

Geschlossene Fonds

Neuer Ansatz für den Immobilienerwerb

Lambert Adams

Im zweiten Quartal 2010 sammelten Geschlossene Immobilienfonds insgesamt 721,4 Millionen Euro ein. Damit sind die Absatzzahlen noch weit von einstigen Höchstständen entfernt, denn nicht nur die Anleger sind zurückhaltend, es mangelt auch an Produkten mit dem gewünschten Risiko-Rendite-Profil, weil Verkäufer auf steigende Preise warten und Banken weniger finanzieren, beklagt der Autor. Deshalb versucht sein Haus jetzt, Immobilien früher als bisher vom Bauträger zu erwerben. Manches Projekt wird mit dieser Vereinbarung überhaupt erst realisierbar – bei geringem Risiko, sagt der Fondsmanager. (Red.)

Seit der Finanzkrise setzen Anleger wieder verstärkt auf konservativ kalkulierte Core-Immobilienfonds. Das Angebot an solchen substanzstarken Fonds ist jedoch gering, die Initiatoren können nur begrenzt attraktive Objekte kaufen. Ein Grund dafür ist das schwierige Finanzierungsumfeld für Immobilien. Aufgrund der Finanzkrise gibt es heute weniger Immobilienfinanzierer, die Banken vergeben weniger Kredite und ihre Anforderungen an die Emissionshäuser sind höher. Die Branche sucht deshalb neue Wege, um in diesem Marktumfeld günstig einkaufen zu können. Das Hamburger Emissionshaus Wölbern Invest hat dazu einen eigenen Lösungsansatz entwickelt und schon mehrfach umgesetzt. Die Formel lautet: Früher kaufen, später zahlen.

Gute Objekte: Woher nehmen?

Nach den Erfahrungen mit experimentellen Investments wie beispielsweise Riesenrädern besinnen sich die Investoren nun wieder auf echte Sachwerte. Die Anleger wollen Sicherheit, sie suchen risikoarme Investments mit stabilem Ertrag. Dies bieten Geschlossene Immobilienfonds.

Schwerpunkt der Tätigkeit von Wölbern Invest sind die aktuell besonders begehrten Trophy-Buildings: Core-Immobilien mit guten Eckdaten, in attraktiven Bürolagen, gut eingekauft und langfristig vermietet an bonitätsstarke, bekannte Unternehmen, oft auch kommunale Mieter. Das Angebot an solchen Objekten ist jedoch begrenzt, es gibt sie kaum zu kaufen. In Rotterdam gab es beispielsweise nach einer Studie von Savills Research im ersten Quartal 2009 keine einzige Investition. Auch im zweiten Quartal blieb das

Investitionsvolumen gering, es lag im niedrigen einstelligen Millionen-Bereich. CB Richard Ellis Netherlands spricht ebenfalls von einem enttäuschenden Transaktionsvolumen für Rotterdam: Laut den Erhebungen des Immobilienmaklers gab es in der ersten Hälfte des Jahres 2009 nur zwei Transaktionen.

Für das geringe Angebot für Immobilienfonds gibt es vier Gründe. Zum Ersten die Zurückhaltung der Verkäufer: Sie hoffen auf steigende Preise und warten deshalb mit den Verkäufen ab. Und Notverkäufe aufgrund der Finanz- und Wirtschaftskrise hat es in Holland nicht gegeben.

Zum Zweiten sind seit Ausbruch der Krise auch Neubauten in den Niederlanden seltener geworden. So haben die regionalen Projektentwickler im letzten Jahr mehr als ein Drittel ihrer geplanten Büro-Projekte in Rotterdam abgesagt, gab CB Richard Ellis Netherlands im März 2010 bekannt. Es kommen also nur wenige Projekte neu auf den Markt. Zum Dritten: Zurückhaltung üben auch potenzielle Mieter. Der durch die Krise ausgelöste aktuelle Konsolidierungsprozess bei den Unternehmen schlägt sich in einem geringeren Büro-Flächenbedarf nieder. Die Absorption für Büro-Flächen in Rotterdam ist nach Angaben von Savills Research von mehr als 270 000 Quadratmetern 2008 auf rund 120 000 Quadratmeter im Jahre 2009 zurückgegangen.

Der Autor

Lambert Adams ist Leiter Fondsfinanzierung der Wölbern Invest KG, Hamburg.

