

Immobilien-Spezialfonds

Offen oder geschlossen? Das ist die große Frage

Die Nachfrage nach Immobilien-Spezialfonds ist nach wie vor hoch. Das ist nichts Neues. Zwischen beiden Varianten gibt es eine Reihe von Gemeinsamkeiten, aber auch einige signifikante Unterschiede. Aber wenn es um Details – beispielsweise bei den Themen Fremdkapital und Diversifikation – geht, ist das Fachwissen über das Thema häufig begrenzt. Die Autorin versucht, in Sachen Fondsvarianten Licht ins Dunkel zu bringen. Bei geschlossenen Vehikeln stehe das Portfolio bei der Entscheidung für einen Fonds häufig bereits vor der Investition fest. Dies sei bei einer Due-Diligence-Prüfung sehr vorteilhaft. Und: Kein beteiligter Investor könne sein Kapital vorzeitig abziehen. Verführte Verkäufe einzelner Assets seien somit ausgeschlossen. **Red.**

Höhenflug und kein Ende in Sicht: Die offenen Immobilien-Spezialfonds haben in den vergangenen Jahren ein enormes Wachstum zu verzeichnen. Laut BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) stieg das Nettovermögen von offenen Immobilien-Spezialfonds von 42,3 Milliarden Euro im April 2014 auf rund 69,6 Milliarden Euro im April 2017. Bei den geschlossenen Vehikeln herrscht keine vergleichbare Markttransparenz, da die BVI-Statistik nur Teile des Marktes erfasst. Aber auch hier dürfte das gesamte Fondsvolumen deutlich gewachsen sein. Wann entscheiden sich Investoren für eine offene und wann für eine geschlossene Struktur? Diese Frage lässt sich nicht pauschal beantworten: Sie hängt einerseits von den Eigenschaften der Fonds ab, andererseits aber auch vom Investor und dessen eigener Regulierung.

Bei Versicherungen beeinflusst beispielsweise das Versicherungsaufsichtsrecht, wie in Immobilien investiert wird. Das EU-Regelwerk Solvency II, das die Stabilität des Versicherungssektors gewährleisten soll, schreibt sowohl bei direkten als auch bei indirekten Investments teil-

weise unterschiedliche Sicherheitspuffer vor, welche die Versicherungen vorhalten müssen.

Die Größe des Unternehmens ist wichtig

Neben dem Thema Regulierung kommt auch die Größe des Unternehmens zum Tragen: Vor allem große Häuser, wie beispielsweise die Allianz, haben eigene Immobilien-Tochtergesellschaften. Bei der Allianz ist dies die Allianz Real Estate (ARE). Die ARE zählt mit einem verwalteten Immobilienvermögen von neun Milliarden Euro und jährlichen Mieteinnahmen von 400 Millionen Euro zu den größten Immobilien-Asset-Managern in Deutschland. Selbstverständlich kann ein Haus von dieser Größe Immobilien direkt kaufen und managen.

Viele mittelständische Versicherer und andere kleinere Institutionelle wollen oder können sich jedoch keinen eigenen Immobilienverwaltungsapparat leisten. Sie sind somit auf indirekte Immobilieninvestments angewiesen. Hinzu kommt der Aspekt der Diversifikation: Die kleineren institutionellen Anleger können Einzelinvestments im hohen zwei- oder gar dreistelligen Millionenbereich aufgrund der Größe ihrer Portfolios nicht stemmen. Für kleinere Vorsorgeeinrichtungen besteht dabei zudem die Gefahr des Klumpenrisikos, wenn ein prozentual hoher Anteil des für Immobilienallokationen vorgesehenen Kapitals in nur einer Liegenschaft ruht, die möglicherweise zudem nur an einen einzelnen Nutzer vermietet ist.

Immobilieninvestments über Fonds können also die bessere Variante darstellen. Wo liegen nun im Detail die

Unterschiede zwischen offen und geschlossen? Bei offenen Immobilien-Spezial-AIF existiert am Anfang oft kaum mehr als eine Idee: Der Investmentmanager formuliert Anlagebedingungen, in dem die Fondsstrategie mehr oder weniger abstrakt festgeschrieben ist. Mit verschiedenen Anlagekriterien wird so versucht, die Strategie abzubilden. Dazu zählen verschiedene Anlagegrenzen wie etwa eine Liste der Länder und Nutzungsarten, in die investiert werden darf. In der Praxis sieht das beispielsweise wie folgt aus: Fonds XY darf nur in Deutschland, Frankreich und den Benelux-Staaten investieren oder mindestens 75 Prozent eines Portfolios sollen in den deutschen A-Standorten liegen oder höchstens 20 Prozent eines Portfolios darf auf die Nutzungsart Gewerbe entfallen.

