

## Offene Immobilienfonds als Anlageklasse

Autor:

Dr. Stefan Mitropoulos  
Telefon: 0 69/91 32-46 19  
research@helaba.de

Redaktion:

Dr. Gertrud R. Traud

Herausgeber:

Dr. Gertrud R. Traud  
Chefvolkswirt/Leitung Research  
Landesbank Hessen-Thüringen  
MAIN TOWER  
Neue Mainzer Str. 52-58  
60311 Frankfurt am Main  
Telefon: 0 69/91 32-20 24  
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Immobilien sind ein wichtiger Baustein in einem diversifizierten Portfolio
- Aufgrund geringer Mindestanlage und hoher Diversifikation sind offene Immobilienfonds geeignet zur Abdeckung der Immobilienquote bei vielen privaten Anlegern
- Dies gilt trotz hoher Verluste bei einzelnen Fonds und mehrerer Fondsschließungen, da inzwischen wichtige Lehren aus der Krise gezogen wurden
- Auf mittlere Frist ist mit einer Wertentwicklung um durchschnittlich 3 % p.a. zu rechnen, die hinter dem langfristigen Ergebnis zurückbleibt

### 1 Gute Gründe für Immobilien im Portfolio

Immobilien bilden neben Aktien und Anleihen einen wichtigen Bestandteil einer ausgewogenen Vermögensstruktur nicht nur für institutionelle Investoren, sondern auch für Privatanleger. Sie weisen eine Reihe von Eigenschaften auf, die sie von anderen Anlageklassen unterscheiden und damit zu einem wichtigen Baustein in einem diversifizierten Portfolio machen. Wesentliche Charakteristika dieser Anlageklasse sind eine lange Lebensdauer, die Standortgebundenheit und die hohe Individualität der Investitionsobjekte. Die Eigenschaften von Immobilieninvestments führen langfristig zumeist zu einem niedrigen Gleichlauf (Korrelation) mit anderen Assetklassen wie Aktien oder Anleihen.

Typisch für viele Immobilienanlagen ist die große Bedeutung der relativ stabilen Einkommensströme aus den Mieteinnahmen der Immobilienobjekte. Auch die lange Lebensdauer und die recht hohe Wertbeständigkeit von Immobilien werden häufig als Gründe angeführt, dass Immobilien eine „sichere“ Vermögensanlage seien. Wie jedoch gerade die Erfahrungen der jüngsten Finanz- und Wirtschaftskrise in den Immobilienmärkten in vielen Ländern zeigen, unterliegen aber auch diese Sachwerte teils erheblichen Preisschwankungen. Auch hier sind daher Preisübertreibungen und darauf folgende Korrekturen nicht auszuschließen. Dies erfordert innerhalb der Assetklasse Immobilien eine Anlagestrategie, die möglichst breit über unterschiedliche Standorte, Regionen und Nutzungsarten streut.

Schließlich gelten Immobilien traditionell als sinnvolles Investment zur Absicherung gegen hohe Inflation. Dies ist gerade vor dem Hintergrund der derzeit als Folge von Finanz- und Euroschuldenkrise weit verbreiteten Inflationsängste in der deutschen Bevölkerung von großer Bedeutung. Zahlreiche Untersuchungen haben nachgewiesen, dass in der Vergangenheit Immobilien zumindest im Vergleich zu anderen Assetklassen und unter bestimmten Bedingungen eine gewisse Absicherung gegen hohe Inflation bieten konnten.

### 2 Warum offene Immobilienfonds?

Innerhalb der Assetklasse Immobilien gibt es ganz unterschiedliche Anlageformen, die sich jedoch nicht in gleichem Maße für Privatanleger eignen. Grundsätzlich lassen sich direkte und indirekte Immobilienanlagen unterscheiden, wobei offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktien die wichtigsten Formen der indirekten Immobilienanlage sind.