Als vierte Kraft bestimmen natürlich auch die Käufer den Immobilienmarkt: Mit 78 Prozent sind es zumeist heimische Investoren, die in den Niederlanden einkaufen. Die zweitgrößte Gruppe sind deutsche Immobilienfonds, ihr Anteil am Investitionsvolumen beträgt 14 Prozent. Für stark fremdkapitalorientierte Unternehmen sind die Niederlande derzeit weniger attraktiv, dafür sind Privatinvestoren hier sehr aktiv. 2009 stellten sie 47 Prozent der Abnehmer. Sie dominieren damit den niederländischen Markt mehr als jeden anderen europäischen Markt, berichtet Jones Lang Lasalle im März 2010. Und Family Offices oder Einzelanleger agieren professionell und schnell. Vor allem können sie in die Waagschale werfen, dass sie über viel Eigenkapital verfügen und deshalb auch in einem schwierigen Finanzierungsumfeld Immobilien erwerben können.

Kaum Kredit für Immobilien

Für die Emissionshäuser ist der Immobilienerwerb im aktuellen Marktumfeld dagegen komplizierter. Die wenigsten können eine solche Investition von oft mehreren Millionen Euro aus der eigenen Tasche finanzieren, sie kooperieren dazu mit den Banken. Die ausreichende Kreditversorgung ist deshalb ein wichtiger Motor für den Immobilienmarkt. Sie ist durch die Finanzkrise jedoch stark beeinträchtigt, weil Finanzierer wie etwa die Hypo Real Estate oder auch die IKB ausfallen. Die Krise hat ein neues Marktumfeld mit weniger finanzierenden Instituten geschaffen. Dies belegt zum Beispiel eine Befragung des internationalen Immobilienberaters Cushman & Wakefield unter 83 der größten europäischen Banken: Danach haben sich 59 Prozent der befragten Banken aus der Finanzierung gewerblicher Immobilien zurückgezogen. Die weiterhin aktiven Kreditinstitute agieren nur sehr zögerlich.

Zwar ist die Kreditvergabebereitschaft der Banken momentan deutlich höher als noch vor einem Jahr. Der Markt für gewerbliche Immobilienfinanzierung kommt jedoch nur langsam wieder in Bewegung, nachdem die Transaktionen im vergangenen Jahr beinahe komplett zum Erliegen gekommen waren. Ein Beispiel: Die Münchener Hypothekbank etwa hat 2009 das gewerbliche Kreditneugeschäft fast komplett eingestellt. Gerade einmal 100 Millionen Euro reichten die Münchener aus. Im Vorjahr sind es dagegen noch 2,3 Milliarden Euro gewesen. Generell gilt für die Bereitstellung von Finanzierungen: Der Eigenkapitalanteil

muss gegenüber den vergangenen Jahren signifikant höher sein. Eigenkapitalvorfinanzierungen sind nur bei entsprechend werthaltiger Besicherung möglich und die Banken akzeptieren inzwischen nur noch ein geringeres Verhältnis von Kredit zum Marktwert einer Immobilie. Die Höchstgrenzen für dieses Loan-to-Value-Verhältnis liegen in Westeuropa heute bei 60 bis 70 Prozent, im Gegensatz zu 85 bis 90 Prozent vor der Krise.

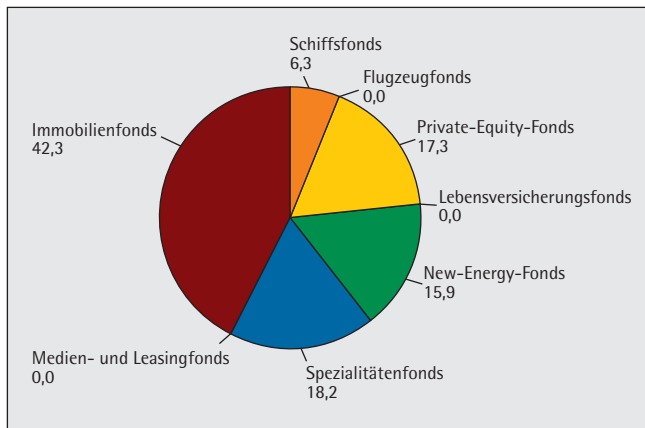
Welche zentrale Bedeutung die Finanzierung auch für den Erfolg eines Fonds hat, zeigen die aktuellen Entwicklungen bei Morgan Stanley und Goldman Sachs. Die Anleger des Fonds P2 Value von Morgan Stanley erlitten schon 2009 einen Verlust von mehr als zwölf Prozent aufgrund massiver Abwertungen im Immobilienportfolio. Jetzt soll es weitere Abwertungen geben. Der Grund: Der 1,5 Milliarden Euro schwere Fonds erwarb sein Immobilienportfolio überwiegend in den Jahren 2006 und 2007 – also in Hochphasen des Marktes. Zudem wurden bis zu 90 Prozent der Käufe mit Krediten finanziert. Fallen die Immobilienpreise um zehn Prozent, ist das gesamte Eigenkapital verloren.

