

Schwerpunkt: Immobilien-Spezialfonds

Immobilien-Spezialfonds im Reigen institutioneller Immobilienanlagen

Georg Reul

Der Immobilien-Spezialfonds ist seit geraumer Zeit nicht mehr das allein selig machende Anlageprodukt für den institutionellen Investor. Unter den exzellenten Voraussetzungen eines stetig wachsenden Marktes entstehen immer mehr alternative Produkte im In- und Ausland. Dabei schlägt die indirekte, das heißt professionell verwaltete Immobilienanlage immer die Direktinvestments. Der Autor ist aber zuversichtlich, dass die Immobilien-Spezialfonds auch weiterhin den Kern der Anlagestrategie institutioneller Investoren bilden werden. (Red.)

Institutionelle Anleger, insbesondere Anbieter privater Altersvorsorge in Europa werden einen rasant wachsenden Anlagebedarf haben. Aus steigender Lebenserwartung und rückläufigen Geburtenraten ergibt sich eine Finanzierungslücke, die durch Anlagen zwischen 150 und 300 Milliarden Euro in privaten Vorsorgesystemen zu schließen ist. Mittelfristig streben Pensionsfonds an, rund zehn bis 15 Prozent ihres Anlagevermögens in Immobilien zu halten. Derzeit liegt diese Quote in Europa jedoch bei nur 6,5 Prozent.

Die Nachfrage nach attraktiven Immobilieninvestments wird also weiter steigen. Laut einer Studie des Beratungshauses Feri Institutional Management in Bad Homburg werden Immobilienanlagen künftig von Milliardenzuflüssen profitieren. Zwei Drittel der befragten 116 Versicherungen, Altersversorger und anderen institutionellen Investoren – mit einem Gesamtvermögen von rund 775 Milliarden Euro – wollen ihre Immobilienquote zukünftig deutlich erhöhen.

Drei Fondstypen

Dabei ist ein weiterer Trend ungebrochen: Investoren bevorzugen auch im Immobilienbereich die indirekte Anlage, das heißt Investitionen in professionell betreute Fonds.

Hinsichtlich der unterschiedlichen Investitionsziele hat sich die Unterscheidung in drei Typen von Fonds durchgesetzt: So genannte Core-, Value-Added- und Opportunity-Investments. Wesentliche Unterscheidungsmerkmale dieser Investmenttypen sind die Rendite-

ziele und der Fremdfinanzierungsanteil (Leverage).

- Anleger erwarten von Core-Investments-Renditen um fünf Prozent bei weniger als 50 Prozent Fremdkapitalanteil. Damit sind Investitionen in Immobilien mit langfristig stabilen Cash-Flows und der Chance auf solide Wertentwicklung möglich. Der hohe Eigenkapitalanteil macht die Erträge weniger volatil. Typischerweise stehen gute Lage und langfristige Mietverträge für ein Core-Produkt. Die Objekte werden langfristig gehalten, um laufende Ausschüttungen einzunehmen. Innerhalb der Anlageklasse Immobilien ist die Gruppe der Core-Investitionen diejenige mit dem geringsten Risikoaufschlag zu langfristigem Staatsgeld.

- Im etwas höheren Risiko-Rendite-Bereich sind Value-Added-Investitionen angesiedelt. Das Renditeziel liegt bei zehn Prozent, der Leverage zwischen 50 und 70 Prozent. Value-Added steht für Wertsteigerung. Den Mehrwert erwirtschaften die Fonds, indem sie eine Kombination von laufendem Ertrag und einem Sonderertrag aus dem Verkauf des Objektes realisieren. Der laufende Ertrag wird aus der bestehenden Vermietung realisiert. Dazu kommen regelmäßige Mietanhebungen durch Neuvermietung.