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Hohe Anlagesumme und  
geringe Diversifikation  
bei Direktanlagen...

Direkte Immobilienanlagen erfordern üblicherweise hohe Investitionsvolumina, so dass sie sich nicht für die Beimischung im Portfolio der meisten privaten Anleger eignen. Am Wohnungsmarkt liegt die Mindestanlage in der Regel beim Kaufpreis einer Wohnung, am gewerblichen Immobilienmarkt sind die Anlagesummen noch viel höher. Angesichts einer Wohneigentumsquote in Deutschland von derzeit etwa 46 % verfügen zwar viele private Haushalte in Deutschland über direkten Immobilienbesitz. Dieses meist selbst genutzte Wohneigentum wird aber üblicherweise nicht zum investierbaren Vermögen gezählt, das einem aktiven Portfoliomanagement zugänglich ist. Auch handelt es sich bei der Direktanlage um eine Investition in ein einzelnes Immobilienobjekt, bei dem keine Risikostreuung stattfindet.

... und geschlossenen  
Immobilienfonds

Auch geschlossene Immobilienfonds kommen bei einer Mindestanlage von 10.000 Euro und mehr für viele Privatanleger kaum in Frage. Sie werden in der Regel als Personengesellschaft gegründet für den Erwerb oder zur Entwicklung einer oder weniger Immobilien für einen Zeitraum von meist mehr als 10 Jahren. Hat der Initiator bei Anlegern das erforderliche Eigenkapital eingesammelt, wird der Fonds geschlossen. Geschlossene Immobilienfonds weisen wie Direktanlagen keine oder nur eine sehr geringe Risikostreuung auf. Ein vorzeitiger Verkauf von Anteilen an geschlossenen Immobilienfonds ist für den Anleger oft nur schwer möglich, so dass es sich wie bei direkt gehaltenen Immobilien um eine weitgehend illiquide Vermögensanlage handelt.

Immobilienaktien: mehr  
Aktie als Immobilie

Börsennotierte Immobilienaktien bzw. -fonds sind die liquideste Form der Immobilienanlage, da sie sich jederzeit zum Marktwert verkaufen lassen. Dabei handelt es sich um Aktiengesellschaften, die in ein Immobilienportfolio investieren oder in der Immobilienentwicklung tätig sind. Die Mindestanlage besteht im Kurswert der einzelnen Aktie. Die Wertentwicklung von Immobilienaktien reagiert nicht allein auf die zugrunde liegenden Immobilienmärkte. Vielmehr unterliegt sie auch den allgemeinen Bestimmungsfaktoren des Aktienmarktes und weist wie diese eine hohe Volatilität auf. Aufgrund der aktienähnlichen Eigenschaften halten wir diese Anlage als wenig geeignet, um den Immobilienanteil im Portfolio privater Anleger abzudecken.

Offene Immobilienfonds  
für Privatanleger  
geeignet

Offene Immobilienfonds weisen im Vergleich zu geschlossenen Fonds deutlich größere Portfolios mit einer viel höheren Zahl an Einzelobjekten und damit eine breite Diversifikation nach Standorten oder Nutzungsarten auf. Auf Basis der Bewertung der Fondsobjekte durch unabhängige Sachverständige findet in der Regel eine tägliche Preisfeststellung der Anteilsscheine statt. Die Schwankungsanfälligkeit ist gering. Bei Anteilsscheinen zu etwa 40 bis 100 Euro ist die Mindestanlagesumme bei offenen Immobilienfonds niedrig. Dies qualifiziert offene Immobilienfonds als grundsätzlich geeignetes Anlagevehikel, um den Immobilienanteil in einem Portfolio von Privatanlegern abzudecken. Allerdings kann diese Aussage nach den jüngsten Erfahrungen mit dieser Anlageklasse (siehe nächstes Kapitel) nicht für alle Anlegertypen uneingeschränkt aufrecht erhalten werden. Angesichts einer Reihe offener Immobilienfonds, bei denen die Anteilsrücknahme über Jahre ausgesetzt wurde und mehreren Fällen mit hohen Abschreibungen auf die Immobilienportfolios, die zu erheblichen Verlusten für die Anleger geführt haben, sehen wir offene Immobilienfonds nicht mehr als geeignet für private Anleger mit höchsten Anforderungen an Sicherheit und Liquidität.

