalten von einer Liquiditätsquote von mindestens 5% des Sondervermögens gemäß § 253 Abs. 1 KAGB. Des Weiteren sind KVGs nach § 30 KAGB verpflichtet, ein Liquiditätsmanagementsystem zu verwenden und regelmäßig Stresstests zu ihren Liquiditätsrisiken durchzuführen. Weitere Vorschriften für das Immobilien-Sondervermögen offener inländischer Publikums-AIFs sind in §§ 230-260 KAGB vorzufinden.

Bei geschlossenen Immobilienfonds treten derartige Probleme nicht auf. Diese Fonds werden mit der Rechtsform einer Personengesellschaft gegründet. Der Anleger wird hier zum Mitunternehmer und hat keine Möglichkeit auf die Rückgabe seiner Anteile, ist dementsprechend bis zum Laufzeitende an das Produkt gebunden.<sup>30</sup> Steuerlich bedeutet die Rechtsform für den Anleger, dass die steuerlichen Ergebnisse der Personengesellschaft unter seiner Einkommenssteuer als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung anzugeben sind.<sup>31</sup> Der Anlegerschutz des KAGB betrifft in den allgemeinen Vorschriften in §§ 261- 272 KAGB primär die Risikoauklärung und Informationspflichten im Verkaufsprospekt. Außerdem wird in § 263 Abs. 1 KAGB die maximale Aufnahme von Krediten auf 150% des Eigenkapitals beschränkt.

ELTIFs fallen durch den europäisch einheitlichen Ansatz unter andere gesetzliche Bestimmungen. Die ELTIF-Verordnung der EU 2015/760 bildet in Deutschland zusammen mit dem KAGB das rechtliche Rahmenwerk. Gemäß § 338a KAGB hat die Verordnung (EU) 2015/760 bei widersprüchlichen Vorgaben Vorrang und wird durch das KAGB ergänzt. Diese ursprüngliche ELTIF-Regulierung durch die EU-Verordnung hat bei den möglichen Anbietern und Anlegern keine hohe Nachfrage ausgelöst. Gründe hierfür waren primär die komplexen Abwicklungsprozesse, Vertriebsbeschränkungen für Privatanleger, restriktive Anlagermöglichkeiten und die ausschließlich geschlossene Fondskonstruktion.<sup>32</sup> Am 10.01.2024 ist daraufhin die ELTIF-Reform „ELTIF 2.0“ mit der Verordnung (EU) 2023/606 in Kraft getreten. Darin wurden viele dieser Hindernisse gelöst,

---

<sup>30</sup> Vgl. Böhmer, 2017, S. 5.

<sup>31</sup> Vgl. Brost/Faust/Reitinger, 2018, S. 440.

<sup>32</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 28 f.

wodurch das Wachstum des ELTIF-Marktes in Gang gesetzt wurde.<sup>33</sup> Zu den bedeutendsten Neuerungen gehört die Möglichkeit einer offenen Fondsstruktur, die Erweiterung der Anlagemöglichkeiten für die KVGs und ein unbeschränkterer Zugang für Privatanleger.<sup>34</sup> ELTIFs werden, wie die beiden vorherigen Fondsarten, als AIFs bezeichnet und organisiert. Eine Vertriebszulassung ist gemäß Artikel 3 Abs. 1 der Verordnung (EU) 2015/760 in jedem EU-Mitgliedsstaat möglich und anschließend auch in jedem anderen teilnehmenden Land gültig. Für international agierende KVGs kann dies ein entscheidender Vorteil von ELTIFs gegenüber anderen Fondsstrukturen sein.

Sowohl im KAGB als auch in den ELTIF-Verordnungen wird zwischen Privatanlegern, semiprofessionellen und professionellen Anlegern unterschieden. Privatanleger erhalten hier stets einen strengeren Anlegerschutz, wie z.B. durch ausgeweitete Informationspflichten.<sup>35</sup>

## 2.3 Immobilienfondsarten im Vergleich

Nachdem zuerst der Markt für Immobilieninvestments allgemein erläutert und die regulatorischen Grundlagen der Immobilienfonds dargestellt wurden, folgt nun eine systematische Betrachtung der drei Haupttypen von Immobilienfonds. Offene und geschlossene Immobilienfonds sowie ELTIFs sollen hier vertiefend in ihren strukturellen Besonderheiten und Funktionsweisen unterschieden werden. Ziel ist es, die Produktkonzeptionen vor dem Hintergrund ihrer Bedeutung für Privatanleger verständlich zu machen. Daraus sollen wesentliche Chancen und Risiken aufgezeigt werden, die in dem noch folgenden empirischen Teil vertieft analysiert werden.

### 2.3.1 Offene Immobilienfonds

1959 ist der erste offene Immobilienfonds in Deutschland auf den Markt gekommen.<sup>36</sup> Heute ist es das Anlagevehikel, welches die größten Fondsvolumen im Immobilienbereich vereint. Institutionelle Immobilienanlagen sind damit allen Privatanlegern in Form einer liquiden Anlageklasse zugänglich geworden. Primär

---

<sup>33</sup> Vgl. GSK Stockmann/zeb, 2023, S. 2.

<sup>34</sup> Vgl. Lorenz, 2024.

<sup>35</sup> Vgl. Deutscher Bundestag, 2017, S. 6.

<sup>36</sup> Vgl. Swiss Life KVG, 2024.

zeichnen sich die offenen Fonds durch ihre fortlaufenden Zeichnungs- und Rückgabemöglichkeiten aus.<sup>37</sup>

Wie bereits in den vorherigen Kapiteln angesprochen, werden sie durch das KAGB reguliert und durch die BaFin beaufsichtigt. Die Sondervermögensstruktur nach dem KAGB verschafft den Anlegern einen Insolvenzschutz. Darüber hinaus regelt das KAGB die Liquiditätsanforderungen, Kündigungsfristen, Regelungen zu Anteilsrückgaben und Bewertungsmaßstäbe, an die sich die AIF-KVGs halten müssen. (vgl. KAGB §§ 230-260)

Die Funktionsweise der offenen Immobilienfonds basiert auf der Liquiditätstransformation. Investiert wird das Anlegergeld und möglicherweise ein zusätzlicher Kredit (vgl. § 254 KAGB) als Investitionshebel in illiquide Immobilien. Gleichzeitig wird den Anlegern jederzeit die Rückgabe der Fondsanteile an die KVG zum Nettoinventarwert ermöglicht. Seit der Einführung des KAGBs ist das Rückgabeberecht zwar an mehrere Fristen geknüpft, bietet aber dennoch eine Möglichkeit für Anleger, die es in geschlossenen Fondskonstruktionen nicht gibt. (vgl. § 255 KAGB)

Um diese Funktion effektiv gewährleisten zu können, benötigt es ein intelligentes Liquiditätsmanagement über das Einhalten der Mindestliquiditätsquote von 5% nach § 253 Abs. 1 KAGB hinaus. Durch die gesetzlich vorgeschriebenen Liquiditätsreserven soll sichergestellt werden, dass Rückgabewünsche der Anleger bedient werden können. Insbesondere in Marktstressphasen ist die Liquiditätsquote von 5% nicht ausreichend. Aus diesem Grund liegen die realen Liquiditätsquoten der Fonds im Durchschnitt deutlich höher, um Rücknahmeaussetzungen zu vermeiden. Zum 30.04.2025 beträgt die durchschnittliche Liquiditätsquote bei 26 von Scope analysierten Fonds bei 14,3%.<sup>38</sup> Trotzdem ist zu konstatieren, dass trotz der vorgenommenen Regulierung ein Liquiditätsrisiko bzw. das Risiko einer Rücknahmbeschränkung besteht. Des Weiteren besteht theoretisch ein systemisches Risiko, wenn durch die Liquiditätskrise eines Fonds andere Immobilienfonds durch den entstehenden Marktstress „angesteckt“ werden. Die Folge davon können Marktverwerfungen mit negativen Effekten auf den gesamten

---

<sup>37</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 3.

<sup>38</sup> Vgl. Scope Group, 2025 C, S. 1.

Finanzmarkt sein.<sup>39</sup> Liquiditätsmanagementsysteme und Stresstests nach § 30 KAGB sollen die Risiken senken.

Für Privatanleger ergibt sich aus der Funktionsweise der offenen Immobilienfonds die Chance von einer höheren Liquidität im Vergleich zu geschlossenen Fonds. Dafür muss das Risiko eingegangen werden, dass es produktspezifisch zu Rücknahmeaussetzungen oder gar zu einer systemischen Krise durch Ansteckungsgefahren kommt und daraus Abwertungen der Fondsanteile resultieren.<sup>40</sup>

Ein weiterer elementarer Aspekt in der Funktionsweise von offenen Immobilienfonds ist die präzise Ermittlung des Nettoinventarwerts. Die Bewertungsmethodik ist entscheidend für die Entwicklung des Ausgabe- und Rücknahmepreis von AIFs. Um den NAV zu berechnen, werden alle Vermögenswerte des Fonds aufsummiert und anschließend die Verbindlichkeiten des Fonds abgezogen. Der Anteilspreis ergibt sich aus dem NAV geteilt durch die Anzahl aller ausgegebenen Fondsanteile.<sup>41</sup> Die Schwierigkeit hierbei liegt in der Bewertung der Immobilien als Hauptbestandteil der Vermögenswerte. Für die regelmäßige Wertbestimmung müssen gemäß § 249 Abs. 1 KAGB zwei voneinander unabhängige externe Bewerter engagiert werden. § 216 KAGB gibt die Kriterien für geeignete Bewerter vor. Durch den hohen Aufwand einer solchen Bewertung, welche üblicherweise mit dem Ertragswertverfahren durchgeführt wird, ist es nicht möglich, jederzeit tagesaktuelle NAV-Ermittlungen zu gewährleisten.<sup>42</sup> Nach § 251 Abs. 1 KAGB und § 217 Abs. 1 KAGB werden die Immobilienbewertungen quartalsweise bis mindestens einmal im Jahr durchgeführt. Die großen Abstände zwischen den Bewertungen lösen eine systematische Glättung der Wertentwicklung aus. Schwankungen in einem dynamischen Marktumfeld äußern sich so erst verzögert in dem Nettofondsvermögen und somit im Anteilspreis. Das Resultat dieser Methodik ist eine minimierte Volatilität des Fondskurses. Kommt es jedoch zu einer Stressphase kann es Verzerrungen in der Bewertung geben, da der NAV nicht mehr den tatsächlichen Immobilienmarktwert abbildet.<sup>43</sup>

---

<sup>39</sup> Vgl. Madaus/Sebastian, 2013, S. 1.

<sup>40</sup> Vgl. Madaus/Sebastian, 2013, S. 1.

<sup>41</sup> Vgl. Roca, 2024.

<sup>42</sup> Vgl. Holzmann, 2024.

<sup>43</sup> Vgl. Stein, 2013, S. 123 f.

Bei dem Extremfall Unilmmo: Wohnen ZBI wird der KVG vorgeworfen, dass die gutachterlichen Bewertungen über Jahre hinweg zu hoch angesetzt bzw. geschönt wurden, um schwache Mieträge auszugleichen.<sup>44</sup> In der Folge von vermehrten Anteilsrückgaben mussten Immobilien veräußert werden. Aufgrund der nicht marktgerechten Verkehrswerte musste der Fonds innerhalb einer Sonderbewertung den Immobilienbestand abwerten.<sup>45</sup> Der Anteilswert ist daraufhin um 16,7 Prozent an einem Tag gesunken.<sup>46</sup> Für Privatanleger ist im aktuellen Marktumfeld deshalb von einem erhöhten Risiko von Bewertungsunsicherheiten und Marktwertschwankungen auszugehen.

Im folgenden Abschnitt sollen die Grundsätze der Anlagepolitik offener Immobilienfonds dargestellt werden. Da sie im Vergleich zu geschlossenen Fonds auf ein weitaus größeres Fondsvolume ausgelegt sind, kann grundsätzlich ein breiteres Anlageportfolio aufgebaut werden.<sup>47</sup> Dadurch ist eine Risikomischung über eine Vielzahl an Einzelobjekten erreichbar. Zusätzlich ist es innerhalb eines Fonds möglich einen starken Diversifikationseffekt über die Investition in verschiedene Immobilienarten, Länder und Standorte zu erzielen.<sup>48</sup> Prinzipiell verfolgt das Fondsmanagement eines offenen Immobilienfonds das Ziel, durch den Aufbau eines breit gestreuten Portfolios, stabile Erträge zu erwirtschaften und Risiken zu minimieren. Ein weiterer Bestandteil dieser Strategie ist die Nutzung von Fremdkapital, um einen Renditehebel zu kreieren. § 254 KAGB beschränkt die Kreditaufnahme auf maximal „30% des Verkehrswertes der Immobilien, die zum Sondervermögen gehören“, um finanzielle Risiken zu begrenzen.

Eine wesentliche Chance für Privatanleger ist demzufolge ein aktiv gemanagtes und diversifiziertes Portfolio, während geschlossene Immobilienfonds häufig nur in einzelne Immobilien aus einer Branche investieren. Der Einfluss einzelner Mietausfälle auf die Fondsrendite ist damit geringer.

Ein oft kritisierte Aspekt an aktiv gemanagten Investmentfonds ist die hohe Kostenbelastung, welche sich negativ auf die Anlegerrendite auswirkt. Bei offenen

---

<sup>44</sup> Vgl. Loipfinger, 2024, S. 18 f.

<sup>45</sup> Vgl. Loipfinger, 2024, S. 15.

<sup>46</sup> Vgl. Union Investment, 2025 C.

<sup>47</sup> Vgl. BaFin, 2023.

<sup>48</sup> Vgl. Rock, 2019, S. 31.

Immobilienfonds sind die größten marktüblichen Kostenfaktoren ein Agio und eine jährliche Verwaltungsgebühr. Auf dem Basisinformationsblatt ist die KVG verpflichtet diese Kosten transparent aufzuschlüsseln. Den Ausgabeaufschlag könnten Anleger theoretisch auch umgehen, da viele offene Immobilienfonds auf der Börse handelbar sind. Dort fallen nur Börsenspesen an und unter Umständen ist der Börsenkurs auch noch günstiger als der Anteilspreis bei der Fondsgesellschaft.<sup>49</sup>

Außerdem ist ein für Privatanleger häufig genannter Vorteil von offenen Immobilienfonds eine steuerliche Teilfreistellung. Nach § 20 Abs. 3 des Investmentsteuergesetz unterliegen 60% der Erträge keiner Steuer. Bei überwiegend im Ausland investierenden Immobilienfonds, beträgt die Freistellung sogar 80% der Erträge. Zeitgleich mit der Einführung dieser Teilfreistellungsregelung wurde allerdings auch eine Körperschaftssteuer in Höhe von 15% auf Fondsebene wirksam. Um eine Doppelbesteuerung für den Anleger zu verhindern, wurde die Teilfreistellung initiiert. Der vermeintliche Vorteil für den Anleger hat sich somit relativiert.<sup>50</sup>

Zusammenfassend ist das aktuelle Marktumfeld von offenen Immobilienfonds als angespannt zu betrachten. Das gestiegene Zinsniveau hat zu sinkenden Immobilienpreisen geführt. Dadurch konnten die offenen Immobilienpublikumsfonds in Deutschland im Durchschnitt nur eine negative Rendite von -1,1% vom 30.04.2024 bis zum 30.04.2025 erwirtschaften.<sup>51</sup> Zeitgleich bietet das aktuelle Zinsniveau mit einem EZB-Einlagenzins von 2,0% zum 11.06.2025 einen vergleichsweise attraktiven risikofreien Marktzins.<sup>52</sup> Infolgedessen reagierten viele Anleger mit Anteilskündigungen, wodurch das Nettomittelaufkommen 2024 um fast sechs Milliarden Euro ins Negative gefallen ist. Noch können die KVGs mit Objektverkäufen die Liquiditätsquoten stabil halten, bei länger anhaltenden Kündigungswellen sind drohende Rücknahmeaussetzungen nicht auszuschließen.<sup>53</sup>

---

<sup>49</sup> Vgl. BaFin, 2025.

<sup>50</sup> Vgl. BVI, 2025.

<sup>51</sup> Vgl. Scope Group, 2025 C, S. 2.

<sup>52</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, 2025 A, S. 1.

<sup>53</sup> Vgl. Scope Group, 2025 C, S. 1 f.

### 2.3.2 Geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds können wie ihr offenes Pendant auf eine jahrzehntelange Historie zurückblicken. Durch zahlreiche Skandale hat das Image geschlossener Fonds bei Privatanlegern gelitten, weshalb offene Fonds schon lange die marktführende Position einnehmen.<sup>54</sup>

Ein Kerncharakteristikum ist die langfristige Kapitalbindung der Anleger ohne Rückgabeanspruch. Die Fondslaufzeit wird vorher festgelegt, kann sich aber unter bestimmten Bedingungen und Abstimmungen der Anleger noch verlängern. Es wird in der Praxis häufig mindestens eine Laufzeit von 10 Jahren bestimmt, da nach dieser Haltedauer die Veräußerung der Immobilien gemäß § 23 Abs. 1 Nr. 1 ESTG nicht mehr einkommenssteuerpflichtig ist. Diesen steuerlichen Vorteil können aufgrund ihrer Beteiligungsstruktur lediglich geschlossene Fonds nutzen. Die Investition in den Fonds ist nur in einem begrenzten Platzierungszeitraum möglich. Der Anleger wird mit der Investition zu einem Kommanditisten, wodurch er nicht vor einem Totalverlust geschützt ist.<sup>55</sup>

Ein frühzeitiger Ausstieg aus dem Fonds ist in der Regel lediglich durch den Verkauf über eine Zweitmarktbörse möglich. Der Zweitmarkt ist niedrig frequentiert und der Anleger muss mit Abschlägen für seine Fondsanteile rechnen.<sup>56</sup> Eine vorzeitige außerordentliche Kündigung ist nur in Ausnahmefällen möglich und wenig empfehlenswert für einen Privatanleger. Dabei wird mithilfe einer Auseinandersetzungsbilanz ein Abfindungsguthaben bestimmt. Die Höhe der Auszahlung für den Anleger ist bei Abgabe der Kündigung unbekannt und liegt prinzipiell unter dem eigentlichen Wert des Fonds.<sup>57</sup> Die Liquidität aus Anlegersicht ist demnach ein Nachteil im Vergleich mit einer offenen Fondsstruktur.

Ein weiterer konkreter Nachteil von geschlossenen Fonds für Privatanleger sind hohe Mindestanlagesummen. Während offene Fonds oft schon einen Einstieg unter 100 Euro anbieten, sind es bei risikogemischten geschlossenen Fonds stets praktisch mindestens 5 000 Euro Mindestbeteiligungssumme. Bei nicht

---

<sup>54</sup> Vgl. Stiftung Warentest, 2015.

<sup>55</sup> Vgl. Hertel/Zorzi, 2015, S. 634.

<sup>56</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 14.

<sup>57</sup> Vgl. Kloft, 2025.

risikogemischten Fonds muss nach § 262 Abs. 2 der Mindestanlagebetrag 20 000 Euro betragen. Eine Risikomischung nach § 262 Abs. 1 Satz 1 KAGB ist gegeben, wenn in mindestens drei Sachwerte wie Immobilien investiert wird. Durch die begrenzten Fondsvolumen übersteigen geschlossene Immobilienfonds diese Grenze in der Regel nur knapp. Eine Diversifikation wie in einem großen offenen Fonds ist damit nicht möglich und Konzentrationsrisiken entstehen. Die vertriebliche Zielgruppe beschränkt sich aus diesem Grund eher auf gehobene Privatkunden mit bereits diversifizierten Anlageportfolios.<sup>58</sup>

Um im Vertrieb geeignete Kunden für ein Anlageprodukt zu kategorisieren, ist ein Werkzeug der Gesamtrisikoindikator SRI. Diese Kennzahl soll für alle Kapitalanlageprodukte eine Gesamtrisikobewertung auf einer Skala von 1 bis 7 darstellen und wird gemäß Artikel 3 Delegierte Verordnung (EU) 2017/653 der Kommission vom 08.03.2017 auf dem Basisinformationsblatt dem Kunden verpflichtend ausgetragen. Basierend auf dem Abgleich des SRI mit der persönlichen Risikoneigung eines Kunden können Produktempfehlungen erstellt werden. Der Risikoindikator berücksichtigt bei seiner Bewertung vor allem das Kreditrisiko und das Marktrisiko. Offene Immobilienfonds haben durch die Verwaltung von Anlegergeld als Sondervermögen keine Kredit- bzw. Bonitätsrisiken und bei geschlossenen Fonds spielt dies auch keine entscheidende Rolle. Bei Investmentfonds ist demnach besonders das Marktrisiko, welches sich aus der Volatilität des Anteilkurses ergibt, von Bedeutung. Bei geschlossenen Fonds gibt es allerdings keine regelmäßigen Marktpreise, wodurch der SRI pauschal auf ein hohes Risiko von üblicherweise 6 aus 7 gesetzt wird. Offene Immobilienfonds erhalten durch geringe Kursschwankungen in der Regel niedrige Risikoeinstufungen. Geschlossene Fonds gelten demnach als das risikantere Anlageprodukt unabhängig von den Anlageobjekten und der KVG.<sup>59</sup>

Auf der anderen Seite bietet das konzentrierte Investment auf einzelne Immobilien die Chance auf überdurchschnittliche Renditen, die offene Immobilienfonds deutlich übertreffen. Ein häufig hoher Fremdkapitalanteil innerhalb des Fonds kann die Rendite zusätzlich steigern und erhöht unter Umständen zugleich das

---

<sup>58</sup> Vgl. Hertel/Zorzi, 2015, S. 634.