- Deutlich höheres Risiko, aber auch die Chance auf höhere Renditen sind im

Opportunity-Bereich zu erwarten. Renditeanforderungen von 15 Prozent und mehr werden durch risikoreichere Immobilien und höheren Leverage von 70 bis 90 Prozent ermöglicht. Opportunity Fonds stehen am oberen Ende der Risikokurve. Sie investieren zum Beispiel in Objekte, die nach Auszug der Mieter umfassend saniert und neu vermietet werden oder entwickeln Objekte komplett neu. Das eigentliche Ziel ist die Erwirtschaftung des Gewinns aus Wiederverkauf. Der Investitionszeitraum liegt oft nur zwischen zwei und drei Jahren.

Immobilien-Spezialfonds sind im Core-System

Der Immobilien-Spezialfonds ist in diesem Anlageuniversum dem risikoarmen Core-Segment zuzuordnen. Dies ist bereits durch die gesetzlichen Rahmenbedingungen geregelt, die sich aus dem Investmentgesetz beziehungsweise bereits zuvor aus dem KWG und dem KAGG ergeben.

Kriterien sind:

1. Portfoliostruktur

Zur Vermeidung von Klumpenrisiken darf kein Objekt mehr als 15 Prozent Anteil am Portfolio des Sondervermögens haben. Grundstücke, die im Zustand der Bebauung erworben werden, dürfen höchstens 20 Prozent des Portfolios ausmachen. Zur Durchsetzung der Entscheidungs- und Kontrollrechte sind Minderheitsbeteiligungen und Teileigentum ebenfalls reglementiert.

2. Bewertung

Wertgutachten unabhängiger, externer Bewerter sollen Transparenz schaffen und somit das Informationsgefälle zwischen Manager und Anleger überbrücken.

3. Kontrolle

Depotbank und BaFin überwachen den Manager, die KAG.

4. Finanzierung

Maximal 50 Prozent des Sondervermögens dürfen langfristig fremdfinanziert werden.

5. Währungsrisiken

Höchstens 30 Prozent der Investitionen dürfen mit Währungsrisiken verbunden sein.

Diese Rahmenbedingungen führen hinsichtlich Finanzierung, Kontrolle,

Der Autor

Dr. Georg Reul ist Mitglied des Vorstands der IVG Immobilien AG, Bonn.

Transparenz und Portfoliostreuung bereits zu einer risikoarmen Investitionspolitik. In den vielen Fällen setzt sich dieser Ansatz dann auch bei den Immobilien fort, die das Sondervermögen erwirbt, so dass die meisten der 86 Spezialfonds klassische Core-Investments darstellen.

Die konservative Struktur hat weitere Vorteile: Gemäß Anlageverordnung sind Investitionen in Immobilien-Spezialfonds grundsätzlich der Immobilienquote im Sicherungsvermögen zugerechnet – ein großer Wettbewerbsvorteil gegenüber vielen anderen Anlagevehikeln. Vergleichbar komfortabel hinsichtlich der Immobilienquote ist für die institutionellen Anleger nur das Direktinvestment, das heißt Erwerb von Immobilien auf die eigene Bilanz.

Direktinvestments verlieren an Bedeutung

Dieser Weg der Immobilieninvestition verliert jedoch an Bedeutung. Es sind vor allem zwei Punkte, die aus Anlegersicht gegen die Direktanlage sprechen. Zum einen ist den Pensionskassen untersagt, Immobilien des Direktbestandes mit Fremdkapital zu finanzieren.

Jeglicher Leverage-Effekt ist damit ausgeschlossen. Zum anderen setzt sich mehr und mehr die Erkenntnis durch, dass Immobilien professionell betreut werden müssen – hierfür vertraut man dem Spezialisten. Dies gilt umso mehr bei Investitionen im Ausland, wenn zusätzlich rechtliche und steuerliche Besonderheiten zu beachten sind.

Andere indirekte Vehikel, die für die Immobilienanlage in Frage kommen, sind zumeist im Ausland angesiedelt, vor allem in Luxemburg. Die meisten Fondsmanager strukturieren ihre Value-Added- und Opportunity-Fonds in einer der folgenden Rechtsformen:

FCP: Der Fonds Commun de Placement ist ein Investmentfonds, der ein Sondervermögen ohne eigene Rechtspersönlichkeit ist. Deshalb muss die Geschäftsführung auf eine Verwaltungsgesellschaft übertragen werden. Die Verwahrung des Fondsvermögens übernimmt eine Depotbank. Die Luxemburger Bankenaufsicht überwacht das Vehikel. Die Regelungen sind dem deutschen Spezialfonds sehr ähnlich, jedoch gelten weniger strenge Anlagerestriktionen. Der FCP eignet sich damit für den Core- und Value-Added-Bereich.