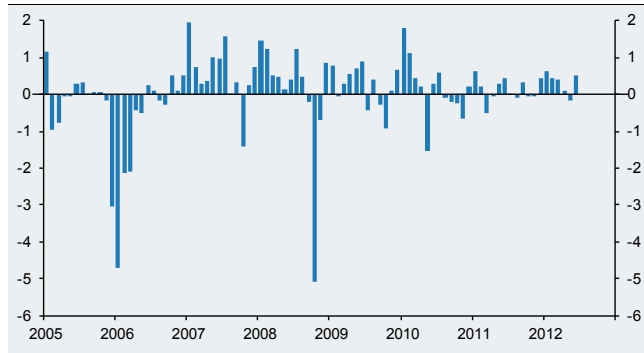
### 3 Zur Problematik offener Immobilienfonds

Nachdem bei offenen Immobilienfonds jahrzehntelang die tägliche Rückgabe der Anteilsscheine möglich war, mussten 2008 mehrere offene Immobilienfonds sowie in diese investierende Dachfonds die Anteilsrücknahme aussetzen. Diese Maßnahme wurde aufgrund hoher Mittelabflüsse im Zuge der sich zuspitzenden globalen Finanzkrise erforderlich. Schon 2005/2006 war es bei einzelnen Fonds in der Erwartung größerer Abwertungen zu erheblichen Mittelabflüssen gekommen, die eine – allerdings nur vorübergehende – Schließung zur Folge hatten. Im Jahr 2008 war es zunächst nicht die Befürchtung einer schlechten Performance, die zu Schließung von Fonds führte. Vielmehr sahen sich durch die Finanzkrise vor allem institutionelle Investoren gezwungen, Liquidität

zu beschaffen. Die extreme Marktsituation erschwerte den Verkauf anderer Investments oder lies diesen nur zu schlechten Konditionen zu. Dies sorgte für umfangreiche Verkaufswünsche auch bei offenen Immobilienfonds.

### Zuletzt wieder Mittelzuflüsse bei offenen Immobilienfonds

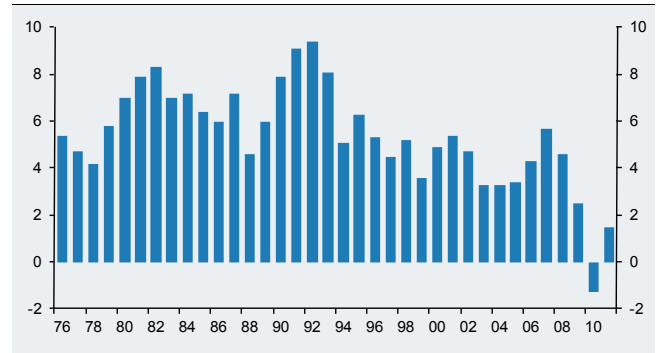
Monatliches Netto-Mittelaufkommen in Mrd. Euro



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

### Jahresperformance offener Immobilienfonds 2010 negativ

% gg. Vj.



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nach der Schließung der ersten offenen Immobilienfonds 2008 verschlechterte sich die Lage weiter. Vor allem Fonds, die in den Boomjahren vor der Finanzkrise zahlreiche Immobilien zu hohen Preisen eingekauft hatten, mussten in Folge der anhaltenden Finanz- und Wirtschaftskrise die Immobilienwerte in ihren Portfolios merklich abwerten. Bei einzelnen Fonds führte dies zu weiteren kräftigen Mittelabflüssen, zu teils prozentual zweistelligen Rückgängen der Anteilswerte und letztlich zur Schließung. Die vom Investmentverband BVI für die offenen Immobilienfonds seiner Mitgliedsunternehmen gemeldete (nicht kapitalgewichtete) durchschnittliche Jahresperformance wies dadurch 2010 erstmals einen negativen Wert auf (-1,3 %).