<sup>59</sup> Vgl. Reiff, 2022.

Zinsänderungsrisiko. Der Leverage-Effekt eines Kredithebels kann bei geschlossenen Fonds stärker ausgeprägt sein als bei offenen Fonds, da die maximale Fremdkapitalaufnahme nach §§ 254, 263 KAGB weniger stark begrenzt ist. Das gesteigerte Renditepotenzial höherer Fremdkapitalquoten wird mit einer erhöhten Hebelwirkung auf mögliche Verluste bezahlt. Außerdem kann der Finanzierungspartner bei Mietausfällen und daraus resultierender Zahlungsunfähigkeit des Fonds einen Zwangsverkauf der Immobilien bewirken. Eine gute Rendite für den Anleger durch den Verkaufserlös ist in diesem Szenario unwahrscheinlich.<sup>60</sup>

Wie auch offene Investmentfonds sind geschlossene Fonds von einer hohen Kostenbelastung durch die KVGs geprägt. Besonders hohe Initialkosten und teilweise schwer durchsichtige laufende Kosten verringern die Attraktivität für Anleger.<sup>61</sup>

Bei dem Investment in geschlossene Fonds kann es zu Steuervorteilen kommen. Während bei Anlegern offener Fonds die Abgeltungssteuer die Netto-Gewinne mindert, ist es bei geschlossenen Immobilienfonds die Einkommenssteuer im Zuge der Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung als Mitunternehmer. Durch die Verrechnung von anfänglichen steuerlichen Verlusten aus der Investitionsphase mit späteren positiven Erträgen aus den Objektvermietungen kann die Steuerlast des Anlegers verringert werden.<sup>62</sup> Des Weiteren ist zu beachten, dass die hohen Abschreibungen der Anlageobjekte zu einem niedrigeren steuerlichen Ergebnis führen. Aus diesem Grund übersteigt die Höhe der tatsächlichen Ausschüttung häufig die Höhe des zu versteuernden Betrages.<sup>63</sup> Weitere Steuervorteile können beispielsweise bei der Vererbung der Anteile geltend gemacht werden, da eine teilweise oder kompletten Verschonung von der Erbschaftssteuer möglich ist.<sup>64</sup>

Insgesamt können geschlossene Fonds in dem aktuell angespannten Marktumfeld vor allem damit punkten, dass kein strukturelles Liquiditätsrisiko wie bei offenen Immobilienfonds auftreten kann. Durch die Illiquidität für den Anleger geht

---

<sup>60</sup> Vgl. VGF Verband Geschlossene Fonds e.V., 2013, S. 12 f.

<sup>61</sup> Vgl. Marktwächter Finanzen/Verbraucherzentrale, 2017, S. 4.

<sup>62</sup> Vgl. Schulte, 2017.

<sup>63</sup> Vgl. wealthcap, 2018.

<sup>64</sup> Vgl. Hansetrust, 2019.

hiermit ein entscheidender Nachteil einher. Weiterhin ist das Gesamtrisiko durch die erläuterten Faktoren als hoch zu betrachten. Die Alternative von sichereren Zinsanlagen und die Verunsicherung von Privatanlegern durch Fondsinsolvenzen und Verwerfungen am Immobilienmarkt lassen ein Wachstum des Marktanteils klassischer geschlossener Immobilienfonds nicht erwarten. Ein vertriebliches Pro-Argument kann dennoch in einem günstigen Einstiegszeitpunkt zu niedrigen Immobilienpreisen gemacht werden.<sup>65</sup> Geschlossene Fonds, die aktuell am Ende ihrer Laufzeit stehen und in die Liquidationsphase eintreten wollen, haben derweil das gegenteilige Problem. Hier tritt das Risiko von Marktschwankungen mit einem negativen Einfluss auf die Rendite durch einen schwachen Verkaufserlös ein.

### 2.3.3 ELTIFs

ELTIFs bieten eine europäisch einheitlich gestaltete Alternative zu sowohl offenen als auch geschlossenen Immobilienfonds. Mit der aktuellen ELTIF 2.0 Regulierung sind nicht nur geschlossene ELTIFs möglich, sondern auch semi-liquide bzw. Evergreen-Investmentfonds.<sup>66</sup> Jene Fondskonstruktionen sollen im Folgenden in ihrer Funktionsweise von den klassischen Pendants abgegrenzt werden und eigene Chancen und Risiken für Privatanleger herausgearbeitet werden.

European Long Term Investment Funds sind, wie der Name sagt, auf langfristige illiquide Investitionsgüter oder Beteiligungen ausgelegt. Die Konstruktion als geschlossener Fonds ist daher naheliegend. Die grundsätzliche Funktionsweise des Produkts aus Anlegersicht ist gleichzusetzen mit klassischen geschlossenen Publikums-AIFs nach dem KAGB. Für die KVG wiederum ergeben sich aus den EU-Verordnungen mehrere Besonderheiten, insbesondere in der Portfoliozusammensetzung. So erhält ein ELTIF nur eine Vertriebszulassung, wenn laut Artikel 13 Absatz 1 Verordnung (EU) 2023/606 mindestens 55% des Fondskapitals in dafür qualifizierte Assets investiert werden. Zu den qualifizierten Anlagermöglichkeiten zählen laut Artikel 10 Abs. 1 Verordnung (EU) 2023/606 unter anderem Sachwerte wie Immobilien oder die Finanzierung von Immobilienprojekten via Private Debt. Ein Sachwert muss seit der Reform keine Nachhaltigkeit mehr

---

<sup>65</sup> Vgl. Scope Group, 2025 A, S. 2 f.

<sup>66</sup> Vgl. Lorenz, 2024.

vorweisen, sondern muss gemäß Artikel 1 Abs. 2 Bst a Verordnung (EU) 2023/606 lediglich einen Ertragswert haben. Die übrigen 45% können in kurzfristige und liquide Anlagen, wie z.B. Geldmarktinstrumente, angelegt werden. Das ergibt den Vorteil, dass in der Portfolioaufbauphase schneller Renditen erwirtschaftet werden können, was jedoch auch zur Verwässerung der Rendite führen kann.<sup>67</sup>

Darüber hinaus sind die Regeln für die Mindestanzahl an Anlageobjekten verschärft. In einen einzelnen Sachwert darf gemäß Artikel 13 Absatz 1 Bst b Verordnung (EU) 2023/606 maximal 20% des Kapitals investiert werden. Ein ELTIF ganz ohne Risikomischung oder nur mit drei Immobilien ist nicht möglich. Die maximale Fremdkapitalaufnahme ist bei ELTIFs nach Artikel 16 Abs. 1 Bst a Verordnung (EU) 2023/606 auf 50% des NAV begrenzt. Klassische geschlossene AIFs liegen mit der Obergrenze von 150% des Eigenkapitals aus § 263 Abs. 1 KAGB, also umgerechnet 60% der Gesamtinvestition, ein wenig darüber.

Wenn man nun lediglich Immobilienfonds vergleicht, sind die Unterschiede aus Sicht eines unerfahrenen Privatanlegers schwierig nachzuvollziehen. Vor allem das Problem der Illiquidität des Produkts bleibt bestehen und ein Zweitmarkt für ELTIFs über die Fondsbörse Deutschland ist noch bis voraussichtlich 2026 in der Entwicklung.<sup>68</sup> Das Konzentrationsrisiko wurde zwar mit einer gesteigerten Diversifikationspflicht etwas verringert, trotzdem bleibt das Produkt eher risikoreich und ist somit nicht jedem Anlegertyp zu empfehlen.<sup>69</sup>

Bis 2024 gab es lediglich geschlossene ELTIFs. Eine konkrete Rechtsform wird durch die EU jedoch nicht vorgeschrieben. Bei einer Fondszulassung in Deutschland sind damit theoretisch alle möglichen Rechtsformen des KAGB erlaubt.<sup>70</sup> Praktisch war allerdings keine andere Möglichkeit als eine geschlossene Variante vorgesehen und umsetzbar. Erst die ELTIF 2.0 Novellierung hat die nötigen Rahmenbedingungen geschaffen und explizit auch offene bzw. semi-liquide ELTIFs

---

<sup>67</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 29.

<sup>68</sup> Vgl. Institutional money, 2025.

<sup>69</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 38.

<sup>70</sup> Vgl. BaFin, 2025.

mit einer unbegrenzten Laufzeit ermöglicht. Diese Flexibilisierung sollte sowohl für KVGs, als auch Privatanleger die Anlageklasse beliebter machen.

Die konkreten Rückgabemodalitäten können bei den ELTIFs unterschiedlich ausgestaltet sein und müssen in den Vertragsbedingungen oder der Satzung angegeben sein. Artikel 18 Abs. 2 Verordnung (EU) 2023/606 definiert die Bedingungen für eine Rückgabe. Aus dem Artikel geht eine Mindesthaltezeit für Anleger als Gemeinsamkeit zu klassischen offenen Immobilienfonds hervor. Die Mindesthaltezeit kann allerdings eine andere sein als nach dem KAGB. Letztendlich muss die Fondsgesellschaft der zuständigen Behörde eine „angemessene Rücknahmeregelung und angemessene Liquiditätsmanagementinstrumente“ (Artikel 18 Abs. 2 Bst b Verordnung (EU) 2023/606), orientiert an der Anlagestrategie, nachweisen. Ein gewisser Gestaltungsspielraum wird der KVG damit gewährt. Ein klarer Unterschied zu den Rücknahmeregelungen offener Fonds nach KAGB ist eine prozentuale Begrenzung der Rücknahmen im Verhältnis zum Fondsvermögen gemäß Artikel 18 Abs. 2 Bst d Verordnung (EU) 2023/606. Wird dieser Prozentsatz in einer Rückgabeperiode überschritten, werden Rückgaben nur anteilig ausgeführt und der Rest auf die nächste Rückgabeperiode verschoben (vgl. Artikel 18 Abs. 2 Bst e Verordnung (EU) 2023/606). Präzisere technische Regulierungsstandards werden laut Artikel 18 Abs. 6 Verordnung (EU) 2023/606 durch die European Securities and Markets Authority (ESMA) geregelt. Darin wird die maximale Rückgabehäufigkeit für Anleger auf quartalsweise festgelegt, wobei ein ELTIF auch längere Perioden vorgeben kann.<sup>71</sup>

Letztendlich ist ein ELTIF nicht sofort gezwungen schnellstmöglich Anlageobjekte zu veräußern, um Rückgaben der Anleger nachzukommen. Wenn die Liquiditäts-situation eine vollständige Befriedigung der Rückgabewünsche der Anleger nicht zulässt, können diese eine Periode verschoben oder temporär ausgesetzt werden, um einen Schaden für die restlichen Anleger zu verhindern. Aufgrund der genannten Einschränkungen der Rückgabemöglichkeiten im Vergleich zu klassischen offenen Investmentfonds verringert sich das Liquiditätsrisiko der KVGs. Eine Fristenkongruenz bleibt dennoch bestehen.<sup>72</sup> Für Anleger bedeutet das auf

---

<sup>71</sup> Vgl. ESMA, 2023.

<sup>72</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 32.

der anderen Seite den Nachteil, dass die offenen ELTIFs nur eingeschränkt liquide sind. Insgesamt ist von einer höheren Nachfrage als bei einer geschlossenen langfristigen Kapitalbindung auszugehen.<sup>73</sup>

In 2024 haben direkt etwa die Hälfte der Anbieter von ELTIFs die neue Möglichkeit der semi-liquiden Fondskonstruktion genutzt. Die Ratingagentur Scope hat bei 21 aus 39 ELTIFs, die in 2024 zugelassen wurden und Informationen zur Laufzeit vorgelegt haben, eine offene Struktur festgestellt.<sup>74</sup> Ob sich ELTIFs langfristig in einem breiten Marktspektrum etablieren können, ist abhängig von den tatsächlichen Performances in den kommenden Jahren.<sup>75</sup>

### 3 Methodik

Ziel dieses Kapitels ist es, die methodische Vorgehensweise dieser Arbeit transparent und nachvollziehbar zu machen. Um die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger analysieren zu können, wird ein Methodenmix angewandt. Dabei werden sowohl qualitative, als auch quantitative Ansätze genutzt, um eine ausreichende wissenschaftliche Validität der Ergebnisse sicherzustellen. Die Basis für die Analyse bildet die Literaturrecherche aus Kapitel Zwei. Für eine gezieltere Verwendung des umfassenden theoretischen Hintergrunds folgt im nächsten Unterkapitel zunächst eine knappe Literaturübersicht. Darin sollen die zentralen Inhalte mit Relevanz für den Analyseteil aus der vorherigen Literaturrecherche zusammengebracht werden. Das darauffolgende Unterkapitel behandelt die Vorgehensweise bei der datengestützten empirischen Analyse. Mit dieser Analysemethodik sollen die Ergebnisse aus der Literaturanalyse getestet und erweitert werden. In Kapitel 3.3 wird daraufhin die Herangehensweise bei den Experteninterviews erläutert. Diese Befragungen bieten durch die Beantwortung fachlicher Fragestellungen durch Marktteilnehmer und Experten praxisnahe Markteinschätzungen aus verschiedenen Standpunkten und Unternehmensperspektiven.

---

<sup>73</sup> Vgl. Schären, 2023, S. 28 f.

<sup>74</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 24.

<sup>75</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 38.

### 3.1 Literaturanalyse & Literaturübersicht

In dem Theorieteil dieser Arbeit wurden die zentralen theoretischen Chancen und Risiken der verschiedenen Arten von Immobilienfonds herausgearbeitet. Insbesondere die Gesetzbücher, das KAGB und die ELTIF-Verordnung (EU) 2015/760 in der Fassung der Novelle 2023/606, sind die grundlegenden Quellen für die Funktionsweise von Investmentfonds. Anhand der daraus erläuterten Beschaffenheiten der verschiedenen Fondskonzeptionen, konnten in Verbindung mit geeigneten Studien und Fachliteratur, die bedeutendsten Chancen und Risiken für Privatanleger beschrieben werden. Jene sollen in der folgenden Literaturübersicht kurz zusammengefasst werden, um sie als Ergebnis der Literaturanalyse übersichtlich festzuhalten.

Für offene Immobilienfonds bildet die Fristentransformation nach dem Regelwerk des KAGB eine der größten Chancen und Risiken zugleich. Die Rückgabemöglichkeiten bieten einen Liquiditätsvorteil für die Anleger. Madaus und Sebastian (2013) betonen dagegen das Liquiditätsrisiko, welches aus der Illiquidität der Immobilien entsteht und in Stresszeiten zu Rücknahmeaussetzungen, Verlusten, Fondsabwicklungen und systemischen Risiken führen kann. Die gutachterliche Stellungnahme von Loipfinger (2024) verdeutlicht kritisch die Schwächen offener Immobilienfonds aus dem aktuellen Anlass von erheblichen Abwertungen in diesem Marktsegment. Insbesondere wird die niedrige vertriebliche Risikoeinstufung und eine mangelnde Transparenz in der Bewertungspraxis kritisiert. Eine Gefahr für Privatanleger ist daher eine verzerrte Risikowahrnehmung, da plötzliche Wertverluste auftreten können. Auch Stein (2013) gehört zu den kritischen Stimmen im Hinblick auf das Liquiditätsrisiko und der Bewertungsmethodik durch den NAV. Die BaFin (2023) zeigt auf der anderen Seite die hohe Diversifikation durch viele verschiedene Immobilien als zentrale Chance für Privatanleger. Dadurch wird ein Konzentrationsrisiko verhindert und die Rendite stabilisiert. Zudem wird hier der niedrige Mindestanlagebetrag genannt, der als Chance für Kleinanleger anzuführen ist, überhaupt am Immobiliengeschäft partizipieren zu können.

Geschlossene Fonds werden im öffentlichen Diskurs mehrheitlich negativ dargestellt. So warnen beispielsweise die Stiftung Warentest (2015) und der

Marktwächter Finanzen/Verbraucherzentrale (2017) in der Funktion als Verbraucherschützer vor dem hohen Verlustrisiko, der Illiquidität und den erheblichen und intransparenten Kosten. Die Rechtsform von geschlossenen Fonds als Personengesellschaft bedeutet für den Privatanleger tatsächlich ein Totalverlustrisiko als Mitunternehmer. Andererseits entsteht dadurch die Chance von speziellen Steuervorteilen, die von Schulte (2017) und Hanstrust (2019) angeführt werden. Beispielsweise die Möglichkeit von Verlustverrechnungen auf Fondsebene und Erbschaftssteuerbefreiungen sind Vorteile. Eine weitere Chance und ein Risiko zugleich wird von dem VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2013) in Form von einem großen Kredithebel erläutert. Der resultierende Leverage-Effekt kann sowohl zu hohen Gewinnen, als auch Verlusten führen. Zuletzt benennt die Marktstudie der Scope Group (2025 B) die temporäre Chance eines günstigen Einstiegszeitpunkt in einem aktuell günstigen Immobilienmarkt. Bei einem erfolgreichen geschlossenen Immobilienfonds ist die mögliche Höhe der Rendite ein entscheidender komparativer Vorteil.

ELTIFs erfahren seit der Novellierung der EU-Verordnung im Jahr 2024 im Gegensatz zu den anderen Fondsarten zunehmend Anerkennung. Zum Beispiel die Scope Group (2025 B) prognostiziert in ihrer großen ELTIF-Marktstudie ein gesteigertes Wachstum des ELTIF-Markts durch die Reform. Bei den Chancen und Risiken überschneiden sich einige Aspekte mit den klassischen Pendants. Bei geschlossenen Immobilien-ELTIFs ist für Privatanleger der relevanteste Unterschied eine größere Diversifikation auf mindestens fünf Sachwerte durch Artikel 13 Absatz 1 Bst b Verordnung (EU) 2023/606. Die semi-liquide Fondskonstruktion versucht dem Privatanleger eine gewisse Liquidität zu bieten und währenddessen das Liquiditätsproblem der KVGs der offenen Immobilienfonds zu verringern. Im Vergleich zu klassischen offenen Fonds ist eine eingeschränkte Liquidität, jedoch auch eine verbesserte Resilienz gegen Liquiditätskrisen des Fondsmanagements anzumerken. Die Scope Group (2025 B) argumentiert, dass sich die Etablierung von ELTIFs in der breiten Masse der Privatanleger erst noch entwickeln und durch gute Leistungsdaten rechtfertigen muss.

### 3.2 Dokumentation der empirischen Analyse

Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurden branchentypische Kennzahlen von offenen und geschlossenen Immobilienfonds und Immobilien-ELTIFs systematisch erfasst und vergleichend analysiert. Das Ziel der Datenanalyse ist es, die Fonds hinsichtlich ihrer Rendite-, Risiko- und Kostenstruktur objektiv zu bewerten. Besonders mögliche Unterschiede der Fondsarten sollen hiermit deutlich werden. Dieses Kapitel dient der Nachvollziehbarkeit der Analyse. Stichtag für die Datenerfassung war der 10.09.2025 an dem die zu diesem Zeitpunkt aktuellsten verfügbaren Daten aller einbezogenen Fonds erfasst wurden.

Aufgrund zu hohen Aufwands und beschränkter Datenverfügbarkeit ist es innerhalb dieser Arbeit praktisch nicht möglich, den kompletten Immobilienfondsmarkt detailliert abzubilden und zu analysieren. Daher ist eine Eingrenzung auf einen möglichst repräsentativen Ausschnitt der Branche notwendig. Um einen möglichst großen und bedeutenden Teil der offenen Immobilienfonds erfassen zu können, wurden die fünf Fonds mit den größten Fondsvolumina in Deutschland ausgewählt. Konkret sind das der Deka-ImmobilienEuropa, Hausinvest, Unilmmo: Deutschland, Unilmmo: Europa und der WestInvest InterSelect. Diese vereinen aktuell zusammen über 72 Milliarden EUR Fondsvermögen und bilden damit einen relevanten Anteil am Gesamtmarkt.<sup>76</sup> Die primären Datenquellen bilden die Websites der Anbieter zu den jeweiligen Fonds. Bei den Kennzahlen Volatilität und Sharpe Ratio wurde zusätzlich auf [fondsweb.com](http://fondsweb.com) zugegriffen, um keine Abweichungen in der Datenverfügbarkeit und Berechnungsmethodik zuzulassen.

Bei den geschlossenen AIFs ist es weniger sinnvoll sich auf fünf einzelne Fonds zu beschränken, da sie nur über einen begrenzten Zeitraum laufen und individuell gestaltet sind. Stattdessen wurden fünf Fondsgesellschaften ausgewählt, um durch die jeweiligen Leistungsbilanzen eine breite Vergleichsbasis zu erlangen. Die Kriterien für die Auswahl der KVGs waren vor allem eine hohe Anzahl an bisher aufgelösten geschlossenen Publikums-Immobilienfonds und die Grundvoraussetzung einer guten Datenverfügbarkeit. Durch die Leistungsbilanzen der Fondsgesellschaften konnten auf diese Weise 203 aufgelöste Immobilienfonds

---

<sup>76</sup> Vgl. Anhang 1, Table 1.

in die Analyse miteinbezogen werden. Eine Renditebetrachtung von einem noch laufenden geschlossenen Fonds wäre nicht aussagekräftig, da die Schlussauszahlung aus der Liquidierung der Immobilien einen Großteil des Anlageerfolgs entscheidet. Die ausgewählten KVGs sind die Jamestown Gruppe, die Hahn Gruppe, Primus Valor, Dr. Peters Group und die ILG Gruppe.<sup>77</sup> Die Leistungsbilanzen der ILG Gruppe und Primus Valor können über aktuelle Einträge auf deren Websites nachvollzogen werden. Der verwendete Performancebericht für die Hahn Gruppe stammt aus 2023. Bei der Dr. Peters Group wurde die Leistungsbilanz Immobilien 2023 verwendet und bei Jamestown die Leistungsbilanz zum 01.01.2024. Da ohnehin nur aufgelöste Fonds über eine lange Historie hinweg betrachtet werden, ist eine Vereinheitlichung von Zeiträumen in der Analyse nicht von Bedeutung.