So auch im Fall des Whitehall Street International von Goldman Sachs. Der Fonds teilte seinen Anlegern im April 2010 mit, dass von 1,8 Milliarden US-Dollar Eigenkapital nur 30 Millionen US-Dollar übrig geblieben seien – knapp 1,6 Prozent des investierten Geldes. Für deutsche Geschlossene Fonds gelten dagegen ganz andere Größenordnungen: Wölbern Invest zum Beispiel kalkuliert für seine Fonds stets klassisch mit einem Anteil von rund 50 Prozent Eigenkapital am Kaufpreis der Immobilie.

Mehr Wettbewerb

Die Voraussetzungen der Banken für eine Kreditvergabe sind insgesamt strenger geworden. Für die Emissionshäuser hat dies gleich dreifach Konsequenzen: Zum Ersten müssen sie sich auf längere Verhandlungsdauern einstellen, die Banken prüfen Trackrecord, Liquidität und Bonität der Initiatoren sowie deren Know-how, Transparenz und Zuverlässigkeit. Dieser Prozess braucht Zeit, eine schnelle Abwicklung hier kann den Ausschlag für den Erfolg eines Konzeptes bedeuten. Zum Zweiten legen Immobilienfinanzierer verstärkt großes Augenmerk auf die Qualität und stabile Cash-Flows der Immobilien. Ein guter Vermietungsstand, langjährige Mietverträge und solide Mieter spielen eine immer größere Rolle, was für

Verteilung des prospektierten Eigenkapitals
(Angaben in Prozent, Stand 1. Quartal 2010)



Quelle: Feri Euro Rating Services AG

die Fonds wiederum mehr Wettbewerb um die Premium-Objekte mit diesen Eckdaten bedeutet. Zum Dritten sind sie auch indirekt über die Entwickler betroffen: Wie das Loan-to-Value-Verhältnis wurden auch die Anforderungen an Baufinanzierungen angepasst, zum Beispiel durch ein niedrigeres Verhältnis des Kredits zu den Gesamtkosten des Projekts und einen höheren Vermietungs- oder Verkaufsstand vor Beginn des Bauvorhabens. Scheitert ein Neubau an diesen Vorgaben, schränkt das auch die Zahl der zum Kauf angebotenen Objekte und damit das Neugeschäft der Emissionshäuser ein.

Um sich diesen Konsequenzen zu entziehen, verfolgt Wölbern Invest seit 2009 einen innovativen Ansatz bei der Immobilienfinanzierung. Wölbern kauft dazu Neubauten direkt vom Bauträger, lange bevor diese sonst auf den Markt kämen. Der Kaufpreis wird jedoch erst bei der Übergabe der voll vermieteten Immobilie fällig. So bleibt genug Zeit, das nötige Eigenkapital bei den Anlegern einzusammeln, in der Regel fünf bis sechs Monate.

Das Emissionshaus verschafft sich so einen Vorteil im Wettbewerb um gute Immobilien und ist außerdem nicht auf die Eigenkapital-Zwischenfinanzierung der Banken angewiesen. Das hat ökonomische Vorteile für alle Beteiligten. Selbst erfahrene Bauträger müssen aufgrund der Finanzkrise heute mehr Sicherheiten bieten, um einen Neubau zu errichten. Können sie vorweisen, dass das

Objekt nach der Fertigstellung bereits verkauft ist, geben die Banken mehr Kredit zu besseren Konditionen.

So lohnt es sich für die Entwickler, Objekte früher als üblich zu veräußern – eventuell sogar unter dem Preis, den sie vielleicht nach Fertigstellung am Markt erzielen könnten. Der Initiator erhält so ein gutes Objekt zu einem attraktiven Preis und ohne Risiko. Der frühe Kauf ändert nichts an den hohen Sicherheitsanforderungen von Wölbern Invest, alle Risiken wie die Baukosten, eine pünktliche Fertigstellung und die Vermietung liegen weiterhin allein beim Bauträger.

Ein solches Vorgehen ist jedoch nicht branchenweit möglich. In den Niederlanden platziert Wölbern seit 16 Jahren Hollandfonds, über 95 Prozent der Immobilienbeteiligungen laufen wie geplant oder besser. Dadurch genießt Wölbern Invest bei Projektentwicklern und Banken besonderes Vertrauen, das diesen exklusiven Ansatz für Neuerwerbungen überhaupt ermöglicht.

CAMPUS OF FINANCE®
 INSTITUT FÜR FINANZMANAGEMENT
 AN DER HOCHSCHULE FÜR WIRTSCHAFT UND UMWELT NÜRTINGEN-GEISLINGEN

Prof. Dr. Kurt M. Maier
 Prof. Dr. Hans-Peter Steinbrenner

WEITERBILDUNG. JETZT ERST RECHT!

- Teilzeit-MBA «Management and Finance»
- Teilzeit-MBA «Management and Real Estate»
- Portfoliomanager «Real Estate and Finance»

WWW.CAMPUS-OF-FINANCE.DE • T +49 (0) 7022 92 92 28