24 Mrd. Euro eingefroren, mehrere Fonds in Auflösung

Bei einer Reihe von Publikumsfonds hat sich die Liquiditätssituation zwei Jahre nach Beginn der Aussetzung der Anteilsrücknahme nicht verbessert, so dass die in diesem Fall gesetzlich vorgeschriebene Auflösung eingeleitet wurde. Zuletzt wurde im Mai 2012 die Auflösung von zwei größeren offenen Immobilienfonds beschlossen, deren Liquidität auch nach dem Verkauf eines Teils des Immobilienbestandes nicht ausreichte, um die zahlreichen Rückgabewünsche zu bedienen. Nach Angaben des BVI waren Ende Juni 2012 in Deutschland insgesamt 83 Mrd. Euro in offene Immobilienfonds investiert, von denen mehr als 23 Mrd. auf Fonds in Abwicklung entfielen. Bei drei weiteren Fonds mit einem Volumen von gut 1 Mrd. Euro steht die Entscheidung über eine Fortführung oder Auflösung noch aus.

Konsolidierung der Fondslandschaft

Die Probleme dieser Fonds dürfen allerdings nicht auf alle Produkte der Anlageklasse übertragen werden. Von hohen Mittelabflüssen waren vor allem Anlageprodukte betroffen, die einen hohen Anteil institutioneller Anleger aufwiesen und bei der Liquiditätssteuerung nicht auf einen leistungsstarken Vertrieb zurückgreifen konnten. Anders stellt sich die Lage bei führenden Anbietern dar, deren offene Immobilienfonds stärker auf das Geschäft mit Privatanlegern ausgerichtet sind und sich auf einen funktionsfähigen Bankvertrieb stützen können. Hier kam es im ersten Halbjahr 2012 zu Netto-Mittelzuflüssen in Höhe von fast 2 Mrd. Euro. Die 12-Monats-Performance dieser Publikumsfonds schwankte zuletzt zwischen 1,8 % und 3,6 %.<sup>1</sup> Die jüngste Entwicklung der Mittelzuflüsse deutet darauf hin, dass diese offenen Immobilienfonds als Gewinner aus dem gegenwärtigen Konsolidierungsprozess hervorgehen.

<sup>1</sup> Wertentwicklung per 30.6.2012 laut Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) für offene Immobilienfonds der Anbieter Deka Immobilien, WestInvest Gesellschaft für Immobilienfonds, Commerz Real Investmentgesellschaft, RREEF Investment sowie Union Investment Real Estate.

## 4 Lehren aus der Krise

### Gesetzliche Neuregelung

Auf die Probleme der offenen Immobilienfonds hat der Gesetzgeber reagiert. Durch das „Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz“<sup>2</sup> wurden wichtige Bestimmungen im Investmentgesetz geändert. Ziel der Neuregelung ist es insbesondere, die grundsätzliche Konstruktionsschwäche offener Immobilienfonds – nämlich den Widerspruch zwischen täglicher Rückgabemöglichkeit und langfristiger Anlageform, die kurzfristig nicht liquidierbar ist – abzumildern.