Bei der Betrachtung der ELTIFs sind im Gegensatz zu den anderen beiden Fondsarten große Einschränkungen in der Datenverfügbarkeit zu treffen. Eine Langzeitbetrachtung ist aufgrund der erst jungen Geschichte der ELTIFs kaum bis gar nicht möglich. Insbesondere eine Performancebetrachtung von semi-liquiden Varianten ist nicht möglich, da erst 2024 die ersten Exemplare auf den Markt gekommen sind. Außerdem ist der Markt für ELTIFs, die auf Immobilien spezialisiert sind, klein. Die ELTIF-Studie der Scope Group aus 2025 identifiziert 10 Immobilien-ELTIFs.<sup>78</sup> Von diesen 10 möglichen Beispielen gab es bei der Mehrheit davon kaum frei zugängliche Informationen. Analog zu den offenen Fonds wurden trotzdem fünf ELTIFs für den Vergleich ausgesucht, womit bereits ein großer Anteil des kleinen Markts abgedeckt werden kann. Darunter befinden sich folgende Fonds: Eurazeo European Real Estate II ELTIF, PI Solutions – Amundi Reali, Mirabaud Sustainable Cities, Greenman Open ELTIF und Wenova Transition. Der Greenman Open ELTIF ist davon der einzige Evergreen-ELTIF, während die anderen vier jeweils eine geschlossene Struktur aufweisen.<sup>79</sup> Die Daten stammen auch hier von den offiziellen Websites der jeweiligen Fonds-Anbieter.

---

<sup>77</sup> Vgl. Anhang 1, Table 2.

<sup>78</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 56 f.

<sup>79</sup> Vgl. Anhang 1, Table 3.

Allgemein wurde die annualisierte Wertentwicklung, Sharpe Ratio, Volatilität, SRI und die Fremdkapitalquote systematisch erfasst. Damit soll ein vergleichbares Bild über die Risiko-Rendite-Lage der verschiedenen Fonds kreiert werden. Vor allem bei diesen Kennzahlen fehlt es bei den ELTIFs jedoch an Substanz. An dieser Stelle wurden zusätzlich die von den Anbietern kommunizierten Zielrenditen ergänzt. Weitere Aspekte, die in dem Analysekapitel dieser Arbeit unter den Fondsvehikeln verglichen werden, sind die Liquiditätsquote, die Fondslaufzeit, die Kosten für die Privatanleger und die Diversifikation in den Portfolios der Fonds.

Aufgrund eng begrenzter Datenverfügbarkeit, insbesondere bei ELTIFs und geschlossenen Fonds, ist die Auswertung auf die bestmögliche Datenbasis, aber nicht auf eine vollständige Marktabdeckung ausgelegt.

### 3.3 Experteninterviews

Die quantitativen Ergebnisse der Datenerfassung werden innerhalb der Analyse mit individuellen und praktischen Markteinschätzungen erweitert. Dafür wurden im Rahmen dieser Arbeit acht schriftliche Expertenbefragungen durchgeführt. Damit sollen die Chancen und Risiken für Privatanleger aus tagesaktueller Sicht erfahrener Branchenvertreter untersucht werden. Im Folgenden werden die Auswahl und inhaltlichen Schwerpunkte der Interviews erläutert.

Da ELTIFs noch nicht weit verbreitet sind und sich Fondsmanager häufig auf eine Fondsart spezialisieren, kann keiner der Befragten praktische Erfahrungen mit allen drei Fondstypen vorweisen. Es ist zudem davon auszugehen, dass besonders ein Spezialist, der nur in einem der drei Bereiche geschäftstätig ist, voreingenommen ist und gegebenenfalls die Position des eigenen Arbeitgebers vertritt. Da in der Analyse möglichst viele verschiedene Marktperspektiven verglichen und Verzerrungen durch Unternehmensstreue vermieden werden sollen, ist eine möglichst breite Streuung der Tätigkeitsprofile der Experten von höchster Priorität. Nachfolgende Tabelle zeigt einen Überblick über die befragten Experten.

Tabelle 1: Übersicht der interviewten Experten<sup>80</sup>

Interviewpartner	Position/Unternehmen
<b>Karl-Heinz Breunig</b>	Bereichsleiter Vermögensberatung/ Sparkasse Erlangen
<b>Kubilay Sarili</b>	Vertriebsdirektor/Patrizia SE
<b>Stefan Mehl</b>	Geschäftsführer/BONAVIS Treuhand GmbH
<b>Paul Schloz</b>	Geschäftsführender Gesellschafter/ asuco-Unternehmensgruppe
<b>Thomas Rudel</b>	Vertriebsdirektor/DekaBank
<b>Ralph Heller</b>	Geschäftsführender Gesellschafter/ HW HanselInvest GmbH
<b>Paschalis Christodoulidis</b>	Prokurist/DeWert Deutsche Wertin- vestment GmbH
<b>Anonym</b>	Vorstand/Handelshaus für geschlos- sene AIF

Eine vertrieblich orientierte Sichtweise können vor allem die Befragungen von Herrn Breunig<sup>81</sup>, Herrn Rudel<sup>82</sup> und Herrn Sarili<sup>83</sup> gewährleisten. Herr Rudel repräsentiert hierbei als Vertriebsdirektor der DekaBank die offenen Immobilienfonds, während Herr Sarili als Vertriebsdirektor der Patrizia SE Erfahrungen mit geschlossenen Fonds und ELTIFs einbringen kann. Herr Breunig nimmt als Bereichsleiter der Vermögensberatung der Sparkasse Erlangen Höchstadt Herzogenaurach derweil eine neutralere Position mit aktiver Tätigkeit im Bereich der offenen und geschlossenen Fonds ein. Ergänzend dazu bieten die Interviews mit Herrn Mehl<sup>84</sup>, Herrn Schloz<sup>85</sup>, Herrn Christodoulidis<sup>86</sup> und die anonymisierte Befragung<sup>87</sup> Sichtweisen hauptsächlich aus der Arbeit mit geschlossenen Fonds. Herr Mehl liefert Expertise zu Sachwertinvestments als Geschäftsführer der BONAVIS Treuhand GmbH. Herr Schloz hat als geschäftsführender

<sup>80</sup> Eigene Darstellung auf Basis von Anhang 2.

<sup>81</sup> Vgl. Interview Breunig, Anhang 2.1.

<sup>82</sup> Vgl. Interview Rudel, Anhang 2.3.

<sup>83</sup> Vgl. Interview Sarili, Anhang 2.6.

<sup>84</sup> Vgl. Interview Mehl, Anhang 2.4.

<sup>85</sup> Vgl. Interview Schloz, Anhang 2.2.

<sup>86</sup> Vgl. Interview Christodoulidis, Anhang 2.8.

<sup>87</sup> Vgl. Interview Anonym, Anhang 2.5.

Gesellschafter der asuco-Unternehmensgruppe ausgiebige Erfahrungen mit geschlossenen AIFs mit Immobilieninvestitionen. Asuco ist in diesem Bereich der marktführende Investor am Zweitmarkt und bietet in Form von geschlossenen Publikumsfonds Anlagemöglichkeiten für Privatanleger.<sup>88</sup> Herr Christodoulidis ist Prokurist der DeWert Deutsche Wertinvestment GmbH, die eine Tochtergesellschaft der Hahn-Gruppe ist.<sup>89</sup> Demnach ist er wie auch Herr Rudel Arbeitnehmer einer der Fondsgesellschaften, die auch in der Datenanalyse betrachtet werden. Das anonymisierte Interview stammt von einem Vorstand eines Handelshauses für geschlossene AIFs. Abschließend bietet die Befragung von Herrn Heller<sup>90</sup> eine weitere ausgewogene Position mit Erfahrungen mit sowohl geschlossenen als auch offenen Immobilienfonds als geschäftsführender Gesellschafter der HW HanselInvest GmbH. Insgesamt ist dennoch kritisch anzumerken, dass die ELTIF-Expertise bei der gegebenen Auswahl unterrepräsentiert ist.

Die Fragebögen wurden für eine bessere Vergleichbarkeit alle einheitlich mit den gleichen Fragen bearbeitet. Enthalten ist eine Mischung aus Ankreuzfragen, Schätzfragen und offenen Fragen. Dabei werden Einschätzungen zu allen Themenbereichen der Analyse, dazu gehören Rendite und Risikoprofil, Liquidität, Kostenstrukturen und Gebühren, Transparenz und Anlegerschutz, Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten und Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen, abgefragt. Darüber hinaus wurden folgende Themenfelder aufgenommen: Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick, ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick, Empfehlungen und Ausblick. Mit Fragen in diesen Kategorien soll die Position der Interviewpartner zu den verschiedenen Fondsvehikeln deutlich werden und durch Prognosen zukünftiger Entwicklungen erweitert werden.<sup>91</sup>

Bei der analytischen Auswertung wurden die Antworten auf die Fragen, die dem jeweiligen Analysekapitel zugehörig sind, auf Übereinstimmungen und Unterschiede untersucht. Außerdem sollen jeweils unterschiedliche Marktmeinungen, die aus den Interviews herausgearbeitet wurden, dargestellt werden.

---

<sup>88</sup> Vgl. asuco, 2025.

<sup>89</sup> Vgl. Hahn AG, 2025.

<sup>90</sup> Vgl. Interview Heller, Anhang 2.7.

<sup>91</sup> Vgl. Experteninterviews, Anhang 2.

## 4 Vergleichende Analyse

In diesem Kapitel werden die verschiedenen Immobilienfondsarten anhand von sechs zentralen Vergleichskategorien analysiert. Die sechs Unterkapitel beginnen mit dem Rendite und Risikoprofil. Anschließend folgen Abschnitte zu Liquidität, Kosten, Transparenz, Diversifikation und Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen der drei Fondstypen. Grundlage der vergleichenden Analyse bildet der in Kapitel Drei erläuterte Methodenmix aus Experteninterviews, Literaturrecherche und einer Datenanalyse. Mit dieser Herangehensweise soll die Analyse die zentralen Chancen und Risiken für Privatanleger in der aktuellen dynamischen Marktphase anhand qualitativer und quantitativer Merkmale ermitteln. Eine somit möglichst realistische und praxisorientierte Darstellung der Produkteigenschaften soll eine Entscheidungsgrundlage für Privatanleger und einen Beitrag zur aktuellen Diskussion um die Zukunft der Immobilienfonds als Anlageform leisten.

### 4.1 Rendite und Risikoprofil

Das Rendite und Risikoprofil eines Anlageprodukts zählt als eines der zentralen Kriterien in der Entscheidungsfindung der meisten Privatanleger. Schließlich ist das Tätigen einer Investition stets mit der Intention des Erzielens einer oft wirtschaftlichen Rendite verbunden. Zudem ist neben einem angestrebten Kapitalwachstum auch die individuelle Risikobereitschaft eines Anlegers zu berücksichtigen. Nach dem sogenannten „magischen Dreieck der Geldanlage“ kann keine Anlageform Ertrag, Sicherheit und Liquidität gleichermaßen erfüllen.<sup>92</sup> Daher ist unter anderem die Erstellung eines Rendite und Risikoprofils notwendig, um eine gezielte Produktwahl bei verschiedenen Anlegerbedürfnissen zu gewährleisten.

Die zentralen Kennzahlen in der Fondsanalyse sind hierfür die annualisierte Rendite, Volatilität und die Sharpe Ratio. Ergänzend kommt der Gesamtrisikoindikator SRI und die Fremdkapitalquote dazu. Die annualisierte Rendite stellt den jährlichen Gewinn für den Anleger durch Ausschüttungen und Kursveränderungen dar. Die Volatilität misst in diesem Anwendungsfall die Schwankungsintensität des jeweiligen NAV und ist damit eine Risikokennziffer. Zusammengebracht

---

<sup>92</sup> Vgl. Sparkasse, 2023.

werden Rendite und Risiko in der Kennzahl Sharpe Ratio. Die Formel dafür lautet:  $\frac{\text{Rendite} - \text{risikofreier Zinssatz}}{\text{Standardabweichung der Fondsrenditen}}$ . Mit diesem Verhältnis von Überrendite zu eingegangenem Risiko wird im Grunde ausgedrückt, inwieweit sich das Risiko gelohnt hat.<sup>93</sup>

Bei offenen Fonds sind diese Kennzahlen eine valide Möglichkeit der Risiko-Rendite-Profilierung. Bei geschlossenen Fonds ist eine Volatilitätsbetrachtung und somit Sharpe-Ratio Berechnung dagegen unüblich, weil der NAV seltener ermittelt wird und weniger aussagekräftig ist.<sup>94</sup> Auch die Rendite lässt sich tabellarisch nur über die gesamte Laufzeit zwischen offenen und geschlossenen Fonds vergleichen. Die Wertentwicklung innerhalb einzelner Zeitabschnitte ist nur bei offenen AIFs sinnvoll, da bei geschlossenen Fonds nur die Gesamtbetrachtung nach Liquidation von Bedeutung ist. Bei ELTIFs bestehen derweil noch keine belastbaren Ertragsdaten.<sup>95</sup>

*Tabelle 2: Wertentwicklung p. a. ausgewählter offener/geschlossener Immobilienfonds<sup>96</sup>*

Wertentwicklung p. a.	Offene AIFs	Geschlossene AIFs
3 Jahre:	1,14%	-
10 Jahre:	2,56%	-
Gesamtaufzeit:	4,0%	9,12%

Bei der Betrachtung der Renditen der offenen Immobilienfonds in Tabelle 2 ist eine Verringerung in den jüngsten Jahren zu beobachten. Insbesondere der Unilmmo: Europa sticht heraus mit einer negativen Wertentwicklung von kumuliert -0,68% über die letzten 3 Jahre. Grund dafür sind Abwertungen im Immobilienbestand in 2025. Auch die Volatilität steigt entsprechend in der Jahresbetrachtung auf einen Wert von 1,18%. Der Durchschnitt der fünf Fonds ergibt eine Volatilität von 0,49% in den letzten 12 Monaten. Die Sharpe Ratio zeigt derweil ein eindeutiges Ergebnis. Bei einem Durchschnitt von -3,38 für ein Jahr und -1,63 für drei Jahre und durchweg negativen Vorzeichen bei allen betrachteten Fonds wird

---

<sup>93</sup> Vgl. Sharpe, 1966, S. 127.

<sup>94</sup> Vgl. BVI, 2022, S. 14 f.

<sup>95</sup> Vgl. Kapitel 3.2.

<sup>96</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Anhang 1, Table 1-3.

deutlich, dass keine Überrendite zu dem risikofreien Zins erzielt werden konnte. Dieses Resultat zeigt die Auswirkungen der Zinswende in 2022, die den risikolosen Zins erhöht und durch höhere Finanzierungskosten gleichzeitig den Immobilienmarkt geschwächt hat. Unter Einbezug der vorherigen Niedrigzinsphase und einem boomenden Immobiliengeschäft wird die durchschnittliche Sharpe Ratio im Zeitraum von fünf Jahren mit dem Wert 1,45 und von 10 Jahren mit 3,70 wieder positiv.<sup>97</sup>

Die ausgewählten geschlossenen Immobilienfonds generierten im Durchschnitt derweil mit 9,15% eine mehr als doppelt so hohe Rendite im Vergleich zu den offenen AIFs seit deren Auflage.<sup>98</sup> Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Gesamtergebnisse je Fondsgesellschaft erheblich variieren. Während die Dr. Peters Group einen durchschnittlichen Gewinn vor Steuern in Höhe von 2,5% p. a. erwirtschaftete, sind es bei den Jamestown Fonds durchschnittlich 18% p. a.. Außerdem sind bei 29 der 203 untersuchten Fonds nach der Auflösung Verluste realisiert worden. Das entspricht einem Anteil von 14,3%. Konträr dazu hat die Stiftung Warentest im Jahr 2015 eine Verlustquote von 57% bei geschlossenen Immobilienfonds ermittelt. In deren Studie wurden allerdings, neben den aufgelösten Fonds, eine große Anzahl an laufenden Fonds berücksichtigt. Dies führt zwangsläufig zu einer Verfälschung der Statistik, da hierbei noch nicht endgültig prognostiziert werden kann, ob ein Verlust eintritt. Trotz der insgesamt negativen Auswertung der Stiftung Warentest, ist die Verlustwahrscheinlichkeit der Immobilieninvestments im Vergleich zu Umwelt-, Schiff- und Medienfonds am geringsten.<sup>99</sup>

Bei den ELTIFs gibt es lediglich bei dem Amundi Reali ELTIF eine bisher negative Entwicklung des NAV zu verzeichnen. Dies stellt durch die geschlossene Struktur noch keinen monetären Verlust für die Anleger dar. Der Greenman Open ELTIF kann dagegen immerhin auf eine positive Performance im Zeitraum vor der Umstrukturierung von einem herkömmlichen offenen AIF zu einem offenen ELTIF zurückblicken. Hier beträgt die Wertentwicklung seit dem Jahr 2014 6,61%

---

<sup>97</sup> Vgl. Anhang 1, Table 1.

<sup>98</sup> Vgl. Tabelle 2.

<sup>99</sup> Vgl. Stiftung Warentest, 2015.

p. a. und übertrifft somit die von der KVG angestrebten 5,5% p. a.. Die ELTIFs Eurazeo European Real Estate II und Mirabaud Sustainable Cities haben sich eine Rendite von einmal 12% bei Mirabaud und 15-20% bei Eurazeo zum Ziel gesetzt.<sup>100</sup>

Da vergangene Wertentwicklungen nur bedingt eine Aussagekraft für zukünftige Entwicklungen innehalten, sollen Expertenprognosen das Bild ergänzen. Folgende Tabelle veranschaulicht den Durchschnitt aus den in den Expertenbefragungen abgegebenen Renditeschätzung für die folgenden drei bis fünf Jahre.

*Tabelle 3: Durchschnittliche Renditeprognose aus den Experteninterviews<sup>101</sup>*

Renditeprognose	Offene AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
3-5 Jahre:	2,3% p. a.	4,6% p. a.	4,1% p. a.

Die Prognosen der Rendite lassen eine Stabilisierung der Erträge offener Immobilienfonds in den nächsten Jahren erwarten. Bei geschlossenen Immobilien-AIFs wird die Rendite doppelt so hoch bewertet, wobei die ELTIFs mit 4,1% p. a. nur 0,5% dahinter liegen.<sup>102</sup>

Um Privatanlegern bei ihrer Anlageentscheidung über das Risiko des jeweiligen Investments zu informieren, muss ein Gesamtrisikoindikator von eins bis sieben angegeben werden. Das geringste Risiko stellt eine Eins dar. Bei den ausgewählten Fonds der Datenanalyse ergaben sich folgende durchschnittliche SRI-Bewertungen:

*Tabelle 4: Durchschnittlicher Gesamtrisikoindikator ausgewählter Fonds<sup>103</sup>*

SRI	Offene AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
Durchschnitt:	1,4	6	5,25

<sup>100</sup> Vgl. Anhang 1, Table 3.

<sup>101</sup> Eigene Darstellung mit Datenbasis aus Anhang 2, Frage 2a.

<sup>102</sup> Vgl. Tabelle 4.

<sup>103</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Anhang 1.

Der Gesamtrisikoindikator liegt bei drei der fünf untersuchten offenen AIF bei eins und bei den übrigen bei zwei. Die klassischen geschlossenen Fonds liegen in der Regel stets bei sechs und bei den ausgewählten ELTIFs gibt es Bewertungen mit vier, fünf und sechs. Offene Fonds werden demzufolge als weitaus sicherer beurteilt.<sup>104</sup>

Trotzdem kommt es in Stresssituationen zu Verlusten bei diesen AIFs, wie das Beispiel des Unilmmo: Europa aus dieser Analyse oder noch deutlicher die Bewertungsverluste des Unilmmo: Wohnen ZBI aufzeigen. In diesem Zuge wurde innerhalb der Experteninterviews dieser Arbeit gefragt, ob die niedrige Risikoeinstufung noch gerechtfertigt sei. Mit Breunig, Schloz, Mehl, Heller und Anonym antwortet mehr als die Hälfte der Befragten mit einem klaren Nein. Auch Sarili sieht die Einstufungen bei 1 und 2 als kritisch. Außerdem beurteilt Heller das Modell als nicht praxisgerecht und sieht geschlossene AIF bei einem Wert zwischen drei und sechs, abhängig vom tatsächlichen Investment. Der Fondsinhalt spielt, wie in Kapitel 2.3.2 angesprochen, bei der SRI-Bewertung von geschlossenen Fonds aktuell praktisch keine Rolle. Lediglich Rudel hält die Risikoklassen für richtig zugeordnet.<sup>105</sup>

Ein weiterer Aspekt in der realen Risikobeurteilung ist die Fremdkapitalquote eines Fonds. Die regulatorischen Rahmenbedingungen, wie sie im Theorienteil der Arbeit dargestellt wurden, bedeuten vereinfacht für offene Fonds eine Maximalverschuldung von 30% des NAV. Bei geschlossenen Fonds sind 60% der Gesamtinvestition zulässig. Nachfolgende Tabelle stellt die empirisch erhobenen tatsächlichen Fremdkapitalquoten gegenüber.