Sicaf: Die Sicaf (Sociétés d'Investissement à Capital Fixe) ist eine Gesellschaft mit feststehendem Kapital, die in offener oder auch in geschlossener Form bestehen kann. Sie bietet hohe Flexibilität und kann somit als geschlossener Fonds in allen Risikoklassen verwendet werden. Ein Nachteil für den Anleger ist die geringe institutionalisierte Sicherheit.

Alternative indirekte Vehikel

Sicav: Die Sociétés d'Investissement à Capital Variable ist eine Investmentgesellschaft mit variablem Aktienkapital, das jederzeit dem Wert des Nettovermögens der Gesellschaft entspricht. Die Sicav weist ähnlich wie der FCP eine höhere Flexibilität gegenüber dem Spezialfonds auf, ist also für chancenorientierte Portfolios gut geeignet. Vorteile der Sicav sind darüber hinaus: Es erfolgt eine Kontrolle durch die Luxemburger Aufsicht und die Ansässigkeit in Luxemburg macht das Vehikel für Investoren aus den meisten europäischen Ländern steuerlich interessant.

Sicar: Die Sociétés d'Investissement en Capital à Risque ist eine Rechtsform, deren Zweck die Investition in Risikokapital ist, also vor allem im Opportunity-Bereich zum Einsatz kommt.

Limited: Die angelsächsische Rechtsform Limited bezeichnet eine Gesellschaftsform, bei der die Haftung der Gesellschafter begrenzt ist. Limited-Gesellschafter haften nicht für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft. Zahlreiche der großen Immobilienfonds namhafter Immobilienmanager sind in dieser Form aufgelegt, da hier keine Restriktionen hinsichtlich Anlage- oder Finanzierungsstrategie bestehen.

SGR: Die Società di Gestione del Risparmio ist eine neue italienische Rechtsform für Fonds, vergleichbar mit Publikumsfonds nach deutschem Recht. Es ist möglich, eine Börsennotiz zu erhalten und damit die Anteilsscheine zu handeln. Der Fonds ist steuerlich transparent, daher fällt keine Körperschaftsteuer in Italien an.

REIT: Real Estate Investment Trusts sind börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften, die nicht auf Ebene der Gesellschaft besteuert wird. Eine Besteuerung findet auf Ebene der Aktionäre statt. In den meisten Ländern mit hoch entwickelten Kapitalmärkten existieren REITs. Sie bieten institutionellen Anlegern ne-

ben den übrigen Vorteilen der Immobilienanlage überdies Liquidität, die Aktien sind täglich handelbar.

Die Darstellung zeigt: Es gibt eine wachsende Zahl interessanter Investmentvehikel für institutionelle Investoren. In Abhängigkeit von der Investitionsstrategie des Fonds sind die Vehikel mehr oder weniger geeignet. Das breitere Spektrum und die Vielfalt des Angebotes kommen dem wachsenden Bedarf der Anleger entgegen.

Die Marktentwicklung der letzten Jahre zeigt aber auch, dass Immobilien-Spezialfonds den Kern der Investitionsstrategie institutioneller Investoren bilden – dies vor allem in Deutschland, vermehrt aber auch in europäischen Ländern wie Österreich, der Schweiz oder den Niederlanden. Allein in den vergangenen fünf Jahren verdreifachte sich das Netto-Vermögen der Spezialfonds von 4,6 Milliarden Euro auf rund 15 Milliarden Euro. Laut Feri-Studie wächst das Volumen auch in Zukunft in ähnlichem Umfang weiter, da der Anteil der Spezialfonds an den gesamten Immobilienanlagen von 17 Prozent auf 25 Prozent steigen wird. ■