Um die Liquiditätssteuerung der offenen Immobilienfonds zu erleichtern, wurden vor allem die Rückgabemodalitäten neu geregelt. Für bereits investierte Anleger gilt künftig eine einjährige Kündigungsfrist, für Neuanleger eine Mindesthaltedauer von zwei Jahren. Allerdings ist als wichtige Ausnahme vorgesehen, dass Anleger bis zu 30.000 Euro pro Kalenderhalbjahr aus einem Fonds abziehen können. Diese Fristen gelten ab 2013, eine Umsetzung durch die Fonds ist bereits 2012 möglich. Darüber hinaus wird der Anteil der Fremdkapitalfinanzierung ab 2014 auf maximal 30 % (bislang: 50 %) begrenzt. Auch wurde die Möglichkeit der Aussetzung der Anteilsrücknahme von bisher 24 auf nun 30 Monate verlängert.

Mit den neu eingeführten Mindesthalte- und Kündigungsfristen wird das Anlagevehikel künftig wenig attraktiv für institutionelle Anleger sein, die in der Vergangenheit teilweise die offenen Immobilienfonds zum „Parken“ großer Geldbeträge genutzt hatten. Die Neuregelung stärkt die offenen Immobilienfonds als langfristig orientierte Immobilienanlage für private Anleger. Trotz der verbesserten Möglichkeiten der Liquiditätssteuerung kann jedoch bei künftigen Marktverwerfungen nicht ausgeschlossen werden, dass einzelne offene Immobilienfonds die Anteilsrücknahme über einen längeren Zeitraum aussetzen müssen oder sogar abgewickelt werden.

### Umsetzung der AIFM-Richtlinie

Für eine Überraschung sorgte das Bundesfinanzministerium im Juli 2012 mit der Vorlage eines ersten Gesetzentwurfes zu Umsetzung der EU-Richtlinie für Verwalter alternativer Investmentfonds (AIFM). Diese Richtlinie muss bis Juli 2013 in nationales Recht umgesetzt werden. Im Entwurf ist vorgesehen, dass Immobilienfonds künftig nur noch in Form von geschlossenen Fonds aufgelegt werden können. Allerdings sollen die bestehenden offenen Immobilienfonds Bestandschutz erhalten, so dass diese für die Vermögensanlage privaten Anlegern weiterhin zur Verfügung stehen werden. Auch zeigt die Erfahrung, dass es im Laufe des gerade begonnenen Gesetzgebungsverfahrens noch zu substantziellen inhaltlichen Änderungen kommen kann.

## 5 Renditeerwartung bei offenen Immobilienfonds

### Attraktives Rendite- Risiko-Profil

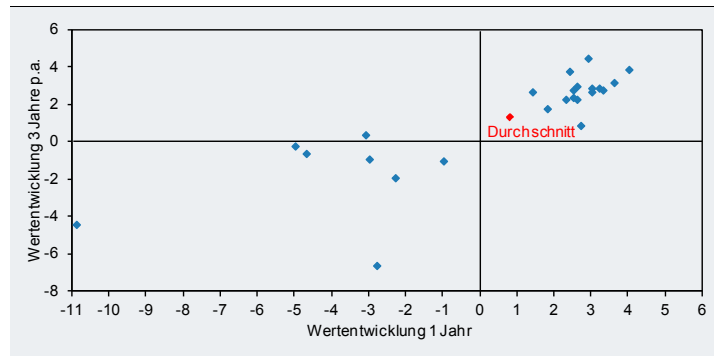
Ihren Ruf als Vermögensanlage mit recht niedriger Rendite bei geringem Risiko – gemessen an der Schwankungsanfälligkeit – konnten die offenen Immobilienfonds jahrzehntelang verteidigen. In den letzten Jahren kam es aber erstmals seit der Auflegung des ersten offenen Immobilienfonds Ende der 50er Jahre bei einer ganzen Reihe von Fonds zu teils erheblichen Wertverlusten. In der langjährigen Betrachtung erzielten offene Immobilienfonds aber immer noch eine solide Rendite: Der 10-Jahres-Durchschnitt nach BVI liegt aktuell trotz der zuletzt schwachen Performance bei 3,5 %, der 20-Jahres-Durchschnitt bei 4,5 %.