*Tabelle 5: Fremdkapitalquoten bei offenen und geschlossenen Immobilienfonds<sup>106</sup>*

Fremdkapitalquote	Offene AIFs	Geschlossene AIFs
Durchschnitt:	16,29%	53%
Wertespanne:	3,5%-21,3%	50-55%

<sup>104</sup> Vgl. Anhang 1, Table 1-3.

<sup>105</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 2b.

<sup>106</sup> Eigene Darstellung mit Datenbasis aus Anhang 1, Table 1 und Table 2.

Die Realität zeigt, dass Geschlossene Immobilienfonds ihre Möglichkeit eines hohen Kredithebels mit durchschnittlich 53% stark ausnutzen. Das Risiko hoher Verluste ist dadurch erhöht, die Renditechancen gleichzeitig aber auch. Bei der Wertespanne der geschlossenen AIFs ist einordnend anzumerken, dass innerhalb der 203 aufgelösten Fonds der Analyse auch Fremdkapitalquoten unterhalb der 50% zu finden sind. Im Durchschnitt einer gesamten Fondsgesellschaft liegt sie aber bei mindestens 50%. Die offenen Fonds stehen dagegen für einen konservativeren Ansatz und reizen die ohnehin geringere vorgegebene Quote mit 16,29% nicht aus. Insbesondere der Unilmmo: Deutschland sticht mit einer Fremdkapitalquote von 3,53% als risikoavers hervor.<sup>107</sup>

Zusammenfassend bestätigen die Befragungen und die Datenanalyse die Ergebnisse der Literaturrecherche. So bieten geschlossene Fonds das größte Rendite- und Verlustpotenzial. Offene Immobilienfonds haben vereinzelt in den letzten Jahren Verluste bei ihren Anlegern verursacht, dennoch ist das Risiko, einen langfristigen Kapitalverlust zu erleiden, am geringsten. ELTIFs müssen in Zukunft noch zeigen, wie sie hier einzuordnen sind. Nachfolgend ist eine Übersicht über die Analyseergebnisse mit Bewertungen von eins bis drei dargestellt. Drei ist hierbei die bestmögliche Note.

*Tabelle 6: Gesamtvergleich – Risiko-Rendite-Profil<sup>108</sup>*

	Offene AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
Historische Rendite	1	2	-
Renditeprognose	1	3	2
Risiko	3	1	2

## 4.2 Liquidität

Die Liquidität ist ein weiterer Faktor im Risikoprofil einer Anlageklasse und maßgeblich für die Stabilität eines Produkts. Sie muss stets von zwei Seiten betrachtet werden. Der Privatanleger hat in der Regel ein gewisses Liquiditätsbedürfnis und wünscht sich eine möglichst geringe Kapitalbindungsduer. Währenddessen

<sup>107</sup> Vgl. Tabelle 5.

<sup>108</sup> Eigene Darstellung.

muss die KVG jederzeit mit ausreichend liquiden Mitteln ausgestattet sein, um Zahlungsverpflichtungen möglicher Gläubiger nachkommen zu können. Letzteres stellt bei einigen offenen Immobilienfonds eine zunehmende Herausforderung dar. So nennen alle Interviewpartner bis auf Sarili die Liquidität als das kritischste Risiko bei offenen AIFs.<sup>109</sup> Das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässen in den nächsten zwei Jahren liegt laut den Expertenbefragungen bei Mittel bis sehr hoch. Lediglich Rudel gibt eine optimistische Einschätzung von einem sehr geringen Risiko ab. Allerdings beschränkt er diese Angabe auf die Fonds der Deka.<sup>110</sup> Die Liquiditätsquote der fünf analysierten offenen Fonds liegt bei durchschnittlich 16,29% und somit noch deutlich über der gesetzlichen Mindestquote von 5%.<sup>111</sup> Dennoch sieht sich das Fondsmanagement des Unilmmo Deutschland aktuell dazu gezwungen ein Objekt für 700 Millionen Euro zu verkaufen. Der zusätzliche Liquiditätspuffer soll das steigende Rückgabevolumen der Anleger ausgleichen.<sup>112</sup> Diese insgesamt hohen Liquiditätsquoten schaden der Fondsrendite.

Geschlossene Fonds müssen ihre Liquidität dagegen hauptsächlich für Kreditzinsen und gegebenenfalls Sanierungen und Reparaturen an den Immobilien einplanen. Die acht Experten bewerten die aktuelle Liquiditätssituation der KVGs mit befriedigend bis gut und somit als besser positioniert.<sup>113</sup> Im Gegensatz zu den offenen Fondskonstruktionen wird hier eine langfristige Geldanlage mit einem langfristigen Anlagegut kombiniert. Dafür muss der Anleger eine lange Kapitalbindungsdauer in Kauf nehmen. Der Durchschnitt aus den mittleren Laufzeiten der aufgelösten Fonds der fünf KVGs beträgt 12,94 Jahre. Für Privatanleger stellt das einen klaren Nachteil im Vergleich zu der einjährigen Kündigungsfrist bei offenen AIFs dar.

Bei den betrachteten geschlossenen ELTIFs liegt die Laufzeit bei sechs bis acht Jahren mit Verlängerungsoptionen über zwei weitere Jahre. Die Laufzeiten dieser Beispiele liegen zwar unter denen der geschlossenen AIFs, unterliegen aber

---

<sup>109</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 2c.

<sup>110</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 3b.

<sup>111</sup> Vgl. Anhang 1, Table 1.

<sup>112</sup> Vgl. Thieringer, 2025.

<sup>113</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 3a.

einer weitaus geringerer Datenbasis. Grundsätzlich sind die Chancen und Risiken hier gleichauf mit klassischen geschlossenen Fonds. Interessanter wird es bei den semi-liquiden ELTIFs, die eine hybride Liquiditätsstruktur aus geschlossenen und offenen Fonds bilden. In diesem Zuge wurde in der Expertenbefragung die Frage gestellt, ob diese Konzeption das Liquiditätsproblem von vor allem offenen Fonds gelöst hat. Die Antworten darauf sind im Großteil zurückhaltend, da bislang noch keine belastbaren Erfahrungswerte mit dieser enorm jungen Produktart gesammelt werden konnten. Klare Äußerungen finden sich bei Sarili, der das Vehikel als sehr gut für den Vertrieb und das Liquiditätsmanagement geeignet sieht. Schloz verneint dagegen das Lösen des Liquiditätsproblems, da in absoluten Stressphasen die gleichen Probleme bestehen bleiben.<sup>114</sup> Die Wahrscheinlichkeit von Liquiditätsengpässen und plötzlichen Abwertungen in den nächsten zwei Jahren wird bei den semi-liquiden ELTIFs von den Experten tendenziell als geringer eingeschätzt als bei den offenen Immobilienfonds.<sup>115</sup>

Folgende Tabelle bildet als zusammenfassender Überblick das Gesamtranking für die Liquiditätscharakteristika der verschiedenen Fondsvehikel. Die Noten von eins bis drei stellen eine Rangfolge dar, wobei drei im Vergleich die beste Bewertung ist.

*Tabelle 7: Ranking der Liquiditätseigenschaften der Fondarten<sup>116</sup>*

Liquidität	Offene AIFs	Geschlossene AIFs/ELTIFs	Semi-liquide ELTIFs
Liquiditätsrisiko der KVG:	1	3	2
Liquidität für die Anleger:	3	1	2

Reduziert auf das Liquiditätsrisiko, ist es Privatanlegern demnach zu empfehlen, bei einem geringen Bedürfnis an Liquidität bei der Geldanlage, ein geschlossenes Fondsprodukt zu wählen.<sup>117</sup>

<sup>114</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 3c.

<sup>115</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 3b.

<sup>116</sup> Eigene Darstellung.

<sup>117</sup> Vgl. Tabelle 7.

#### 4.3 Kostenstruktur und Gebühren

Eine Analyse der Kostenbelastung verschiedener Fondsprodukte lässt auf die Effizienz des Fondsmanagement schließen. Besonders hohe Kosten und Gebühren können letztlich den Gesamterfolg einer Anlage für den Anleger erheblich mindern. Der schlechte Ruf hoher Kosten bei aktiv gemangten Fonds, löst bei Privatanlegern oft Skepsis aus. Der Vertrieb und die KVGs leben auf der anderen Seite von ihren Beteiligungen an den Ausgabeaufschlägen und laufenden Gebühren.

Die Ergebnisse der Datenanalyse zu den verschiedenen Kostenbelastungen wird in anschließender Tabelle dargestellt.

*Tabelle 8: Durchschnittliche Kostenbelastung der verschiedenen Fondstypen<sup>118</sup>*

Durchschnitt Kosten/Gebühren	Offene AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
Gesamtkostenquote (TER):	2,85%	1,7%	2,46%
Ausgabeaufschlag:	5,1%	4,6%	1,2%

Mit den laufenden Kosten von 2,85% bei offenen AIFs und 2,46% bei ELTIFs befinden sich beide Fondsarten auf einem vergleichbaren Niveau. Die geschlossenen Fonds liegen mit 1,7% zwar augenscheinlich darunter, allerdings ist die Datenbasis aufgrund schlechter Verfügbarkeit sehr klein und nicht repräsentativ. Auffällig bei den Einstiegskosten ist, dass bei den ELTIFs nur bei einem aus fünf Exemplaren überhaupt ein Ausgabeaufschlag anfällt. Bei einer Vertriebsstruktur über Banken ist ein Agio dennoch zu erwarten, um die Vertriebsaufwendungen zu finanzieren. Bei den klassischen Fondsprodukten sind Ausgabeaufschläge von 5% die Regel. Im Durchschnitt liegen in der vorliegenden Auswertung die offenen Fonds mit 5,1% leicht über den 4,6% der geschlossenen AIFs. Allerdings ist zu beachten, dass die gesamten Initialkosten bei geschlossenen Fonds noch deutlich über das Agio hinausgehen.<sup>119</sup>

<sup>118</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Anhang 1, Table 1-3.

<sup>119</sup> Vgl. Tabelle 8.

Um diesen Überblick mit teils schlechter Datenqualität mit qualitativen Einschätzungen aufzuwerten, sollten die acht Experten die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten beurteilen. Breunig und Schloz fügen bei ihrer Beantwortung den Zusatz hinzu, dass eine Pauschalaussage schwierig zu treffen ist, da es vor allem auf den spezifischen Manager ankommt. Insgesamt geben die meisten Experten eine äußerst neutrale beziehungsweise ausgeglichene Bewertung ab. Die Kostenstruktur wird durchschnittlich bei allen Fondstypen als angemessen beurteilt. Abweichend davon werden offene Fonds von Schloz als zu teuer und dagegen von Rudel als fair bewertet. Die Kosten geschlossener Fonds findet nur Breunig zu hoch. Die offenen ELTIFs empfindet derweil lediglich Christodoulidis als zu teuer.<sup>120</sup>

Abschließend ist zu konstatieren, dass alle analysierten Fondsarten ein kostenintensives aktives Fondsmanagement aufweisen und somit keine gravierenden strukturellen Kostenunterschiede bestehen.

#### 4.4 Transparenz und Anlegerschutz

Eine Möglichkeit für eine Anlageklasse an Vertrauen zu gewinnen, ist ein hohes Maß an Transparenz und Anlegerschutz. Da eine quantitative Erhebung bei diesem Thema nicht möglich ist, basiert die folgende Analyse auf der Auswertung der acht Experteninterviews.

Bei der Bewertung der Transparenz für Privatanleger befinden Schloz und Christodoulidis alle analysierten Immobilienfondsarten für gut. Auch Breunig und Sarili beurteilen offene Fondsstrukturen als gut, sehen aber geschlossene Fonds mit befriedigender Transparenz eine Stufe schlechter. Bei Mehl sind die beiden Bewertungen verdreht und offene Fonds schlechter bewertet. Mehl hebt dabei bei geschlossenen Fonds hervor, dass die verschiedenen Anbieter in ihrer Qualität der Transparenz erheblich variieren. Eine doch starke Polarisierung der Einschätzungen zeigen die Antworten von Anonym und Rudel. Anonym bewertet geschlossene Fonds wie Mehl als gut, offene Fonds dagegen nur mit mangelhaft. Rudel stellt die extreme Gegenposition dar. Er beurteilt offene Fonds als sehr gut und geschlossene AIFs mit mangelhaft. ELTIFs ordnet er derweil in befriedigend

---

<sup>120</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 4.

ein.<sup>121</sup> Die unterschiedlichen Meinungen zeigen insgesamt ein diverses Spektrum an Bewertungen, ohne eindeutigen Vorteil für einen der Fondsvehikel.

Ein ähnlich gemischtes Ergebnis dokumentiert die Auswertung der Frage, welche Fondsart den besten Anlegerschutz bietet. Anonym und Heller sprechen sich für geschlossene AIFs aus, da das Management ohne Verkaufsdruck durch mögliche Rückgaben der Anleger in schwierigen Marktphasen ruhig bleiben kann. Offene Immobilienfonds werden vor allem von Breunig, Rudel und Mehl positiv hervorgehoben. Als Gründe werden eine breite Diversifikation, Handelbarkeit und Transparenz genannt. Sarili nennt neben den klassischen offenen AIFs auch die offenen ELTIFs für den besten Anlegerschutz, da geschlossene Fonds eine geringere Flexibilität aufweisen und somit risikoreicher sind. Christodoulidis orientiert seine Empfehlung an dem Anlegerprofil. Grundsätzlich empfiehlt er für illiquide Anlagen auch illiquide Fondsstrukturen, aber bei Anlegern mit Liquiditätspräferenz sind offene Fonds die beste Wahl.<sup>122</sup>

Als verantwortliche Aufsicht und Zulassungsstelle für deutsche Investmentfonds, betrifft in diesem Kontext die anschließende Interviewfrage die Rolle der BaFin. Jene Institution wird von einigen der Experten kritisiert. Mehl, Breunig und Schloz heben hervor, dass die BaFin lediglich formale Prüfkriterien anwendet. Laut Mehl wird so kein faires Risiko-Rendite-Verhältnis garantiert bzw. ausreichend abgeprüft. Heller und Sarili äußern weitere Kritik, indem sie die BaFin als zu passiv, träge und verkomplizierend verurteilen. Lediglich Christodoulidis lobt die klare und strenge Aufsicht als stabilisierend für die Emittenten, findet in der Prozesslastigkeit aber auch einen Kritikpunkt.<sup>123</sup>

Durch die jeweils EU-weiten Vertriebszulassungen bei ELTIFs steht es den Fondsanbietern derweil völlig frei, bei welcher Zulassungsstelle in der EU die Produktregistrierung erfolgt. Aus dieser Besonderheit der ELTIF-Regulierung heraus, hat sich die CSSF in Luxemburg als zentrale Anlaufstelle für die Zulassung von ELTIFs herausgestellt.<sup>124</sup> Als Hintergründe dafür werden in den Experteninterviews folgende Gründe angeführt: Mehr Erfahrung/Expertise mit ELTIFs und

---

<sup>121</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 5a.

<sup>122</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 5b.

<sup>123</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 5c.

<sup>124</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 3.

dem internationalen Geschäft und einfachere/schnellere Genehmigungsstrukturen.<sup>125</sup>

#### 4.5 Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten

Eine gezielte Steuerung und Ausrichtung eines Risiko-Rendite-Profils kann durch das Maß an Diversifikation innerhalb eines Fonds stattfinden. Eine breite Streuung in verschiedene Standorte und Immobilienarten verringert das Klumpenrisiko. Ein Verzicht einer solchen Diversifikation des Anlageportfolios erhöht sowohl das Gesamtrisiko als auch die Renditechancen der Investition.

Wie bereits in der Literaturübersicht in Kapitel 3.1 herausgestellt, gilt die starke Diversifikation der breiten Portfolios offener Immobilienfonds als einer ihrer zentralen Vorteile für risikoaverse Anleger. Folgende Tabelle stellt das Ausmaß der Unterschiede der verschiedenen Immobilienfondsarten in diesem Bereich dar.

*Tabelle 9: Übliche Diversifikation in verschiedenen Immobilienfondsvehikeln*<sup>126</sup>

Diversifikation	Offenen AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
Durchschnitt Immobilienanzahl:	116,4	9,6	43,3
Durchschnittliche Länderzahl der Investitionsobjekte:	13,2	1	2,25

Die Datenanalyse bestätigt die signifikanten Differenzen in der Immobilienanzahl und Domizilierung der Fondsarten. Während die fünf betrachteten offenen AIFs in durchschnittlich 116,4 und mindestens in 86 Objekte investieren, sind es beim geschlossenen Pendent nur durchschnittlich 9,6 Immobilien.<sup>127</sup> Dabei sind es bei der Dr. Peters Group ausschließlich aufgelöste Einzeltitelfonds. In diesem Beispiel führt unter anderem die nicht vorhandene Risikostreuung tatsächlich bei 37,5% der aufgelösten Dr. Peters Fonds zu einem Verlust für die Anleger.<sup>128</sup> Auch bei der Streuung in mehrere Standorte verschiedener Länder können offene

<sup>125</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 5d.

<sup>126</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an Anhang 1, Table 1-3.

<sup>127</sup> Vgl. Tabelle 9 und Anhang 1, Table 1.

<sup>128</sup> Vgl. Anhang 1, Table 2.

Fonds mit Investments in durchschnittlich 13,2 Länder punkten. Alle ausgewerteten geschlossenen Fonds haben sich auf ein Land spezialisiert. Einen Mittelweg gehen in dieser Statistik die ELTIFs, wobei auch hier die geringe Datenbasis anzumerken ist. Mehrere Länder finden sich hier nur bei einem Fonds und die größte Immobilienanzahl bietet der Evergreen-ELTIF mit 90 Objekten.<sup>129</sup>

Ein weiterer Faktor ist eine Branchendiversifikation bzw. eine Streuung der Immobilien auf verschiedene Nutzungsarten. Die fünf offenen AIFs können diese Eigenschaft alle vorweisen.<sup>130</sup> Die geschlossenen AIFs sind dagegen häufig spezialisiert auf einzelne Branchen. Jamestown ist Marktführer für geschlossene US-Immobilienfonds und investiert in Gewerbeobjekte in den USA, wobei am ehesten noch eine Aufteilung auf verschiedene Branchen angewendet wird. Hahn und ILG haben sich auf Einzelhandelsimmobilien spezialisiert. Primus Valor ist geschäftstätig mit Wohnimmobilien und Dr. Peters bietet Fonds einzelner Anlageobjekte aus verschiedenen Branchen an.<sup>131</sup> Bei den ELTIFs liegt bei zwei der fünf Beispiele eine Branchendiversifikation vor.<sup>132</sup>

Im Hinblick auf die dynamischen Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt in den vergangenen Jahren, wurden die acht Experten befragt, welche Fondsart am flexibelsten auf Marktveränderungen reagieren kann. Bei der Beantwortung sind zwei verschiedene Argumentationen zu erkennen. Heller, Christodoulidis und Anonym begründen geschlossene Fondskonstrukte als am flexibelsten, da zu jeder Auflage der aktuelle Markt neu berücksichtigt werden kann und keine Altbestände, wie bei langjährigen offenen Fonds, bestehen. Christodoulidis nennt zusätzlich einen größeren Spielraum bei der Gestaltung von geschlossenen Fonds als Vorteil. Die andere Seite dieser Diskussion bilden Schloz, Breunig, Sarili und Mehl. Sie argumentieren, dass offene Fonds flexibler sind, da hier während der Fondslaufzeit laufende Anpassungen des Portfolios möglich und üblich sind. Mehl hebt jedoch auch hervor, dass sich der Kauf von neuen Immobilien für offene Fonds aktuell schwierig gestaltet, da die Liquidität für die hohen

---

<sup>129</sup> Vgl. Tabelle 9 und Anhang 1, Table 3.

<sup>130</sup> Vgl. Anhang 1, Table 1.

<sup>131</sup> Vgl. Quellenangaben aus Anhang 1, Table 2.

<sup>132</sup> Vgl. Anhang 1, Table 3.

Rückgabevolumen der Anleger gebunden ist. Eine eindeutige Lösung der Frage ist demnach nicht aus den Experteninterviews abzuleiten.<sup>133</sup>

Zusammenfassend bieten offene Immobilienfonds den Anlegern grundsätzlich das am besten diversifizierte Portfolio und qualifizieren sich damit aus diesem Standpunkt für die Empfehlung an risikoaversere Privatanleger. An zweiter Stelle folgen in dieser Kategorie die ELTIFs, insbesondere in der semi-liquiden Struktur. Geschlossene AIFs gehen hier das größte Risiko ein und beschränken sich meistens auf kleine und spezialisierte Portfolios.

#### 4.6 Auswirkungen der Marktvolatilität und aktueller Entwicklungen

Im aktuellen Marktumfeld gewinnen Volatilität und dynamische Veränderungen in der Immobilienbranche seit der Zinswende im Jahr 2022 an Bedeutung. Beeinflusst wurden im Kontext dieser Arbeit besonders die Immobilienbewertungen der Fonds und somit deren Entwicklung. Dazu kommen geopolitische Unsicherheiten, die Unruhe in den Kapitalmarkt treiben. Dieses Kapitel soll die Resilienz der verschiedenen Fondstrukturen gegenüber solchen Marktschwankungen beurteilen.

Die Literaturanalyse hat ergeben, dass die steigenden Leitzinsen hauptverantwortlich für die sinkenden Immobilienpreise sind. Des Weiteren bedeutet es durch den Kredithebel besonders für geschlossene Fonds eine Gefahr durch das eingegangene Zinsänderungsrisiko. Für offene Fonds sind neben möglichen Renditeeinbußen, das hohe Kündigungs volumen der Anleger aufgrund besserer Anlagealternativen, resultierend aus der Zinswende, eine Herausforderung für die KVGs.