Minimierung des Klumpenrisikos

Auf Basis dieser Kriterien machen die Investoren ihre Kapitalzusage. Wichtig ist dabei, dass das Kapital zu diesem Zeitpunkt noch nicht fließt. Sobald eine Immobilie gefunden ist, welche die definierten Kriterien erfüllt, ruft das Fondsmanagement den Anlageausschuss zusammen. Dieser muss dann entscheiden, ob er dem Ankauf zustimmt oder nicht. Entscheidet er sich für das Objekt, werden die Gelder abgerufen und die Transaktion durchgeführt. Je nach Höhe der Kapitalzusagen geht der Initiator dann wieder auf die Suche nach dem nächsten Objekt. So wird das Portfolio sukzessive aufgebaut.

Zu dem Zeitpunkt, an dem die Investoren sich für einen Fonds entscheiden und ein Commitment abgeben, wissen sie weder, worin ihr Geld exakt angelegt wird, noch wann es abgerufen wird. Allerdings können sie im Anlageausschuss mitentscheiden und Objekte auch ablehnen. Die Mindestbeteiligung ist bei offenen Immobilienspezialfonds nicht reguliert. In der Praxis liegt diese jedoch zwischen zwei und fünf Millionen Euro. Der Anlegerkreis ist klein – in der Regel weniger als zehn Anleger pro Fonds. Eine Risikomischung über mehrere Objekte ist gesetzlich vorgeschrieben. Anleger, die

Die Autorin



Quelle: WealthCap

Gabriele Volz

Geschäftsführerin, WealthCap – Wealth Management Capital Holding GmbH, München

aussteigen wollen, können ihr investiertes Kapital vorzeitig abziehen. Zwar müssen dabei Fristen eingehalten werden, die dem Fondsmanagement ermöglichen sollen, eine oder mehrere Immobilien zum bestmöglichen Preis zu veräußern. Jedoch besteht durch den vorzeitigen Verkauf das Risiko, dass Objekte aus dem Portfolio losgeschlagen werden, bevor ihr Renditepotenzial etwa durch Aufwertungs- oder Aufvermietungsstrategien vollständig ausgeschöpft ist.

Begrenzte Summe des Fremdkapitals

Eine weitere Besonderheit des offenen Immobilien-Spezialfonds ist die Begrenzung des Fremdkapitaleinsatzes. Die Fremdkapitalquote darf auf Fondsebene 50 Prozent der Summe der Verkehrswerte nicht übersteigen. Dies ist zunächst eine ganz klare Restriktion. Für die Investoren von offenen Spezialfonds bedeutet das, dass sie den sogenannten Leverage-Effekt – also die Erhöhung der Eigenkapitalrendite durch Fremdkapitaleinsatz – nicht voll ausnutzen können. Allerdings gehen auch viele Anbieter von geschlossenen Spezial-AIF konservativ mit Fremdkapital um und bleiben unterhalb der 50-Prozent-Marke oder überschreiten diese nur moderat. Dies ist auch im Sinne vieler institutioneller Investoren, die nachhaltige Produkte präferieren.

Die geschlossenen Spezial-AIF (alternative Investmentfonds) unterscheiden sich in einigen wichtigen Punkten von den offenen Spezial-AIF. Der vielleicht Wichtigste ist: Bei den geschlossenen Vehikeln steht das Portfolio bei der Entscheidung für einen Fonds häufig bereits vor der Investition fest. Der Investor kann also im Rahmen seiner eigenen Due Diligence umfassend prüfen, welche konkreten Immobilien angeboten werden, wie die Vermietungssituation und die Lage der Objekte ist, und sich dann auf dieser Basis eine Meinung bilden und entscheiden. Des Weiteren kann er seine eigenen Annahmen zur Inflation, zu den Mietsteigerungen et cetera treffen.