Damit erreichen offene Immobilienfonds auf lange Sicht eine Performance deutlich unter der von Aktien und Staatsanleihen (zum Vergleich: 20-Jahres-Rendite DAX 7 % p.a., deutsche Staatsanleihen 6,4 % p.a.) – allerdings bei einer viel geringeren Volatilität. Diese Einordnung der Assetklasse ist allerdings mit **zwei wichtigen Einschränkungen** zu versehen:

<sup>2</sup> Gesetz zur Stärkung des Anlegerschutzes und Verbesserung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts (Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz – AnlSVG) vom 5. April 2011.

Nicht immer positive Wertentwicklung offener Immobilienfonds

Performance 1 Jahr und 3 Jahre p.a. in %, Stand: 30. Juni 2012



Quellen: BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bewertungsbedingt  
niedrige Volatilität

Zum einen dürfte die ausgewiesene Volatilität bei offenen Immobilienfonds aufgrund der besonderen Bewertung erheblich unter der tatsächlichen liegen. Die tägliche Preisbildung der Anteilscheine findet nämlich im Gegensatz zu Aktien und Anleihen nicht durch Angebot und Nachfrage an der Börse statt, sondern ergibt sich durch die mindestens einmal jährliche Bewertung aller Fondsobjekte durch unabhängige Sachverständige. Diese nur sporadische Wertfeststellung der Immobilienobjekte senkt die Volatilität deutlich. Untersuchungen deuten darauf hin, dass die Volatilität ohne diesen Bewertungseffekt eher der von Staatsanleihen entsprechen dürfte.

Bessere Performance  
der „überlebenden“  
Fonds

Zum anderen wird die durchschnittliche Performance der offenen Immobilienfonds, die vom Investmentverband BVI veröffentlicht wird, zuletzt überzeichnet. Danach lag die durchschnittliche Wertentwicklung der offenen Immobilienfonds im vergangenen Jahr bei 1,5 % – eine spürbare Verbesserung gegenüber dem Vorjahr (-1,3 %). Allerdings sind einige zur Abwicklung stehende Immobilienfonds inzwischen aus der Berechnung herausgefallen. Da diese eine meist unterdurchschnittliche Entwicklung ihrer Anteilswerte und teils sogar kräftige Verluste verzeichneten, fallen die Durchschnittswerte ohne deren Berücksichtigung nun besser aus (sog. „survival bias“).

Diversifikation bleibt angesagt

Jährliche Performance nach Anlageklassen, %

2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Immoaktien Eurozone 38,0%	Immoaktien Eurozone 28,5%	Immoaktien Eurozone 50,0%	Aktien Deutschland 22,3%	Anleihen Deutschd. 12,2%	Immoaktien Eurozone 43,1%	Rohstoffe 27,4%	Anleihen Deutschd. 9,8%
Rohstoffe 11,0%	Aktien Deutschland 27,1%	Aktien Deutschland 22,0%	Rohstoffe 20,4%	Anleihen Eurozone 9,2%	Rohstoffe 38,0%	Aktien Deutschland 16,1%	Anleihen Eurozone 3,4%
Anleihen Eurozone 7,6%	Rohstoffe 22,5%	Aktien Eurozone 15,1%	Aktien Eurozone 6,9%	Offene Immoaktien 4,6%	Aktien Deutschland 23,8%	Immoaktien Eurozone 15,5%	Offene Immoaktien 1,5%
Anleihen Deutschd. 7,4%	Aktien Eurozone 21,3%	Rohstoffe 13,5%	Offene Immoaktien 5,7%	Rohstoffe -25,9%	Aktien Eurozone 21,0%	Anleihen Deutschd. 6,3%	Rohstoffe -9,1%
Aktien Deutschland 7,3%	Anleihen Eurozone 5,4%	Offene Immoaktien 4,3%	Anleihen Deutschd. 2,0%	Aktien Deutschland -40,4%	Anleihen Eurozone 4,3%	Anleihen Eurozone 1,1%	Immoaktien Eurozone -14,2%
Aktien Eurozone 7,3%	Anleihen Deutschd. 5,3%	Anleihen Eurozone -0,4%	Anleihen Eurozone 1,9%	Immoaktien Eurozone -43,4%	Offene Immoaktien 2,5%	Offene Immoaktien -1,3%	Aktien Deutschland -14,7%
Offene Immoaktien 3,3%	Offene Immoaktien 3,4%	Anleihen Deutschd. -0,4%	Immoaktien Eurozone -24,2%	Aktien Eurozone -44,3%	Anleihen Deutschd. 1,9%	Aktien Eurozone -5,4%	Aktien Eurozone -17,5%