Um das Ausmaß der Auswirkungen zu bewerten, wurden die interviewten Experten vor die Frage gestellt, wie stark die jeweiligen Fondsarten von der Zinswende betroffen sind. Alle Befragten schätzen die Wirkung auf offene AIFs als stark bis sehr stark ein. Lediglich Rudel spricht offenen Fonds einen geringen Einfluss der Zinswende zu. Bei den geschlossenen Fonds fällt die Bewertung nur wenig besser aus. Hier geben Schloz, Sarili und Christodoulidis etwas positivere Wertungen ab. Auch bei den ELTIFs in sowohl geschlossener, als auch offener Form ist

---

<sup>133</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 6.

die häufigste Antwort „Stark“. Heller dagegen argumentiert der Einfluss der aktuellen Zinswende bei offenen ELTIFs sei nur mäßig, da diese erst seit 2024 nach Beginn der neuen Zinsrealität aufgelegt wurden. Sarili stimmt mit einer noch niedrigeren Einschätzung diesem Standpunkt zu.<sup>134</sup> Insgesamt ist festzuhalten, dass sich die Zinswende auf alle betrachteten Fondsvehikel spürbar ausgewirkt hat.

Unabhängig der Entwicklungen der letzten Jahre, sollte die nachfolgende Frage an die Experten klären, welche Fondsart grundsätzlich widerstandsfähiger gegenüber Marktvolatilität ist. Hier begründet die Mehrheit der Fachleute einen Vorteil bei jeglichen geschlossenen Fondskonstruktionen. Diese werden von Breunig als risikostabiler bezeichnet und können gemäß Mehl Marktschwankungen durch eine langfristige Ausrichtung ausgleichen. Außerdem ist eine kurzfristige Marktvolatilität für den Anleger nicht erkennbar, da der NAV in der Regel nur einmal jährlich aktualisiert wird.<sup>135</sup>

Wie bereits im Theorieteil und in Kapitel 4.1 geschildert, gab es zuletzt Abwertungsverluste bei offenen Fonds wie dem Unilmmo: Europa. Ob es sich bei dem besonders extremen Beispiel des Unilmmo: Wohnen ZBI, mit Abwertungen des NAV von über 20% im Jahr 2024, um einen Einzelfall handelt, sollten die acht Experten bewerten.<sup>136</sup> Die Antworten darauf variieren stark zwischen symptomatisch für strukturelle Probleme offener Fonds laut Schloz oder Einzelfall durch schlechtes Fondsmanagement gemäß Heller. Im Durchschnitt zeigen die Angaben der Experten auf, dass der außerordentlich hohe Verlust bei diesem Beispiel einen Einzelfall darstellen sollte. Neben Fehlern des Fondsmanagements verdeutlicht dieser Fall dennoch die Probleme möglicher Liquiditätskrisen und nicht marktgerechter Immobilienbewertungen bei offenen AIFs.<sup>137</sup>

Neben der Zinsentwicklung sind ansteigende geopolitische Unsicherheiten ein prägendes Element auf dem Finanzmarkt. Um zu erläutern, inwieweit sich das auf etwaige Immobilieninvestments auswirkt, bieten insbesondere die Interviewangaben von Mehl, Sarili und Christodoulidis aufschlussreiche Ansätze. Mehl zeigt die Wirkungskette von einer allgemeinen Verunsicherung auf. Hierbei führt

---

<sup>134</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 7a.

<sup>135</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 7b.

<sup>136</sup> Vgl. Union Investment, 2025 C.

<sup>137</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 7c.

beispielsweise eine schwächernde Konjunktur zu höheren Ausfallrisiken bei vor allem gewerblichen Mietern. Dadurch steigt das Risiko eines Immobilieninvestments und das Immobilienpreisniveau fällt. Sarili und Christodoulidis sprechen von einer Veränderung des Anlageprofils der Fondsmanager, um eine Risikoerhöhung zu vermeiden. Sarili ist der Meinung, das Investitionsvolumen verschiebt sich mehr nach Europa, um Währungsrisiken des US-Dollars und weitere geopolitische Risiken zu vermeiden. Christodoulidis zählt als Folge der steigenden Risiken einen stärkeren Fokus auf sogenannte Core-Lagen und krisensichere Nutzungsarten auf.<sup>138</sup>

Zusammenfassend lässt sich bei jeder Art von Immobilienanlagen eine Auswirkung der dynamischen Marktentwicklungen feststellen. Offene Fonds haben dabei theoretisch die Möglichkeit ihr Portfolio langfristig umzustrukturieren, sind kurzfristig aber möglicherweise dem Druck der Anleger ausgesetzt. Geschlossene Fonds sind nach ihrer Auflage enger an ihre Strategie gebunden, können kurzfristige Marktschwankungen aber ohne direkten Verkaufsdruck abwarten.

## 5 Diskussion zu Chancen und Risiken bei Immobilienfonds – Implikationen für Privatanleger

Das vorangegangene Analysekapitel hat deutlich gemacht, in welchem Ausmaß die Strukturmerkmale, Kosten, Diversifikationsstrategien etc. das Chancen- und Risikoprofil der verschiedenen Immobilienfonds beeinflussen. Die zentralen Erkenntnisse werden in dieser Diskussion für verschiedene Anlegerbedürfnisse kritisch eingeordnet und daraus Handlungsempfehlungen abgeleitet.

Der Hauptunterschied in der Funktionsweise der verschiedenen Fondsstrukturen für Privatanleger ist das Liquiditätsprofil. Immobilien stellen ein langfristiges Investitionsobjekt dar, weshalb Immobilienfonds prinzipiell langfristig ausgerichtet sind. Offene Immobilienfonds ermöglichen es Anlegern während ihrer unbegrenzten Laufzeit mithilfe von Kündigungsfristen und Mindesthalteperioden gemäß § 255 KAGB auszusteigen. Diese Fristentransformation geht mit einem gesteigerten Anspruch an das Liquiditätsmanagement und entsprechenden Liquiditätsrisiken

---

<sup>138</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 7d.

einher. Geschlossene Fonds bieten keinen vorzeitigen Ausstieg an.<sup>139</sup> Semi-liquide ELTIFs bilden eine Art Mischform, indem sie die Rückgabe von Fondsanteilen an die KVG erlauben und an noch strengere Bedingungen knüpfen.<sup>140</sup> Die verschiedenen Liquiditätsprofile der Fondsvehikel ermöglichen es Privatanlegern ihr Investment in die Anlageklasse Immobilien individuell nach persönlichen Liquiditätspräferenzen zu gestalten. Eine Kündigung in den ersten Halbjahren ist bei offenen Fonds somit denkbar, allerdings nicht empfehlenswert, da ein hoher Ausgabeaufschlag sich in den ersten Jahren zunächst amortisieren muss.<sup>141</sup> Anders ist das bei einem Kauf über die Börse. Dort müssen nur die Börsenspesen bezahlt werden und der Kurs ist in der Regel niedriger als bei Zeichnungen bei der KVG. Aus vertrieblichen Gründen wird diese Option in der provisionsgesteuerten Kundenberatung nicht angesprochen.<sup>142</sup> Bei geschlossenen Fonds ist eine Veräußerung vor dem Laufzeitende über die Zweitmarktbörse möglich, jedoch nicht zum Vorteil des Verkäufers, da mit Preisabschlägen zu rechnen ist.<sup>143</sup>

Neben der Liquiditätspräferenz ist die Risikobereitschaft ein weiterer entscheidender Faktor in der Auswahl des geeigneten Anlageprodukts. Folgende Tabelle listet die verschiedenen Hauptrisiken der Immobilienfondsarten auf, die durch die Experteninterviews als kritisch für Privatanleger hervorgehoben wurden.

*Tabelle 10: Hauptrisiken der Immobilienfondstypen<sup>144</sup>*

Offene AIFs	Liquidität (Rücknahmeaussetzungen, Verkaufsdruck), Haltefristen, Zinsänderungsrisiken, Bewertungsverzögerungen
Geschlossene AIFs	Klumpenrisiko, Managementrisiko, Marktverwerfungen, Fungibilität, Unklarheit der Laufzeit durch mögliche Verlängerungen, Zinsänderungsrisiken, hohe Kosten, Exit- und Refinanzierungsrisiken
Geschlossene ELTIFs	Analog zu geschlossenen AIFs + unausgereifte technische Abwicklung, europaweiter Vertrieb, regulatorische Komplexität
Offene ELTIFs	Analog zu offenen AIFs + unausgereifte technische Abwicklung, europaweiter Vertrieb, komplexe Kosten und Prozesse

<sup>139</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 14.

<sup>140</sup> Vgl. Scope Group, 2025 B, S. 32.

<sup>141</sup> Vgl. Tabelle 8.

<sup>142</sup> Vgl. Loipfinger, 2024, S. 7.

<sup>143</sup> Vgl. Sebastian/Steininger/Wagner-Hauber, 2012, S. 14.

<sup>144</sup> Eigene Darstellung auf Basis von Anhang 2, Frage 2c.

Alle betrachteten Immobilienfondsarten sind grundsätzlich von einem Zinsänderungsrisiko betroffen. Des Weiteren haben offene und geschlossene Fonds bestimmte konzeptionsbedingte Risiken, die im Theorie- und Analysekapitel der Arbeit erläutert wurden. Insbesondere bei geschlossenen Fonds kann die spezielle Fondsauswahl eines Anlegers einen Unterschied bewirken. Das Klumpenrisiko bzw. die mangelnde Risikomischung innerhalb eines geschlossenen Fonds kann verringert werden. Dafür muss der Anleger selbst ein Portfolio aus mehreren möglichst unterschiedlichen geschlossenen Fonds aufbauen und somit sein Gesamtrisiko reduzieren. Für ELTIFs gelten derweil die gleichen Risiken und zusätzliche Unsicherheiten durch die Neuheit der Regulatorik. Insgesamt ist festzuhalten, dass Privatanleger umfassend über die vorliegenden Risiken aufgeklärt werden sollten und einen bewussten Umgang mit den potenziellen Schwachstellen als Grundlage der Investmentstrategie bilden sollten.<sup>145</sup>

Die Betrachtung des SRIs legt nahe, dass offene Immobilienfonds für konservative bis ausgewogene Anleger und geschlossene Fonds nur für risikobereite Anleger geeignet sind.<sup>146</sup> Die Analyse der Diversifikation der jeweiligen Produkte bekräftigt diese Einordnung.<sup>147</sup> ELTIFs fallen nach diesen Kriterien in die Kategorie der ausgewogenen oder risikobereiten Anleger. Die Abwertungen einzelner offener AIFs in den vergangenen zwei Jahren lassen nun dennoch an der Vermarktung als risikoarm zweifeln. Die anschließend abgebildete Tabelle veranschaulicht, welche Fondsart die acht Experten für die verschiedenen Anlegertypen am besten geeignet empfinden. Die angegebenen Werte stehen für die Anzahl der jeweils ausgesprochenen Empfehlungen.

*Tabelle 11: Zuordnung der Fondsarten zu den Risikoprofilen möglicher Anleger<sup>148</sup>*

Risikoprofil	Offene AIFs	Geschlossene AIFs	Offene EL-TIFs	Geschlossene EL-TIFs
Konservativ	4	2	2	1
Ausgewogen	2	5	2	4
Risikobereit	1	6	3	5
Summe	7	13	7	10

<sup>145</sup> Vgl. Tabelle 10.

<sup>146</sup> Vgl. Tabelle 4.

<sup>147</sup> Vgl. Tabelle 9.

<sup>148</sup> Eigene Darstellung auf Datenbasis von Anhang 2, Frage 9a.

Die Meinungen aus der Praxis bestätigen im Grunde die vorher getroffene Einordnung anhand des SRI und der Diversifikation. Geschlossene AIFs und ELTIFs werden hauptsächlich für ausgewogene und risikobereite Anleger empfohlen und offene AIFs für konservative Anlegergruppen. Auffällig ist dabei die Anzahl der Empfehlungen. Für risikoaverse Anleger werden Immobilienfonds allgemein am wenigsten empfohlen. So geben Mehl und Anonym an, keine der vier Formen sei hierfür geeignet. Insgesamt wurden die geschlossenen Fondsstrukturen häufiger als deren offene Pendants als am besten geeignet bezeichnet. Dies kann auf eine als geringer wahrgenommene Attraktivität bzw. ein schlechteres Risiko-Rendite-Verhältnis offener Fonds zurückzuführen sein.<sup>149</sup>

Um diese These zu testen, sollten die Experten die Attraktivität der Fondsvehikel auf einer Skala von eins bis fünf bewerten. Eine eins steht hierbei für sehr unattraktiv im Gegensatz zu sehr attraktiv bei einer fünf. Nachfolgende Tabelle stellt diesbezüglich die Auswertung der acht Interviews dar.

*Tabelle 12: Durchschnittliche Attraktivitätsbewertung der Fondsarten<sup>150</sup>*

Offene AIFs	Geschlossene AIFs	ELTIFs
2,6	3,5	2,9

Die Ergebnisse in Tabelle 12 validieren die Ansicht, dass die Experten geschlossene AIFs als am attraktivsten betrachten und offene AIFs im Durchschnitt fast eine ganze Note schlechter bewerten. ELTIFs liegen dazwischen, hier wurde in der Befragung allerdings nicht zwischen offen und geschlossen unterschieden. Kritisch ist anzumerken, dass die Mehrheit der Befragten vor allem mit geschlossenen Fonds arbeitet und somit unter Umständen voreingenommen geantwortet hat.<sup>151</sup>

Die vorliegende Arbeit soll nicht nur den Ist-Zustand, sondern ebenfalls das Potenzial von ELTIFs beleuchten. Die ELTIF 2.0 Reform wird von den Experten mit

<sup>149</sup> Vgl. Tabelle 11.

<sup>150</sup> Eigene Darstellung auf Datenbasis von Anhang 2, Frage 1b.

<sup>151</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 1a.

neutral bis positiv bewertet.<sup>152</sup> Sarili, der bereits praktische Erfahrungen mit dem Vertrieb von ELTIFs nach der Novellierung sammeln konnte, sieht die Reform als neutral. Er kritisiert die technische Abwicklung als „noch nicht flächendeckend realisierbar“.<sup>153</sup> Sowohl er als auch Mehl geben als Problem an, dass die Vertriebsstellen noch mit der Produktart hadern und aufwendig aufgeklärt werden müssen.<sup>154</sup>

Der Analyse und der zugrundeliegenden theoretischen Hintergründe zufolge ist das Chancen-Risiken-Profil von ELTIFs aus Anlegersicht nicht grundlegend anders als bei den klassischen Fondskonzeptionen. Als ein einziges Fondskonstrukt betrachtet, haben die ELTIFs in dem Analysekapitel in den verschiedenen Kategorien stets ein mittleres Ergebnis zwischen den offenen und geschlossenen Fonds erzielt. Die Herangehensweise in der Datenanalyse mit vier geschlossenen ELTIFs und einem Evergreen-ELTIF ließen mittlere Resultate erwarten. In den qualitativen Expertenaussagen wurde dafür an den meisten Stellen eine Unterscheidung zwischen semi-liquiden und geschlossenen ELTIFs getroffen, um eine differenzierte Betrachtung zu gewährleisten. Im Grunde bietet das ELTIF-Regime eine europäisch einheitlich regulierte Fondshülle und ermöglicht Fonds-gesellschaften eine erleichterte EU-weite Vertriebszulassung.

Das Beispiel des Greenman OPEN ELTIF dokumentiert das Interesse offener Immobilienfonds, die Möglichkeit wahrzunehmen, einen klassischen AIF in einen ELTIF umzuwandeln. Der primäre Grund der KVG für diesen Schritt ist die bessere Erreichbarkeit von einer großen Anzahl an möglichen Kunden in 16 Ländern der EU als Wachstumsschub für das Fondsvolumen.<sup>155</sup> In diesem Zuge haben die Experten die Frage beantwortet, ob sie davon ausgehen, dass ELTIFs in den nächsten fünf bis zehn Jahren klassische Immobilienfonds teilweise ersetzen könnten. Eine präzise Antwort lässt sich aus deren Angaben allerdings nicht ableiten. Sie zeigen ein äußerst gemischtes Stimmungsbild zwischen einem klarem

---

<sup>152</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 8a.

<sup>153</sup> Vgl. Anhang 2.6, Frage 8b.

<sup>154</sup> Vgl. Anhang 2.4 und 2.6, Frage 8b.

<sup>155</sup> Vgl. Greenman OPEN, 2024.

Ja und Nein oder sehen ELTIFs als Ergänzung zu klassischen Vehikeln.<sup>156</sup> Diese Auswertung verdeutlicht die Schwierigkeit Marktentwicklungen vorherzusagen.

Trotz der Komplexität Prognosen abzugeben, soll die letzte Frage an die Experten abschließend klären, worauf es mittelfristig in den nächsten fünf Jahren auf dem Immobilienfondsmarkt ankommt bzw. wie sich dieser entwickeln wird. Heller vermutet erst nach 2027 eine Normalisierung des bis dorthin angespannten Markts. Rudel bezieht seine positiven Zukunftsaussichten lediglich auf global ausgerichtete Fonds. Ebenfalls eine teilweise Erholung sieht Christodoulidis aufgrund einer Stabilisierung des Zinsniveaus. Er erwartet einen Anstieg in der Nachfrage nach krisensicheren Immobilien, wie z.B. Nahversorgungszentren und eine stärkere Eingrenzung auf qualitativ hochwertige Fondsmanagements. Schloz, Sarili, Mehl und Anonym halten das Absatzvolumen weiterhin für stagnierend auf dem inzwischen niedrigen Niveau. Breunig prognostiziert die Emission von geschlossenen Fonds sogar zusätzlich rückläufig, während ELTIFs sich mehr auf Themen abseits Immobilien wie z. B. Erneuerbare Energien konzentrieren. Zusammenfassend ist ein Boom in der Immobilienbranche nicht erwartbar, woran auch die Einführung von ELTIFs nichts ändern wird.<sup>157</sup>

## 6 Fazit

Die vorliegende Arbeit hat die Funktionsweise und die Performance von Publikums-Immobilienfonds im Kontext des aktuellen Marktumfelds untersucht. Das Ziel dabei war es primär Chancen und Risiken der verschiedenen Fondsvehikel für Privatanleger kritisch einzuordnen. Die offenen und geschlossenen AIFs und ELTIFs wurden hierfür vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Regulierung und dem Einfluss der relevantesten Strukturmerkmale unter aktuellen Marktentwicklungen verglichen. Dieser Vergleich basiert auf einer Literaturrecherche als theoretische Basis, einer Datenanalyse und acht Experteninterviews. In dem Analysekapitel nehmen die empirisch erfassten Daten der drei verschiedenen Fondsarten zusammen mit den qualitativen Expertenmeinungen die zentrale Rolle in dieser Arbeit ein. Die Kombination aus theoretischen Erkenntnissen,

---

<sup>156</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 8c.

<sup>157</sup> Vgl. Anhang 2, Frage 9b.

quantitativen Vergleichen und praktischen Markteinschätzungen sollen relevante und wissenschaftlich fundierte Ergebnisse hervorbringen.

Die empirische Untersuchung demonstriert Unterschiede in den Risiko-Rendite-Profilen der Fondsarten. Momentan zeigen offene Immobilienfonds ihre strukturelle Verwundbarkeit durch die Fristentransformation von langfristigen Immobilieninvestments und kurzfristigen Rückgabeverpflichtungen durch die Anleger. Dazu kommen noch in einzelnen Fällen überbewertete Immobilienbestände, wodurch in den letzten zwei Jahren nur sehr niedrige oder gar negative Renditen erzielt werden konnten. Das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen ist vor allem aus diesen Gründen angestiegen. Auffallend ausgeprägt ist bei den offenen AIFs eine weitreichenden Diversifikation des Anlageportfolios, wodurch Klumpenrisiken vermieden werden. Systemische Risiken bei starken Marktrückgängen sind so allerdings nicht abgesichert. Ebenso risikomindernd wirkt die allgemein konervative Herangehensweise der Fondsmanagements, beispielsweise mit niedrigen Kreditquoten. Insgesamt unterstreichen die durchweg negativen Sharpe Ratio Werte der fünf größten Fonds in den vergangenen drei Jahren eine aktuell geringe Attraktivität für Anleger. Besonders risikoaverse Anleger sollten eine Neu-anlage gründlich prüfen und sich nicht auf eine niedrige SRI-Einstufung verlassen. Die Expertenbefragung hat ergeben, dass der Gesamtrisikoindikator methodische Defizite aufweist. Dadurch empfinden die Experten größtenteils das tatsächliche Risiko nicht richtig widergespiegelt. Offene Fonds werden eher zu niedrig und geschlossene Fonds zu risikoreich eingestuft.

Die geschlossene Immobilienfonds weisen mit historischen Durchschnittsrenditen von jährlich über neun Prozent in der Datenanalyse das höchste Renditepotenzial auf. Auf der anderen Seite sind hier deutliche Verluste für die Anleger keine Seltenheit. 14,3% der 203 untersuchten Fonds konnten über ihre Gesamtaufzeit keinen Kapitalerhalt erzielen. Eine durchschnittliche Fremdkapitalquote von 50-55% sorgt für einen ausgeprägten Kredithebel, der sowohl Chancen, als auch Risiken verstärkt. Ein üblicherweise geringes Maß an Risikostreuung innerhalb der Fonds ist ein zusätzlicher Risikofaktor. Außerdem müssen Anleger ihre Liquiditätsansprüche deutlich reduzieren. Ein regulärer frühzeitiger Ausstieg ist nicht möglich und die mittlere Laufzeit aus der Datenanalyse beträgt 12,9 Jahre.