Exit-Kriterien klar festgelegt

Die Herausforderung bei geschlossenen Spezialfonds liegt an dieser Stelle eher beim Fondsanbieter als beim Investor: Er muss die Immobilien einzeln oder als kombiniertes Portfolio ankaufen, ohne

Seit 2013 sind offene und geschlossene Spezial-AIF im Kapitalanlagegesetzbuch reguliert. Die Tabelle zeigt die wichtigsten Unterschiede auf.

	Offene Spezialfonds	Geschlossene Spezialfonds
Investitionsvolumen	Ab 2 bis 5 Millionen Euro	Ab 200 000 Euro
Anlegerkreis	Klein – in der Regel weniger als 10	Klein – in der Regel weniger als 10
Einbindung in Anlageentscheidung	Ja, über den Anlageausschuss	In der Regel ja
Risikomischung	Ja, in der Regel breite Streuung	Gesetzlich nicht vorgeschrieben
Leverage	Bis zu 50 Prozent des Verkehrswerts der Immobilien	Gesetzlich nicht vorgeschrieben
Fungibilität	In der Regel vertraglich vereinbarte Kündigungsfrist	In der Regel erst nach mehreren Jahren

Quelle: Hauck & Aufhäuser Privatbankiers

dass ihm Investitionsgelder schon zur Verfügung stehen. Er benötigt folglich Zwischenfinanzierungen für einen unbestimmten Zeitraum, da auch die Dauer der Anlegersuche im Vorfeld nicht fest steht. Diese Zwischenfinanzierungen können derzeit nur große Anbieter mit institutionellem Hintergrund leisten – etwa Tochtergesellschaften von Banken, Versicherungen oder größeren Bestandshaltern.

Darüber hinaus sind die Exit-Kriterien klar festgelegt. Der spätere Verkauf aller oder einzelner Immobilien ist nach Ablauf eines vorab festgelegten Zeitraums geplant. In der Praxis kann dies allerdings dennoch flexibel gehandhabt werden. Ein klassisches Beispiel ist eine sehr gut vermietete Immobilie, bei der sich die Anleger am Ende der geplanten Laufzeit entscheiden, sie doch noch länger zu halten.

Kein vorzeitiges Aussteigen einzelner Anleger

Ein weiterer Vorteil des geschlossenen Spezial-AIF: Kein beteiligter Investor kann sein Kapital vorzeitig abziehen. Verfrühte Verkäufe einzelner Assets sind somit ausgeschlossen. Das Renditepotenzial jedes Objekts kann daher ausgeschöpft werden. Investoren erhalten somit eine hohe Planungssicherheit. Sie kennen vorab die geplante Höhe des Cashflows aus den Mieterträgen und wissen, welche Mindestrendite beim späteren Wiederverkauf der Immobilie auf Basis transparenter Berechnungen erzielt werden soll.

Hinsichtlich der Anlegeranzahl unterscheiden sich die beiden Vehikel kaum. Auch beim geschlossenen Spezialfonds liegt die Zahl in der Regel bei weniger als zehn Investoren. Beim geschlossenen Pendant gibt es keine regulatorische Vorgabe zur Risikostreuung. Das bedeutet, dass auch Einobjektfonds angeboten werden können. Für Investoren hat dies den Vorteil, dass sie sich für ein ganz konkretes Objekt oder ein im Idealfall feststehendes Portfolio entscheiden können. So sind die Ansatzpunkte für unterschiedliche Investitionsstrategien vielfältig und transparent – und stets in der Entscheidungsgewalt des Investors.

Fazit: Alternativen Investments fließt immer mehr Kapital zu. Der Immobilienanteil in den Portfolios institutioneller Investoren wächst. Vieles spricht dafür, dass dies in den kommenden Jahren unvermindert weiter geht. Dies wird zu weiterem Wachstum sowohl bei den offenen als auch bei den geschlossenen Immobilien-Spezialfonds führen. Die Vehikel haben unterschiedliche Profile und unterschiedlichen Eigenschaften.

Die Anleger müssen am Ende selbst entscheiden, welche Struktur besser zu ihrer Investmentstrategie passt. Für einen Immobilienfondsanbieter sind hohe Management-Kompetenz über die gesamte Wertschöpfungskette und eine nachweisbare Trendexpertise eine wichtige Voraussetzung, um Investoren zu gewinnen. Wer nachhaltige und nachvollziehbare Investment-Lösungen am Markt positionieren kann, wird von dieser Entwicklung profitieren.