\* CRB-Rohstoffindex, iBoxx-Anleiheindizes, DAX, EuroSTOXX50 EPRA-Immobilienaktienindex Eurozone, BIV Durchschnittsrendite offener Immobilienfonds

Quellen: Datastream, BVI, Helaba Volkswirtschaft/Research

Renditeerwartung  
um 3 % p.a.

Was können Anleger künftig von offenen Immobilienfonds erwarten? Als Ergebnis des laufenden Konsolidierungsprozesses weisen die aktuell für den Privatanleger verfügbaren Produkte im Durchschnitt eine verbesserte Portfolioqualität auf. Auch haben sich viele Immobilienmärkte, in denen diese Fonds investiert sind, inzwischen von der Finanzkrise erholt oder zumindest stabilisiert. Damit sollte das Ausmaß der Abwertungen von Immobilienwerten in den zugrunde liegenden Portfolios im laufenden Jahr zurückgehen und die Immobilienrendite entsprechend zunehmen. Dagegen dämpft die sehr geringe Verzinsung der liquiden Mittel die Gesamtrendite der Fonds. Auf mittlere Frist rechnen wir daher mit einer durchschnittlichen Wertentwicklung der offenen Immobilienfonds um etwa 3 % p.a., die spürbar hinter dem langfristigen Ergebnis dieser Immobilienanlageform zurückbleibt.

## 6 Immobilien in den „Helaba Sollportfolien“

Immobilien sind ein wichtiger Bestandteil im Portfolio. Dies bestätigt auch die von Jahr zu Jahr wechselnde Rangfolge in der Performance unterschiedlicher Assetklassen (vgl. Übersicht S. 5): Diversifikation bleibt – auch in einer Finanzkrise – ein wichtiger Grundsatz bei der Geldanlage und offene Immobilienfonds können hierzu einen Beitrag im Portfolio leisten.

Immobilienanteil  
in den „Helaba  
Sollportfolien“

Der Immobilienanteil im Portfolio eines Privatanlegers sollte sich je nach Marktentwicklung und Risikobereitschaft in der Regel zwischen 5 % und maximal 15 % bewegen und bevorzugt durch offene Immobilienfonds abgedeckt werden. Nur für vermögende Anleger können – aufgrund der hohen Mindestanlagesumme und eingeschränkter Diversifikationsmöglichkeiten – auch geschlossene Immobilienfonds in Betracht gezogen werden. Aktuell empfehlen wir im Rahmen unserer „Helaba-Sollportfolien“ für die Portfolios 2 bis 4 jeweils einen Immobilienanteil von einem Zehntel und für das Portfolio 1 von 5 %. Aufgrund der jüngsten Erfahrungen, bei denen die Anteilsrücknahme bei einer Reihe offener Immobilienfonds über mehrere Jahre ausgesetzt wurde, empfehlen wir innerhalb des Portfolios 1 für Anleger mit besonders hoher Liquiditätspräferenz, den Immobilienanteil durch Liquidität zu ersetzen.<sup>3</sup> ■

<sup>3</sup> Vgl. dazu „Leitfaden Helaba-Sollportfolien“ vom 21. August 2012.