Dafür wird geschlossenen Fonds eine größere Resilienz gegenüber Marktvolatilitäten zugeschrieben, da Schwankungen abgewartet werden können, ohne Druck durch Anteilsrückgaben ausgesetzt zu sein. Die direkte Beteiligung an den Erträgen einzelner Immobilien oder Immobilienprojekten in Form von geschlossenen AIFs kann für ausgewogene und risikofreudige Privatanleger eine sinnvolle Ergänzung im Portfolio darstellen. Grundvoraussetzung ist eine Bereitschaft der langfristigen Kapitalbindung. Insbesondere ausgewogene Anlegersollten darauf achten, kein Einzeltitelrisiko einzugehen, sondern das Risiko auf mehrere Fonds zu verteilen.

ELTIFs stellen ein alternatives Fondskonstrukt dar, welches in der EU einheitlich für langfristige Investmentfonds genutzt werden kann. Neben geschlossenen Fonds sind hier seit einer Reform in 2024 auch semi-liquide Fondsstrukturen möglich. Ein Unterschied in der Konzeption eines ELTIFs zu den klassischen AIFs ist ein Maximalanteil von 20% bei einem Sachwert an dem Gesamtportfolio. Ein gewisses Mindestmaß an Risikostreuung ist somit Pflicht. Tatsächliche Performancedaten sind aufgrund der geringen Anzahl an bestehenden Immobilien-ELTIFs und deren junger Historie kaum verfügbar. Ein vergleichbares Risiko-Rendite Profil lässt sich daher noch nicht erstellen. Hier gibt es zukünftig mit einem fortschreitendem Marktwachstum und einer größeren Datenverfügbarkeit weiteren Forschungsbedarf. Im Moment steht zumindest fest, dass die Novellierung der EU-Verordnung einen positiven Impuls für die Verbreitung von ELTIFs gesetzt hat. Praktikable technische Umsetzungen und der Aufbau einer Zweitmarktbörse sind noch im Gange. Ob sich ELTIFs langfristig etablieren können bleibt abzuwarten. Grundsätzlich ist nicht davon auszugehen, dass die semi-liquide Form die strukturellen Liquiditätsprobleme offener Fonds in absoluten Stressszenarien vollständig gelöst hat. Das Risiko-Rendite-Profil ist anhand qualitativer Merkmale am ehesten für ausgewogene oder risikobereite Anlegerangemessen.

Limitationen der vorliegenden Arbeit liegen vor allem in der Datenqualität und Datenmenge der angefertigten Analyse. Hier musste sich auf möglichst repräsentative Teilausschnitte des Immobilienfondsmarktes beschränkt werden, wobei auch in diesen Bereichen einzelne Daten mangels Verfügbarkeit fehlen. Die

Experteninterviews bieten zwar als Ergänzung praxisnahe Einschätzungen, allerdings besteht in der Kandidatenauswahl ein Übergewicht an Expertise für geschlossene Fonds. Eine Einfärbung der Gesamtauswertung zugunsten geschlossener Produkte kann nicht ausgeschlossen werden.

Dennoch kann diese Arbeit durch die fundierte Analyse der Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfonds wertvolle Handlungsempfehlungen für Privatanleger bereitstellen. Im Segment der ELTIFs besteht künftig der größte Forschungsbedarf. Zum einen kann deren Performance und Risiken künftig besser bewertet werden und zum anderen ist die regulatorische Weiterentwicklung durch die EU noch nicht endgültig abgeschlossen. Zusätzliche Optimierungspotenziale sind hier zu ermitteln, um einen attraktiven, vertrauenswürdigen und massentauglichen Fondsmantel zu schaffen.

## Literaturverzeichnis

Amundi (2025): PI SOLUTIONS - AMUNDI REALTI - A EUR (C), online im Internet, <https://www.amundi.com/globaldistributor/product/view/LU2185967622>, Abfrage vom 26.09.2025

asuco (2025): asuco – Die Spezialisten am Zweitmarkt, online im Internet, <https://www.asuco.de/>, Abfrage vom 26.09.2025

BaFin (2015): Auslegungsschreiben zum Anwendungsbereich des KAGB und zum Begriff des Investmentvermögens, online im Internet, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsent-scheidung/WA/ae\\_130614\\_Anwendungsber\\_KAGB\\_begriff\\_invvermoegen.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Auslegungsent-scheidung/WA/ae_130614_Anwendungsber_KAGB_begriff_invvermoegen.html), Abfrage vom 26.09.2025

BaFin (2023): Offene Immobilienfonds, online im Internet, [https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Of-fene\\_Immobilienfonds/offene\\_immobilienfonds\\_artikel.html](https://www.bafin.de/DE/Verbraucher/GeldanlageWertpapiere/Produkte/Of-fene_Immobilienfonds/offene_immobilienfonds_artikel.html), Abfrage vom 26.09.2025

BaFin (2025): Häufige Fragen zur ELTIF-Verordnung, online im Internet, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/ELTIF-VO\\_FAQ.html;jsessionid=F2C629E16AAF9E9C822ED92C6E5F423E.internet002?nn=19769564](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/FAQ/ELTIF-VO_FAQ.html;jsessionid=F2C629E16AAF9E9C822ED92C6E5F423E.internet002?nn=19769564), Abfrage vom 26.09.2025

Brost, Heike/Martin Faust/Wolfgang J. Reittinger (2018): Private Banking und Wealth Management: Strategien und Erfolgsfaktoren (E-Book), Wiesbaden: Springer Gabler, 2018, [https://books.google.de/books?hl=de&lr=&id=sMJ1DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA437&dq=Rechtsform++%22geschlos-sene+Fonds%22&ots=CriOs4jtSX&sig=6Vw80b2aLtGrS411QjMoGig66fQ&redir\\_esc=y#v=onepage&q=Rechtsform%20%20%22geschlos-sene%20Fonds%22&f=false](https://books.google.de/books?hl=de&lr=&id=sMJ1DwAAQBAJ&oi=fnd&pg=PA437&dq=Rechtsform++%22geschlos-sene+Fonds%22&ots=CriOs4jtSX&sig=6Vw80b2aLtGrS411QjMoGig66fQ&redir_esc=y#v=onepage&q=Rechtsform%20%20%22geschlos-sene%20Fonds%22&f=false), Abfrage vom 26.09.2025

Böhmer, Elmar et al. (2017): Liquiditätsstresstests deutscher Kapitalverwaltungs-gesellschaften (E-Book), o. O.: BaFin, 2017, [https://www.bafin.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Konsultation/2017/dl\\_kon\\_1217\\_empfehlungen\\_fuer\\_liquiditaetsstresstests.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=1](https://www.bafin.de/Shared-Docs/Downloads/DE/Konsultation/2017/dl_kon_1217_empfehlungen_fuer_liquiditaetsstresstests.pdf?__blob=publicationFile&v=1), Abfrage vom 26.09.2025

BVI (2022): Performancemessung geschlossener Fonds: Vorschlag für den Weg in eine zeitgewichtete Methodenwelt (E-Book), o. O.: Deutscher Fondsverband, 2022, [https://www.bvi.de/fileadmin/user\\_upload/Statistik/Research/BVI\\_Researc\\_h\\_Performancemessung\\_geschlossener\\_Fonds.pdf](https://www.bvi.de/fileadmin/user_upload/Statistik/Research/BVI_Researc_h_Performancemessung_geschlossener_Fonds.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

BVI (2025): FAQ Besteuerung von Investmentfonds, online im Internet <https://www.bvi.de/faq/faq-beststeuerung-von-investmentfonds/>, Abfrage vom 26.09.2025

Daly, Pierce et al. (2023): The growing role of investment funds in euro area real estate markets: risks and policy considerations, online im Internet, [https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macropu\\_rential-bulletin/html/ecb.mpbu202304\\_1~4a07638376.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/macropu_rential-bulletin/html/ecb.mpbu202304_1~4a07638376.en.html), Abfrage vom 28.09.2025

Datenanalyse vom 10.09.2025: Eigene Darstellung.

Deka (2025 A): Deka-ImmobilienEuropa, online im Internet, <https://www.deka.de/privatkunden/fondsprofil?id=DE0009809566>, Abfrage vom 10.09.2025

Deka (2025 B): WestInvest InterSelect, online im Internet, <https://www.deka.de/privatkunden/fondsprofil?id=DE0009801423>, Abfrage vom 10.09.2025

Deutsche Bundesbank (2025 A): Investmentfondsstatistik Juli 2025: Statistische Fachreihe (E-Book), Frankfurt: Deutsche Bundesbank, 2015, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/961188/f618f1774203a7f638bf05f6e83265aa/472B63F071307366337C94F8C870/2025-07-11-12-12-47-investmentfondsstatistik-data.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Deutsche Bundesbank (2025 B): EZB-Zinssätze, online im Internet, <https://www.bundesbank.de/resource/blob/607806/fa0e277ab1a0f69bfe8701920f317ac8/472B63F071307366337C94F8C870/s510ttezbzins-data.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Deutscher Bundestag (2017): Einzelfragen zu offenen und geschlossenen Immobilienfonds (E-Book/Ausarbeitung), o. O.: Deutscher Bundestag Wissenschaftliche Dienste, 2017, <https://www.bundestag.de/resource/blob/508976/WD-4-033-17-pdf.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Dr. Peters Group (2024): LEISTUNGS-BILANZ IMMOBILIEN 2023, online im Internet, [https://www.dr-peters.de/fileadmin/dr-peters/Vertriebspartner/DPG\\_LB\\_2023\\_Immobilien\\_Langversion\\_low.pdf](https://www.dr-peters.de/fileadmin/dr-peters/Vertriebspartner/DPG_LB_2023_Immobilien_Langversion_low.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

ESMA (2023): ESMA finalises technical standards under the revised ELTIF regulation, online im Internet, <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-finalises-technical-standards-under-revised-eltif-regulation>, Abfrage vom 26.09.2025

Eurazeo (2025): Eurazeo European Real Estate II ELTIF Private Fund, online im Internet, <https://wealth.eurazeo.com/en/funds/eurazeo-european-real-estate-ii-eltif-private-fund>, Abfrage vom 10.09.2025

fondsweb (2025): Vergleichen, online im Internet, <https://www.fondsweb.com/de/vergleichen/auswahl>, Abfrage vom 10.09.2025

Greenman OPEN (2024): Greenman OPEN Becomes Europe's Largest Real Estate ELTIF, online im Internet, <https://www.greenmanopen.com/news/#/press-releases/greenman-open-becomes-europes-largest-real-estate-eltif-3344482>, Abfrage vom 26.09.2025

Greenman OPEN (2025): Greenman OPEN - Food Retail Investment, online im Internet, <https://www.greenmanopen.com/performance/>, Abfrage vom 26.09.2025

GSK Stockmann, zeb (2023): ELTIF 2.0: der neue Verkaufsschlager unter den Fondsprodukten? (E-Book/Working Paper), London: GSK Stockmann, 2023, [https://gsk.de/wp-content/uploads/2023/11/zeb\\_Working-Paper-ELTIF-2.0\\_DE.pdf](https://gsk.de/wp-content/uploads/2023/11/zeb_Working-Paper-ELTIF-2.0_DE.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Hahn AG (2023): Performancebericht 2023, online im Internet, <https://www.schmidtner-gmbh.de/pdf/hahn-gruppe-performancebericht-2023.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Hahn AG (2025): KAPITALVERWALTUNGS GESELLSCHAFT – UNSERE DE-  
WERT: IHR KAPITAL IN GUTEN HÄNDEN, online im Internet, <https://www.hahnag.de/investment/>, Abfrage vom 26.09.2025

Hansetrust (2019): Der geschlossene Fonds in der Erbschaft, Hansetrust, online im Internet, <https://www.hansetrust.de/marke-wissen/erbschaftssteuer-bei-fonds/>, Abfrage vom 26.09.2025

hausInvest (2025): Das Immobilien-Investment mit Weitblick, online im Internet, <https://hausinvest.de/>, Abfrage vom 26.09.2025

Hertel, Michael/Zorzi, Robin (2015): Konzeption einer finanzwirtschaftlichen Be-  
wertungssystematik für geschlossene Fonds in Verkaufsprospekt und Leis-  
tungsnachweisen (E-Book), o. O.: Credit and Capital Markets – Kredit Und Kapi-  
tal, Vol. 48, 2015, S. 629–677, <https://doi.org/10.3790/ccm.48.4.629>

Holzmann, Matthias (2024): Bewertung von offenen Immobilienfonds: Das Er-  
tragswertverfahren im Fokus, Blogbeitrag, online im Internet, <https://immobilien-strategie.com/blogbeitrag/bewertung-von-offenen-immobilienfonds-das-ertragswertverfahren-im-fokus/>, Abfrage vom 26.09.2025

ILG Gruppe (2025): Fondsperformance, online im Internet, <https://www.ilg-gruppe.de/privatanleger/fondsperformance/>, Abfrage vom 10.09.2025

Institutional money (2025): Fondsbörse entwickelt Handelsplattform für Private-  
Markets-Produkte, online im Internet, <https://www.institutional-money.com/news/vermisches/headline/fondsboerse-entwickelt-handelsplattform-fuer-private-markets-produkte-244213>, Abfrage vom 26.09.2025

Interviewprotokoll vom 28.08.2025: Bereichsleiter Vermögensberatung, Breunig, Karl-Heinz.

Interviewprotokoll vom 28.08.2025: Geschäftsführender Gesellschafter, Schloz, Paul.

Interviewprotokoll vom 28.08.2025: Vertriebsdirektor, Rudel, Thomas.

Interviewprotokoll vom 29.08.2025: Geschäftsführer, Mehl, Stefan.

Interviewprotokoll vom 29.08.2025: Vorstand, Anonym.

Interviewprotokoll vom 03.09.2025: Vertriebsdirektor, Sarili, Kubilay.

Interviewprotokoll vom 07.09.2025: Geschäftsführender Gesellschafter, Heller, Ralph.

Interviewprotokoll vom 08.09.2025: Prokurist, Christodoulidis, Paschalis.

Jamestown (2024): Leistungsbilanz zum 01.01.2024, online im Internet, <https://www.jamestown.de/media/downloads/Leistungsbilanz.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Kloft, Mauritius (2025): Falsch beraten worden? Wann Sie einen geschlossenen Fonds kündigen oder rückabwickeln können, online im Internet, <https://de.berg-fuerst.com/ratgeber/geschlossene-immobilienfonds-kuendigung>, Abfrage vom 26.09.2025

Loipfinger, Stefan (2024): Gutachterliche Stellungnahme zur aktuellen Situation bei offenen Immobilienfonds (E-Book), Rosenheim: investmentcheck.de, 2024, [https://www.finanzwende.de/fileadmin/user\\_upload/Themen/Verbraucherschutz/Gutachterliche-Stellungnahme\\_offene-Immobilienfonds.pdf](https://www.finanzwende.de/fileadmin/user_upload/Themen/Verbraucherschutz/Gutachterliche-Stellungnahme_offene-Immobilienfonds.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Lorenz, Jens (2024): Neue Regeln für ELTIF, online im Internet, [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa\\_bj\\_1305\\_ELTIF\\_Neue\\_Regeln.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2024/fa_bj_1305_ELTIF_Neue_Regeln.html), Abfrage vom 26.09.2025

Madaus, Stephan/Sebastian, Steffen (2013): Flexibilisierung der Fristentransformation bei Offenen Immobilienfonds in Gründung, Verlauf und Krise (E-Book/Working Paper), Regensburg: IRE/BS International Real Estate Business School, Universität Regensburg, 2013, <https://epub.uni-regensburg.de/28898/>, Abfrage vom 26.09.2025

Marktwächter Finanzen/Verbraucherzentrale (2017): Hintergrundpapier zum Gutachten Kosten von Geschlossenen Publikums-Fonds (E-Book), o. O.: Verbraucherzentrale, 2017,

[https://www.verbraucherzentrale.de/sites/default/files/2018-04/Geschlossene\\_Fonds\\_Hintergrundpapier\\_Gutachten.pdf](https://www.verbraucherzentrale.de/sites/default/files/2018-04/Geschlossene_Fonds_Hintergrundpapier_Gutachten.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Mirabaud (2024): Private Assets: Mirabaud Sustainable Cities, online im Internet, <https://www.mirabaud-am.com/en/capabilities/private-assets/mirabaud-sustainable-cities>, Abfrage vom 10.09.2025

Müthlein, Tanja / Hoffmann, Thomas (2017): Anlage in Immobilienfonds. In: Immobiliengeschäft. Prüfungstraining zum Bankfachwirt (E-Book), Wiesbaden: Springer Gabler, 2017, [https://doi.org/10.1007/978-3-658-18504-6\\_10](https://doi.org/10.1007/978-3-658-18504-6_10)

Primus Valor AG (2025): 18 Jahre Erfolgsgeschichte auf einen Blick, online im Internet, <https://www.primusvalor.de/#erfolgsgeschichte>, Abfrage vom 26.09.2025

Reiff, Gunter (2022): Die neuen Kennzahlen in den Basisinformationsblättern für geschlossene Investmentvermögen, online im Internet, <https://www.dfpia.info/proberater-news/artikel/die-neuen-kennzahlen-in-den-basisinformationsblaettern-gemaess-der-priips-verordnung-fuer-geschlossene-investmentvermoegen.html>, Abfrage vom 26.09.2025

Roca, Enrique (2024): Fonds-NAV: Was versteht man darunter und wie wird er berechnet?, online im Internet, <https://rankia.de/fonds-nav-was-versteht-man-darunter-und-wie-wird-er-berechnet/>, Abfrage vom 26.09.2025

Rock, Verena et al. (2019): Praxishandbuch Immobilienfondsmanagement und -investment (E-Book), 2. Auflage, Wiesbaden: Springer Gabler, 2019, <https://doi.org/10.1007/978-3-658-25943-3>

Rohmert, Werner/Wrede, Constanze (2024): Für Offene Fonds wird es immer unangenehmer, in: Der Immobilien Brief, Nr. 579, 28. KW, 2024, S. 10-14, <https://gentdwell.de/wp-content/uploads/2024/07/Der-Immobilienbrief-Nr-579.pdf>, Abfrage vom 26.09.2025

Schären, Simon (2023): ELTIF 2.0 – Weiterentwicklung des europäischen Rechtsrahmens für langfristige Anlagen, in: EuZ Zeitschrift für Europarecht, Ausgabe 1/2022, Mai, 2023, <https://doi.org/10.36862/eiz-euz019>

Schulte, Phillip (2017): Besteuerung geschlossene Fonds: Was bei geschlossene Fonds Steuern zu beachten ist, online im Internet, <https://www.fondsvermittlung24.de/besteuerung-geschlossene-fonds.html>, Abfrage vom 26.09.2025

Scope Group (2025 A): Angebots- und Platzierungszahlen 2024: Geschlossene Publikums-AIF – Neuangebot gestiegen, Platzierungszahlen gingen weiter zurück (E-Book/Marktstudie), Berlin: Scope Fund Analysis GmbH, 2025, [https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope\\_Geschlossene\\_Publikumsfonds\\_Angebots\\_und\\_fj7r4DZ.pdf](https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope_Geschlossene_Publikumsfonds_Angebots_und_fj7r4DZ.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Scope Group (2025 B): Klare Regeln bringen ersehnten Schwung: Überblick über den ELTIF-Markt 2024/2025 (E-Book/Marktstudie), Berlin: Scope Fund Analysis GmbH, 2025, [https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope\\_ELTIF-Studie\\_2025.pdf](https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope_ELTIF-Studie_2025.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Scope Group (2025 C): Offene Immobilienfonds: Marktstudie und Ratings 2025 (E-Book/Marktstudie), Berlin: Scope Fund Analysis GmbH, 2025, [https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope\\_Offene\\_Immobilienfonds\\_Gesamtmarktstudie\\_2025.pdf](https://www.scopeexplorer.com/files/get/?name=news.ReportFile/bytes/filename/mimetype/Scope_Offene_Immobilienfonds_Gesamtmarktstudie_2025.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Sebastian, Steffen/Steininger, Bertram/Wagner-Hauber, Melanie (2012): Vorteile und Nachteile von direkten und indirekten Immobilienanlagen, in: SSRN Electronic Journal, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1995685>

Sharpe, William Forsyth (1966): Mutual Fund Performance, In: The Journal of Business, Vol. 39(1), Januar, 1966, S. 119–138, <https://www.jstor.org/stable/i340416>, Abfrage vom 26.09.2025

Sparkasse (2023): Das magische Dreieck der Geldanalage, online im Internet, <https://www.sparkasse.de/pk/ratgeber/finanzplanung/investieren/das-magische-dreieck-der-geldanlage.html>, Abfrage vom 26.09.2025

Stiftung Warentest (2015): Geschlossene Fonds: Die schlimme Bilanz einer Branche, online im Internet, <https://www.test.de/Geschlossene-Fonds-Die-schlimme-Bilanz-einer-Branche-4910691-0/>, Abfrage vom 26.09.2025

Stein, Michael (2013): German Open Ended Real Estate Fund Performance: The Impact of Liquidity, In: Credit and Capital Markets – Kredit und Kapital, Vol. 46, 2013, Iss. 1: S. 119–151, <https://doi.org/10.3790/kuk.46.1.119>

Straube, Christoph (2025): Tokenisierung von Immobilien, In: Quick Guide Tokenisierung von Immobilien (E-Book) Wiesbaden: Springer Gabler, 2025, [https://doi.org/10.1007/978-3-658-47164-4\\_2](https://doi.org/10.1007/978-3-658-47164-4_2)

Swiss Life KVG (2025): Eine Zeitkapsel der Offenen Immobilienfonds: Living and Working, Blogseintrag, online im Internet, <https://www.livingandworking.de/eine-zeitkapsel-der-offenen-immobilienfonds>, Abfrage vom 26.09.2025

Thieringer, Joscha (2025): Uniimmo Deutschland unter Druck: Immobilie für 700 Mio. Euro verkauft, online im Internet, <https://www.dasinvestment.com/uniimmo-deutschland-verkauf-immobilie-blackstone/>, Abfrage vom 26.09.2025

Union Investment (2025 A): UnilImmbo: Deutschland, online im Internet, [https://www.union-investment.de/uniimmo\\_deutschland-DE0009805507-fonds-980550/](https://www.union-investment.de/uniimmo_deutschland-DE0009805507-fonds-980550/), Abfrage vom 10.09.2025

Union Investment (2025 B): UnilImmbo: Europa, online im Internet, [https://www.union-investment.de/fonds/UnilImmbo\\_Europa-DE0009805515-fonds-980551](https://www.union-investment.de/fonds/UnilImmbo_Europa-DE0009805515-fonds-980551), Abfrage vom 10.09.2025

Union Investment (2025 C): UnilImmbo: Wohnen ZBI, online im Internet, [https://www.union-investment.de/uniimmo\\_wohnen\\_zbi-DE000A2DMVS1-fonds-A2DMVS/?portrait=2](https://www.union-investment.de/uniimmo_wohnen_zbi-DE000A2DMVS1-fonds-A2DMVS/?portrait=2), Abfrage vom 26.09.2025

VGF Verband Geschlossene Fonds e.V. (2013): Basisinformationen über Vermögensanlagen in geschlossene Fonds (E-Book), Berlin: VGF Verband Geschlossene Fonds e.V., 2013, [https://finanzakzente.com/images/beitrag/Dokumente/Basisinformationen\\_Geschlossene\\_Fonds.pdf](https://finanzakzente.com/images/beitrag/Dokumente/Basisinformationen_Geschlossene_Fonds.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

wealthcap (2018): Anlegerinformation Ausschüttung vs. steuerliches Ergebnis: Schema zur Ermittlung der Ausschüttung und des steuerlichen Ergebnisses am Beispiel eines Immobilienfonds, online im Internet, [https://www.wealthcap.com/wp-content/uploads/2023/03/FAQ\\_Anlegerinformation\\_Ausschüttung\\_vs\\_steuерliches\\_Ergebnis.pdf](https://www.wealthcap.com/wp-content/uploads/2023/03/FAQ_Anlegerinformation_Ausschüttung_vs_steuерliches_Ergebnis.pdf), Abfrage vom 26.09.2025

Wenova (2025): Une autre idée de la performance immobilière, online im Internet, <https://www.wenova-am.com/investir>, Abfrage vom 10.09.2025

Zetzsche, Dirk Andreas (2025): In search of Long-termism: From Restrictive to Enabling Regulation of European Long-Term Investment Funds (ELTIFs) (E-Book), o. O., 2025, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5241258>

## Anhang

1	Datenanalyse .....	XV
2	Experteninterviews.....	XVII
2.1	Experteninterview – Karl-Heinz Breunig.....	XVIII
2.2	Experteninterview – Paul Schloz.....	XXIV
2.3	Experteninterview – Thomas Rudel .....	XXX
2.4	Experteninterview – Stefan Mehl .....	XXXV
2.5	Experteninterview – Anonym.....	XLII
2.6	Experteninterview – Kubilay Sarili.....	XLVII
2.7	Experteninterview – Ralph Heller .....	LIII
2.8	Experteninterview – Paschalis Christodoulidis.....	LIX

# 1 Datenanalyse

		Deka- ImmobilienEur opa (DE00098095 66)	Hausinvest (DE000980 7016)	Unilmmo: Deutschland (DE0009805 507)	Uniimmo Europa (DE0009805 515)	WestInvest InterSelect (DE0009801 423)		
Auflegungsdatum:	20.01.1997	07.04.1972	01.07.1966	01.04.1985	02.10.2000			
Fondsvermögen:	18,3 Mrd. €	15,5 Mrd. €	15,6 Mrd. €	12,5 Mrd. €	10,5 Mrd. €		Durchschnitt:	
Mindestanlagebetrag:	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	25 €	p.a.:	
Wertentwicklung seit Auflage: 10 Jahre: 3 Jahre:	172,13% 32,56% 8,69%	1266,15% 24,57% 6,96%	1906,30% 27,94% 6,41%	364,28% 15,64% -0,68%	123,85% 27,17% 7,01%	766,54% 25,58% 5,68%	4,0% 2,56% 1,14%	
Volatilität 1 Jahr: 3 Jahre: 5 Jahre: 10 Jahre:	0,18% 0,32% 0,28% 0,32%	0,46% 0,60% 0,64% 0,62%	0,20% 0,35% 0,84% 0,64%	1,18% 1,05% 0,86% 0,69%	0,41% 0,37% 0,34% 0,44%		0,49% 0,54% 0,59% 0,54%	
Sharpe Ratio 1 Jahr: 3 Jahre: 5 Jahre: 10 Jahre:	-0,76 -0,18 4,13 7,22	-1,4 -1 1,16 2,67	-8,21 -2,33 0,78 3,03	-5,42 -2,96 -1,12 1,31	-1,1 -1,66 2,32 4,28		-3,378 -1,626 1,454 3,702	
Risikoindikator (SRI):	1	2	1	2	1		1,4	
Fremdkapitalquote:	16,60%	21,30%	3,53%	19,04%	21%		16,29%	
Liquiditätsquote:	16,10%	11,80%	13,56%	14,16%	16%		14,32%	
Kosten Einstiegskosten: Laufende Kosten p.a.: Verwaltungsgebühren und sonstige Gebühren p.a.: Transaktionskosten p.a.:	5,26% - 2,94% 0,22%	5% - 3,19% 0,35%	5% 1,30% 0,8-1% -	5% 1,30% 0,8-1% -	5,26% - 2,85% 0,30%		5,10% TER: 2,85%	
Diversifikation Immobilienanzahl: Länderzahl: Branchendiversifikation:	138 17 Ja	163 17 Ja	86 7 Ja	93 17 Ja	102 8 Ja		116,4 13,2 Ja	

Table 1: Offene Immobilienfonds<sup>158</sup>

<sup>158</sup> Eigene Darstellung mit Datenbasis aus Deka, 2025 A; hausInvest, 2025; Union Investment, 2025 A; Union Investment, 2025 B; Deka, 2025 B; fondsweb, 2025.

	Jamestown	Hahn Gruppe	Primus Valor	Dr. Peters Group	ILG Gruppe	
Aufnahme Geschäftstätigkeit	1983	1982	2007	1975	1980	
Assets under Management	11,6 Mrd. \$	2,9 Mrd. €	2,5 Mrd. €	0,55 Mrd. €	2,4 Mrd. €	
Anzahl aufgelöste Immobilien-Publikumsfonds: davon mit Verlust:	28 0	120 16	6 0	32 12	17 1	Summe: 203 29
Mindestanlagebetrag:	30.000 \$	20.000 €	10.000 €	10.000-20.000 €	10.000 €	Durchschnitt: 14000
Durchschnittliches Gesamtergebnis vor Steuern p.a.:	18,00%	3,23%	12,74%	2,50%	-	9,12%
Durchschnittliches Gesamtergebnis nach Steuern p.a.:	13,49%	5,66%	-	-	8,39%	9,18%
Mittlere Laufzeit	5,5 Jahre	15,9 Jahre	9 Jahre	19,3 Jahre	ca. 15 Jahre	12,94
Fremdkapitalquote:	54,58%	53,25%	ca. 50-55%	50,07%	ca. 50-55%	53%
Kosten Ausgabeaufschlag: Laufende Kosten p.a.: Verwaltungsgebühren: Transaktionskosten:	5,00% 1,85% - -	5,00% - 2,29% 0,84%	3,00% - 1,0-1,2% -	5,00% 0,7-1,2% - -	5,00% 1-2% - -	4,6% TER: 1,7%
Diversifikation Immobilienanzahl: Länderzahl: Branchendiversifikation:	5-8 1 Ja	3-7 1 Nein	20-40 1 Nein	1 1 Nein	3-8 1 Nein	9,6 1 Nein

Table 2: Geschlossene Immobilienfonds<sup>159</sup>

<sup>159</sup> Eigene Darstellung mit Datenbasis aus Jamestown, 2024; Hahn AG, 2023; Primus Valor AG, 2025; Dr. Peters Group, 2024; ILG Gruppe, 2025.

	Eurazeo European Real Estate II ELTIF	PI SOLUTIONS - AMUNDI REALTI (LU2185967622)	MIRABAUD SUSTAINABLE CITIES (LU2592762418)	GREENMAN OPEN ELTIF	WENOVA TRANSITION (FR001400PON1)	
Auflegungsdatum:	04.11.2021	27.01.2022	09.09.2024	2014 -> Umwandlung in ELTIF am 30.08.2024	24.09.2024	
Anlagehorizont:	8 Jahre	8 Jahre (+2 möglich)	8 Jahre (+2 möglich)	Evergreen-ELTIF	6 Jahre (+2 möglich)	
Rückgabemöglichkeit:	Nein	Nein	Nein	Rückgabemöglichkeit 4 mal jährlich	Nein	
Angestrebte Rendite p.a.:	15-20%	-	12%	5,50%	-	
Fondsvermögen:	-	35,92 Mio. €	-	1,3 Mrd. €	-	Durchschnitt: 4.667 €
Mindestanlagebetrag:	-	10.000 €	-	1.500 €	2.500 €	
Wertentwicklung seit Auflage:	-	-22,40%	-	Seit 2014: 6,61% p.a.	-	-
1 Jahr:	-	3,80%	-	-	-	-
3 Jahre:	-	-24,07%	-	-	-	-
Volatilität						
1 Jahr:	-	3,05%	-	-	-	-
3 Jahre:	-	6,13%	-	-	-	-
Sharpe Ratio						
1 Jahr:	-	-0,41	-	-	-	-
3 Jahre:	-	-1,81	-	-	-	-
Risikoindikator (SRI):	5	4	6	-	6	5,25
Kosten						
Einstiegskosten:	0,00%	0%	0%	0%	Bis zu 6%	1,2%
Performance-Fee:	-	Nein	Nein	Ja	Ja	-
Verwaltungsgebühren p.a.:	-	1,61%	2,00%	1,35%	3,11%	
Transaktionskosten p.a.:	-	0,00%	0%	0%	1,78%	
Gesamtkostenquote p.a.:	-	1,61%	2,00%	1,35%	4,89%	TER: 2,46%
Diversifikation						
Immobilienanzahl:	20-30	-	-	90	10-20	43,33
Länderzahl:	5-7	-	1	1	1	2,25
Branchendiversifikation:	Ja	Ja	Nein	Nein	Nein	-

Table 3: ELTIFs<sup>160</sup>

## 2 Experteninterviews

Im Folgenden sind die acht schriftlichen Expertenbefragungen angehängt. Die jeweiligen Antworten der Interviewpartner sind unterstrichen.

<sup>160</sup> Eigene Darstellung mit Datenbasis aus Eurazeo, 2025; Amundi, 2025; Mirabaud, 2024; Greenman OPEN, 2025; Wenova, 2025.

## 2.1 Experteninterview – Karl-Heinz Breunig

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Karl-Heinz Breunig

**Position/Unternehmen:** Bereichsleiter Vermögensberatung der Stadt- und Kreissparkasse Erlangen Höchstadt Herzogenaurach

**Datum:** 28.08.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 5
- Geschlossene Immobilienfonds: 3
- Immobilien-ELTIFs: 3

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Offene Immobilienfonds, da diese für den durchschnittlichen Privatanleger, der kleinere Beträge investieren sowie auch regelmäßig sparen und die Möglichkeit haben möchte, bei Bedarf innerhalb eines überschaubaren Zeitraums an sein Geld zu kommen, am attraktivsten sind.

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 2,5 – 3,5 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 4 - 8 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 4 – 8 % p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Nein, diese niedrige Risikoeinstufung entsprach noch nie dem tatsächlichen Risiko.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** niedrige Risikoeinstufung evtl. irreführend, da es in Sonderlagen zu Liquiditätsengpässen und dadurch zu Abwertungen kommen kann
- **Geschlossene Fonds:** fehlende Rückgabemöglichkeit, unklare Laufzeit z.B. bei Verlängerungen, Risiko durch Einzelimmobilie
- **ELTIFs (geschlossen):** analog geschlossene Fonds, zusätzlich Risiken aus der technischen Abwicklung des noch neuen Produkts, Risiken aus dem europaweiten Vertrieb und den europaweiten Investitionen
- **ELTIFs (offen):** Risiken analog geschlossenen ELTIFs sowie zusätzlich aus dem Liquiditätsmanagement der Herausgeber (je nach Rückgabemöglichkeit müssen bis zu 25% des Kapitals in liquide Anlagen investiert werden.)

---

## 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Es wurden zumindest feste Vorgaben für das Liquiditätsmanagement geschaffen, die sich künftig in der Praxis noch bewähren müssen.

---

#### 4. Kostenstruktur und Gebühren

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger? - **Kommt auch auf den einzelnen Fonds bzw. Herausgeber an!**

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch ***keine Erfahrungswerte***
- **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch ***keine Erfahrungswerte***

---

## 5. Transparenz und Anlegerschutz

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend **keine Erfahrungswerte**
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend **keine Erfahrungswerte**

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Offene Immobilienfonds wegen der gewachsenen Strukturen und der grundsätzlichen Handelbarkeit.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

BaFin überwacht lediglich formale Kriterien.

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Nach Angaben der Herausgeber ist dort die Erfahrung mit dem Produkt am größten.

---

## 6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Offene Immobilienfonds wegen der größeren Anzahl an Einzelimmobilien

---

## 7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Bei geschlossenen Varianten können Marktvolatilitäten besser abgedeckt werden.

**7c)** Der Fall "UnilImmobilien Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Es dürfte sich um einen Einzelfall handeln. Allerdings kann es bei jeder Konstruktion, die ein schwerer handelbares Investment in ein liquideres Anlagevehikel packt, in Krisenzeiten zu Verwerfungen kommen.

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Je nach Art der Immobilie unterschiedlich

---

## **8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick**

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

geringe Fungibilität und große Abhängigkeit vom Produkt-Herausgeber

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Ja, in Bezug auf geschlossene Beteiligungen

---

## **9. Empfehlungen und Ausblick**

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** offene Immobilienfonds
- **Ausgewogener Anleger:** offene und geschlossene Immobilienfondsvarianten
- **Risikobereiter Anleger:** geschlossene Immobilienfonds, offene und geschlossene ELTIFs

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Rückläufig, vor allem im Bereich geschlossene Fonds, ELTIFs eher im Bereich erneuerbare Energien/Infrastruktur als mit Immobilien

## 2.2 Experteninterview – Paul Schloz

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Paul Schloz

**Position/Unternehmen:** geschäftsführender Gesellschafter asuco-Unternehmensgruppe

**Datum:** 28.08.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 1
- Geschlossene Immobilienfonds: 4
- Immobilien-ELTIFs: 4 (wenn geschlossen)

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Abgesehen von konzeptionellen Nachteilen (fehlende Fristenkongruenz bei offenen Fonds) kommt es nicht auf die Verpackung an, sondern auf das zugrundeliegende Asset und den Manager.

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 1 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 4 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 4 % p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Nein.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Liquiditätsrisiko
  - **Geschlossene Fonds:** Managementrisiko
  - **ELTIFs (geschlossen):** Managementrisiko
  - **ELTIFs (offen):** Liquiditätsrisiko
- 

## 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Nein, wenn es hart auf hart kommt, wird sich auch hier das Liquiditätsrisiko realisieren.

---

#### **4. Kostenstruktur und Gebühren**

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch

(Pauschalaussage nicht möglich – es kommt auf den Manager an!)

---

#### **5. Transparenz und Anlegerschutz**

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Unzureichend

- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Alle Verpackungen sind reguliert und bieten grundsätzlich den gleichen Schutz.  
Dieser ist aber nie wirtschaftlicher Natur – Fehlinvestitionen und schlechtes Management sind trotz Regulierung möglich.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Formal.

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Die CSSF hat mehr Erfahrung in der Billigung und die Marktteilnehmer sind schon länger mit ELTIF-Strukturen vertraut.

---

## 6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Konzeptionsbedingt die offenen Fonds, da geschlossene Fonds ihre Assets in der Regel nicht anpassen.

---

## 7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Konzeptionsbedingt bei geschlossenen Fonds größer, da keine Notwendigkeit für Liquidationen.

**7c)** Der Fall "UnilImmobilien Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Symptomatisch; das Bewertungsproblem haben sämtliche offenen Fonds.

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Hemmend. Dies lässt sich aus der niedrigen Zahl an Transaktionen ableiten.

---

## 8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

Sämtliche Probleme, die nichts mit der Verpackung zu tun haben.

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Ja.

---

## 9. Empfehlungen und Ausblick

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** geschlossene Fonds/ELTIFs
- **Ausgewogener Anleger:** geschlossene Fonds/ELTIFs
- **Risikobereiter Anleger:** geschlossene Fonds/ELTIFs

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Die wenigen verbliebenen Emissionshäuser werden Emissionstätigkeiten auf ähnlichem Niveau wie in den Jahren 2023/2024 haben.

## 2.3 Experteninterview – Thomas Rudel

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Thomas Rudel

**Position/Unternehmen:** Vertriebsdirektor / DekaBank

**Datum:** 28.08.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 5
- Geschlossene Immobilienfonds: 2
- Immobilien-ELTIFs: 2

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Offene Immobilienfonds, wegen der breiteren Diversifikation.

---

### **2. Rendite und Risikoprofil**

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 3-3,5 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 3 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 3 % p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim UnilImmobilien ZBI noch gerechtfertigt?

Ja, da es für diesen Fonds spezielle Probleme gab.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Haltefristen, Kündigungsthematik
  - **Geschlossene Fonds:** wenig Streuung, Fungibilität
  - **ELTIFs (geschlossen):** noch zu wenig Erfahrung
  - **ELTIFs (offen):** noch zu wenig Erfahrung
- 

### 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering (Deka)

- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

-

---

#### 4. Kostenstruktur und Gebühren

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch

---

#### 5. Transparenz und Anlegerschutz

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend

- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-genügend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Offene Immobilienfonds, durch die Transparenz

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

-

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

-

## 6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

ELTIF

## 7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Durch Streuung und durch konservativen Ansatz bei offenen Immobilienfonds am besten.

**7c)** Der Fall "UnilImmo Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Einzelfall

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

wenig

---

## **8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick**

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

-

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Nein.

---

## **9. Empfehlungen und Ausblick**

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** offene Immobilienfonds
- **Ausgewogener Anleger:** offene Immobilienfonds
- **Risikobereiter Anleger:** offene Immobilienfonds/ELTIF

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Positiv für globale Fonds

## 2.4 Experteninterview – Stefan Mehl

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Stefan Mehl

**Position/Unternehmen:** Geschäftsführer BONAVIS Treuhand GmbH

**Datum:** 29. August 2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 1 (wegen hoher Mittelabflüsse und Abwertungsbedarf)
- Geschlossene Immobilienfonds: 4
- Immobilien-ELTIFs: 3 (wobei ich das mangels detaillierter Kenntnis schwer einschätzen kann)

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Geschlossene Immobilienfonds, da hier nicht die Problematik offener Fonds gegeben ist, dass eine kurzfristige Rückgabemöglichkeit sich nicht mit langfristigen Immobilieninvestments verträgt.

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 0 - 2 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 3,5 - 5,5 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** keine Erfahrung oder Einschätzung (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Meines Erachtens zeigt das Beispiel Unilmmo Wohnen ZBI eindringlich, dass die bisherige Risikoeinstufung zu optimistisch war/ist.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  
Liquiditätsproblem (Rückgabe binnen 1-2 Jahren versus Langfristinvestition bei Immobilien; aktuelle Notwendigkeit, die Liquidität für Anteilsrückgaben durch Verkäufe darzustellen – das führt zum Verkauf der liquidiesten / besten Assets und die weniger attraktiven Immobilien verbleiben im Portfolio)
- **Geschlossene Fonds:**  
hohe Kosten durch Anforderungen des KAGB; niedrige Liquidität der langfristigen KG-Beteiligungen; Erfolg von Qualität und Seriosität der KVG abhängig (trotz KAGB z.B. Skandale bei PROJECT, intransparente Strukturen bei Deutsche Finance etc.)
- **ELTIFs (geschlossen):**  
bislang habe ich damit leider keinerlei Erfahrungen – Risiken vermutlich aber vergleichbar mit geschlossenen Fonds
- **ELTIFs (offen):**  
bislang habe ich damit leider keinerlei Erfahrungen – Risiken vermutlich aber vergleichbar mit offenen Fonds

---

## 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Mir liegen bislang leider keinerlei belastbare Informationen zu aktuellen semi-liquiden ELTIF-Strukturen vor, so dass ich hierzu keine fundierte Aussage treffen kann.

---

#### 4. Kostenstruktur und Gebühren

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch

- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch

Mir liegen bislang leider keinerlei Informationen zu Kostenstrukturen von geschlossenen oder offenen ELTIFs vor, so dass ich hierzu keine Aussage treffen kann.

---

## 5. Transparenz und Anlegerschutz

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend (aber sehr stark abhängig von der Transparenz des jeweiligen Anbieters (hohe Bandbreite von hui bis pfui))
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend mangels praktischer Erfahrung kann ich das nicht einschätzen
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend mangels praktischer Erfahrung kann ich das nicht einschätzen

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Vermutlich bieten offene Immobilienfonds nach wie vor den höchsten Anlegerschutz durch ihre breite Diversifikation. Man muss sich allerdings von der weit verbreiteten Illusion lösen, dass diese Produkte risikofrei wären.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Die BaFin prüft Produkte nach einer Vielzahl von rein formalen Kriterien. Wirtschaftliche Aspekte (z.B. die Qualität des Investitionsobjektes, die Strukturen des Beteiligungskonzepts und die Höhe der Kosten auf den unterschiedlichen Ebenen) bleiben hierbei völlig außen vor. Dadurch ist es möglich, Produkte

zu gestalten, die formal „sauber“ alle Aspekte für die BaFin-Prüfung einhalten, aber dem Anleger ein schlechtes Chance-Rendite-Verhältnis bieten.

Eine Reihe von regulierten AIFs, die unter dem KAGB aufgelegt wurden und somit von der BaFin beaufsichtigt sind, haben gezeigt, dass dies keine Gewähr vor herben Verlusten bis hin zum Totalverlust ist (vgl. z.B. Fonds der PROJECT Gruppe, sich abzeichnende künftige Probleme bei Fonds von HEP oder Deutsche Finance o.Ä.).

**5d) Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?**

Kann ich leider nicht einschätzen – vermutlich wegen niedrigerer regulatorischer Anforderungen der CSSF gegenüber denen der BaFin an deutsche KVGs

---

## **6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten**

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Offene Fonds erwerben – zumindest in der Theorie – fortlaufend neue Objekte aus neu eingeworbenen Anlegergeldern. Damit haben sie die Möglichkeit, flexibel beim Einkauf auf Marktveränderungen zu reagieren. In der Praxis allerdings verfügen offene Fonds aktuell über so starke Mittelabflüsse, dass der Erwerb neuer Objekte bis auf weiteres kein Thema sein wird.

---

## **7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen**

**7a) Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?**

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Geschlossene Fonds können aufgrund ihrer langfristigen Ausrichtung volatile Marktphasen besser „aussitzen“ und sind – soweit die Finanzierung moderat gewählt ist und sich hieraus keine Probleme, z.B. aus der Verletzung von Covenants, ergeben. Durch den nur einmal pro Jahr festgestellten NAV werden kurzfristige Preisveränderungen nicht so sichtbar.

**7c)** Der Fall "UnilImmobilien Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Das dürfte ein Fall mit extremerer Ausprägung sein, der aber symptomatisch für die grundsätzliche Problematik ist, dass offene Immobilienfonds, die in sehr langfristige Immobilieninvestitionen mit hohen Erwerbsnebenkosten investieren, sich grundsätzlich nicht für eine kürzerfristige Verfügbarkeit von Liquidität (mit gerade mal einem Jahr Vorlaufzeit) eignen.

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Verunsicherung durch die geopolitischen Unsicherheiten führen über konjunktuell dämpfende Effekte, gestiegene Zinsen, gestiegene Rohstoffpreise, erhöhtes Ausfallrisiko bei Mietern, gesunkenes Geschäftsklima u.v.m. zu einem erhöhten Gesamtrisiko bei Immobilieninvestments, die im Umkehrschluss die Preise (zumindest bei Gewerbeimmobilien) sinken lassen.

## 8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

Nach aktueller Berichterstattung werden ELTIFs vertriebsseitig nach wie vor nur begrenzt angenommen.

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Für mich ist im Hinblick auf den Kundennutzen und das Chance-Risiko-Profil kein nennenswerter Unterschied / Vorteil von ELTIFs gegenüber geschlossenen Fonds erkennbar. Aktuell nehme ich das neue Vehikel eher als „Modeerscheinung“ wahr. Vielleicht werde ich in ein paar Jahren aber auch eines Besseren belehrt.

---

## **9. Empfehlungen und Ausblick**

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** für keine der vier Investmentformen
- **Ausgewogener Anleger:** offene ELTIFs
- **Risikobereiter Anleger:** geschlossene Fonds und ELTIFs

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Aktuell ist das Absatzvolumen bei geschlossenen Fonds auf ein sehr niedriges Niveau zurückgegangen und selbst die in den letzten Jahren sehr vertriebsstarken Emissionshäuser kämpfen mit Absatzproblemen. Das liegt sicherlich u.a. an dem schwieriger gewordenen Marktumfeld (schwierigerer Immobilienmarkt, hohe Ausgaben für ESG-Anforderungen in den kommenden Jahren etc.), aber auch an der Tatsache, dass es heute wieder ein Zinsniveau von zwischen 2 und 3 % für risikolose Kapitalanlagen gibt. Das Absatzvolumen der letzten rund fünf Jahre war auch der Tatsache geschuldet, dass es für Anleihen und Festgelder keine oder sogar Negativ-Zinsen gab.

## 2.5 Experteninterview – Anonym

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** X

**Position/Unternehmen:** Vorstand/Handelshaus für geschlossene AIF

**Datum:** 29.08.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 1
- Geschlossene Immobilienfonds: 5
- Immobilien-ELTIFs: 1

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Wir arbeiten ausschließlich mit Vertriebspartnern -> geschlossene AIF

---

### **2. Rendite und Risikoprofil**

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 2-3 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 5-7 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 2-3 % p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim UnilImmobilien ZBI noch gerechtfertigt?

Nein.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Liquidität
  - **Geschlossene Fonds:** Marktverwerfungen
  - **ELTIFs (geschlossen):** ?
  - **ELTIFs (offen):** Liquidität
- 

### 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Kann ich nicht beurteilen.

---

#### **4. Kostenstruktur und Gebühren**

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch

---

#### **5. Transparenz und Anlegerschutz**

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend

- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-genügend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Geschlossene AIF, weil sie eine illiquide Assetklasse in der passenden Form für Privatanleger verfügbar macht.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Sie wird häufig überbewertet. Dies ist aber nicht die Verantwortung der BaFin.

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Einfachere Gestattung

---

## **6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten**

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Geschlossene Angebote, weil sie nur im Moment der Platzierung in eine meist klar definierte Immobilie investieren.

---

## **7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen**

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Geschlossene Produkte sind grundsätzlich risikostabiler.

**7c)** Der Fall "Unilmmo Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Symptomatisch, mit einigen spezifischen Besonderheiten

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Tendenziell negativ

---

## **8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick**

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Offene Fonds ggf. ja

---

## **9. Empfehlungen und Ausblick**

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** -
- **Ausgewogener Anleger:** Geschlossene AIF
- **Risikobereiter Anleger:** Geschlossene AIF

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Seitwärtsbewegung -> Tendenziell steigend

## 2.6 Experteninterview – Kubilay Sarili

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Kubilay Sarili

**Position/Unternehmen:** Vertriebsdirektor / PATRIZIA SE

**Datum:** 03.09.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 1
- Geschlossene Immobilienfonds: 2
- Immobilien-ELTIFs: 3

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Von den drei genannten Fondsarten würde ich den ELTIF empfehlen. Jedoch im Augenblick nicht mit dem Inhalt „Immobilie“, hier gibt es durchaus bessere Lösungen. Der offene Infrastruktur ELTIF von uns hätte bei der Frage 1b die Bewertung 5 erhalten.

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 2,5 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 4 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 5-6% p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Die RK ist sehr Inhaltsabhängig und pauschal nicht zu beantworten. Die RK 1 bzw. 2 finde ich dennoch bei offenen Immobilienfonds schwierig.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Zinsänderungsrisiken
  - **Geschlossene Fonds:** Zinsänderungsrisiken
  - **ELTIFs (geschlossen):** Zinsänderungsrisiken
  - **ELTIFs (offen):** Zinsänderungsrisiken
- 

## 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Die Novelle 2.0, die am 10.01.2024 verabschiedet wurde, hat viele Einschränkungen i.S. ELTIF gelöst. Vertrieblich und auch Liquiditätstechnisch ist das Vehikel sehr gut ausgestattet.

---

#### **4. Kostenstruktur und Gebühren**

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- 

#### **5. Transparenz und Anlegerschutz**

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-  
genügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  
 Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangel-  
haft  Ungenügend
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-  
genügend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Offene Fonds und offene ELTIF bieten den besten Anlegerschutz. Geschlossene Vehikel sind deutlich weniger flexibel und damit risikoreicher für Privatanleger.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Träge und verkomplizierend

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Die CSSF hat mehr Erfahrung mit dem internationalen Geschäft und kann dadurch schneller entscheiden. Rückfragen werden durch eigene Expertise erspart, wodurch die Zusammenarbeit besser funktioniert. Im internationalen Vertrieb ist die CSSF eine angesehene Instanz.

---

## **6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten**

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Fonds die im Grundsatz während der Laufzeit Ankäufe und Verkäufe tätigen können.

---

## **7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen**

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

ELTIFs investieren in nicht börsengelistete Unternehmen oder Immobilien. Dadurch ist eine geringe Marktkorrelation vorhanden, was einen positiven Effekt auf die Volatilität des Gesamtportfolios mit sich bringt.

**7c)** Der Fall "Unilmmo Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Die Zinsveränderung ist ein Marktrisiko, welche auch in anderen Anlageklassen wiedergefunden werden kann. Entwicklungen in einzelnen Fonds sind immer Einzelfall abhängig.

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Investoren suchen vermehrt nach einem sicheren Hafen in Europa. Währungsrisiken in USD sollen minimiert und Geopolitische Risiken in Europa vermieden werden.

## 8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

Die technische Abwicklung ist noch nicht flächendeckend realisierbar. Die größte Schwierigkeit ist aber die Aufklärung der Vertriebe. Der ELTIF ist eine MIFID

Konforme Verpackung, man sollte mehr über den Inhalt sprechen als über den Mantel.

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Nein

---

## **9. Empfehlungen und Ausblick**

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** Diversifizierung
- **Ausgewogener Anleger:** Diversifizierung
- **Risikobereiter Anleger:** Diversifizierung

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Absatz: stagnierend

Bewertung: stabil

## 2.7 Experteninterview – Ralph Heller

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Ralph Heller

**Position/Unternehmen:** Geschäftsführender Gesellschafter HW HanselInvest GmbH

**Datum:** 07.09.2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 4
- Geschlossene Immobilienfonds: 4
- Immobilien-ELTIFs: 4

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Kaum Privatkundengeschäft-Empfehlung erfolgt kundenbezogen

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

2a) Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 3 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 5 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 4 % p.a. (Schätzung)

2b) Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Leider erfolgt die SRI-Einstufung nicht praxisgerecht. Offene Immobilienfonds sehe ich eher in 3, geschlossene AIF abhängig vom Investment in 3-6.

2c) Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Liquidität
  - **Geschlossene Fonds:** abhängig vom Investment - ggf. Klumpenrisiko
  - **ELTIFs (geschlossen):** sehe hier aktuell weder Produkt noch Vorteil der Struktur ggü. geschlossenen AIF
  - **ELTIFs (offen):** Liquidität
- 

## 3. Liquidität

3a) Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Bislang keine größeren Probleme bekannt, der Markt ist aber auch erst im Aufbau.

---

#### **4. Kostenstruktur und Gebühren**

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- 

#### **5. Transparenz und Anlegerschutz**

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-  
genügend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  
 Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  
 Ungenügend
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Un-  
genügend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Geschlossene AIF, da durch die geschlossene Struktur Panikverkäufe in schlechten Marktphasen vermieden werden.

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Die Rolle der BaFin ist mir in allen Strukturen zu passiv.

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Schlankere, schnellere Genehmigungsstrukturen

---

## 6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Geschlossene AIF: Konzepte berücksichtigen bei Auflage den jeweils vorherrschenden Markt. Keine „Altlasten“.

---

## 7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen

**7a)** Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
  - **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
  - **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- Da Auflage meist erst nach der Zinswende

**7b)** Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Ggü. Aktien deutlich stabiler

**7c)** Der Fall "UnilImmo Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Einzelfall, ausgelöst durch schlechtes Management.

**7d)** Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Im Vergleich zum Aktienmarkt eher gering.

---

## **8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick**

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

Liquiditätsthema: Semi-liquide Hülle – illiquide Assets

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Nein, ergänzen.

---

## 9. Empfehlungen und Ausblick

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** Offene Immobilienfonds / ELTIF
- **Ausgewogener Anleger:** geschlossene AIF / ELTIF
- **Risikobereiter Anleger:** geschlossene AIF / ELTIF

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Bis einschließlich 2027 marktbedingt schwierig, danach leichte Erholung/Normalisierung

## 2.8 Experteninterview – Paschalis Christodoulidis

### **Einführung und Hintergrund**

**Interviewpartner:** Paschalis Christodoulidis

**Position/Unternehmen:** Prokurist/DeWert Deutsche Wertinvestment GmbH

**Datum:** 08. September 2025

**Dauer:** ca. 30 Minuten

#### **Kurze Einführung:**

Diese Befragung ist Teil einer wissenschaftlichen Bachelorarbeit, die die Chancen und Risiken verschiedener Immobilienfondsarten für Privatanleger untersucht. Dabei stehen offene Immobilienfonds, geschlossene Immobilienfonds und ELTIFs im Fokus, insbesondere vor dem Hintergrund aktueller Marktentwicklungen und der ELTIF 2.0 Reform.

---

### **1. Allgemeine Einschätzung und Marktüberblick**

**1a)** Mit welchen Immobilienfondsarten arbeiten Sie in Ihrer beruflichen Praxis hauptsächlich?

Offene Immobilienfonds  Geschlossene Immobilienfonds  ELTIFs

**1b)** Wie bewerten Sie die aktuelle Attraktivität der drei Fondsarten für Privatanleger auf einer Skala von 1-5 (1=sehr unattraktiv, 5=sehr attraktiv)?

- Offene Immobilienfonds: 3
- Geschlossene Immobilienfonds: 4
- Immobilien-ELTIFs: 3

**1c)** Welche Fondsart empfehlen Sie Privatanlegern aktuell am ehesten und warum?

Wir empfehlen Investments in geschlossene Publikums-AIF mit bereits festgelegten Zielinvestments. Die Anleger profitieren von hoher Transparenz, da sie die Investments vor der Zeichnung kennen. Außerdem ist der Fonds so von Anfang an voll investiert und kann mit dem gesamten Kapital Rendite erzielen.

---

## 2. Rendite und Risikoprofil

**2a)** Wie schätzen Sie die Renditeerwartungen für die nächsten 3-5 Jahre ein?

- **Offene Immobilienfonds:** 2-3 % p.a. (Schätzung)
- **Geschlossene Immobilienfonds:** 4-5 % p.a. (Schätzung)
- **Immobilien-ELTIFs:** 3-4 % p.a. (Schätzung)

**2b)** Sind die aktuellen Risikoeinstufungen der Fondsarten (insbesondere bei offenen Immobilienfonds) nach den jüngsten Krisen wie beim Unilmmo Wohnen ZBI noch gerechtfertigt?

Da wir keine offenen Publikums-AIF bei uns im Management haben, können wir hierzu keine erfahrungsbasierte Stellungnahme abgeben.

**2c)** Welche spezifischen Risiken sehen Sie bei jeder Fondsart als besonders kritisch für Privatanleger?

- **Offene Fonds:** Rücknahme-/ Liquiditäts mismatch; Bewertungsverzögerungen; mögliche Rücknahmeaussetzungen; Verkaufsdruck in Stressphasen
- **Geschlossene Fonds:** Konzentrations-/Einzelobjektrisiko; Exit- und Refinanzierungsrisiken (Zins/Banken); ggf. Blind-Pool-Anteil; eingeschränkte Handelbarkeit
- **ELTIFs (geschlossen):** Wie geschlossene AIF plus höhere Regulatorik-Komplexität; bei Retail-ELTIF strenge Diversifikationsgrenzen erschweren Portfoliomanagement
- **ELTIFs (offen):** Bewertungs- und Abwicklungsrisiko bei Rücknahmefesten; komplexe Kosten-/Prozesse

---

## 3. Liquidität

**3a)** Wie bewerten Sie die Liquiditätssituation der verschiedenen Fondsarten aktuell aus Sicht der KVG?

- **Offene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch
- **Geschlossene Immobilienfonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

- **Immobilien-ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  
 Problematisch  Kritisch
- **Immobilien-ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Problematisch  Kritisch

**3b)** Wie hoch schätzen Sie das Risiko plötzlicher Anteilsabwertungen oder Liquiditätsengpässe in den nächsten 2 Jahren ein?

- **Offene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering
- **ELTIFs (offen):**  Sehr hoch  Hoch  Mittel  Gering  Sehr gering

**3c)** Haben die semi-liquiden ELTIF-Strukturen seit der Reform 2024 die Liquiditätsprobleme gelöst?

Hierzu haben wir uns noch kein abschließendes Urteil gebildet.

---

#### **4. Kostenstruktur und Gebühren**

Wie bewerten Sie die Kostenstrukturen der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **Geschlossene Fonds:**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
  - **ELTIFs (offen):**  Sehr fair  Fair  Angemessen  Zu hoch  Deutlich zu hoch
- 

#### **5. Transparenz und Anlegerschutz**

**5a)** Wie bewerten Sie die Transparenz der verschiedenen Fondsarten für Privatanleger?

- **Offene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Unzureichend
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Ungenügend
- **ELTIFs (offen):**  Sehr gut  Gut  Befriedigend  Mangelhaft  Unzureichend

**5b)** Welche Fondsart bietet den besten Anlegerschutz und warum?

Für illiquide Anlagen: geschlossene Publikums-AIF / geschlossene ELTIFs – kein Rücknahmedruck, klare Laufzeit/Exit

Für Anleger mit Liquiditätspräferenz: offene Fonds (enge Regulierung, häufige Reportings), jedoch Rücknahmerisiko in Stressphasen

**5c)** Wie bewerten Sie die Rolle der BaFin bei der Aufsicht über die verschiedenen Fondsarten?

Klare und strenge Aufsicht über Produkt, Vertrieb und KVG (KAGB/AIFMD); Fokus auf Liquiditäts- und Bewertungsprozesse. Aus Emittenten-Sicht: stabilisierend, aber prozessintensiv.

**5d)** Warum werden die meisten ELTIFs über die CSSF Luxemburg registriert?

Wir vermuten wegen etablierter ELTIF-/Part-II/RAIF-Praxis und großer Service-Provider-Dichte.

---

## **6. Diversifikation, Standortwahl und Immobilienarten**

Welche Fondsart reagiert am flexibelsten auf Marktveränderungen in der Immobilienauswahl?

Geschlossene AIF und geschlossene ELTIFs haben den größten Spielraum bei Asset-Größe, Timing und Positionierung; offene Fonds sind restriktiver durch Liquidität/Diversifikation.

---

## 7. Auswirkungen der Marktvolatilität und aktuelle Entwicklungen

7a) Wie stark wirkt sich die aktuelle Zinswende auf die verschiedenen Fondsarten aus?

- **Offene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **Geschlossene Fonds:**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (geschlossen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht
- **ELTIFs (offen):**  Sehr stark  Stark  Mäßig  Gering  Gar nicht

7b) Wie bewerten Sie die Widerstandsfähigkeit der verschiedenen Fondsarten gegenüber Marktvolatilität?

Am robustesten: geschlossene AIF/geschlossene ELTIF (kein Rücknahmedruck, planbarer Exit)

Anfälliger: offene Strukturen (Rückgabe, Forced-Sales-Risiko)

7c) Der Fall "UnilImmobilien Wohnen ZBI" hat für Aufsehen gesorgt. Ist dies ein Einzelfall oder symptomatisch für strukturelle Probleme?

Tendenziell zeigt der Fall, wo es bei offenen Strukturen anspruchsvoll wird (Bewertung, Rückgaben, Liquidität). Von einem grundsätzlichen Systemproblem würden wir nicht sprechen.

7d) Wie wirken sich aktuelle geopolitische Unsicherheiten auf Immobilieninvestments aus?

Steigende Risikoaufschläge, teurere Finanzierung, Fokus auf Core-Lagen, resiliente Nutzung (versorgungsorientierte Handelsimmobilien, Logistik, Datacenter, Wohnungen).

---

## 8. ELTIF-Reform 2024 und Zukunftsausblick

**8a)** Wie bewerten Sie die Auswirkungen der ELTIF 2.0 Reform auf den Immobilienfondsmarkt?

Sehr positiv  Positiv  Neutral  Negativ  Sehr negativ

**8b)** Welche Probleme bestehen trotz der Reform weiterhin?

Bei offenen ELTIFs bleibt das Grundproblem: kurzfristige Rückgaben vs. Langfristige Immobilien – das passt nur bedingt zusammen. Dazu kommen recht hohe Kosten und Komplexität. Außerdem bremsen nationale Steuer- und Vertriebsregeln sowie enge Vorgaben zur Streuung im Retail-Bereich.

**8c)** Werden ELTIFs klassische Immobilienfonds in den nächsten 5-10 Jahren teilweise ersetzen?

Teilweise, in Nischen. ELTIFs ergänzen klassische Vehikel, ersetzen diese aber nicht.

---

## 9. Empfehlungen und Ausblick

**9a)** Für welchen Anlegertyp ist welche Fondsart am besten geeignet?

- **Konservativer Anleger:** Offene Immobilienfonds und geschlossene Core-Publikums-AIF mit geringem Leverage
- **Ausgewogener Anleger:** Geschlossene Publikums-AIF bzw. geschlossene ELTIFs.
- **Risikobereiter Anleger:** Geschlossene AIF/ELTIFs mit aktivem Asset Management (Repositionierung/Projektentwicklung) und höherem Leverage

**9b)** Wie sehen Sie die Entwicklung des Immobilienfondsmarktes in den nächsten 5 Jahren?

Selektive Erholung bei stabilisierten Zinsen; stärkere Qualitäts-/Managerselktion; weiter steigende Retail-Nachfrage für resiliente Assets; fortschreitende Konsolidierung bei Kapitalverwaltungsgesellschaften und Initiatoren.