

Kapitalanlage

Aktuelle Trends im Markt der Geschlossenen Fonds

Angelika Kunath

Erst seit die Steuerschlupflöcher der Geschlossenen Immobilienfonds gestopft sind, besinnen sich deren Initiatoren und Anleger auf den wirtschaftlichen Aspekt ihrer Immobilienanlage. Doch weil die Renditen in den traditionellen Märkten sinken, suchen die Fonds chancenreichere Anlagemöglichkeiten und beteiligen sich an Projektentwicklungen und opportunistischen Fonds. Dass dabei die höheren Renditen mit mehr Risiko einhergehen, will die Autorin gegenüber den Anlegern klar kommuniziert wissen. Zwar lobt sie, dass die Fonds durch ihre Leistungsbilanzen transparenter wurden, doch dürfte bei der Bewertung von Immobilien und Fondsanteilen dürfte Nachbesserungsbedarf bestehen. (Red.)

In den vergangenen Jahren haben sich erhebliche Änderungen im Markt der Geschlossenen Fonds ergeben. Sowohl die Produkte wie auch die Anforderungen an die Initiatoren haben sich gewandelt. Die erste Wandlung, nämlich der Übergang vom Steuersparmodell zum renditeorientierten Beteiligungsangebot, begann bereits Ende der neunziger Jahre. Aber selbst ein Vergleich der Marktbedingungen vor fünf Jahren und heute belegt, dass sich weitere erhebliche Wandlungen im Fondsmarkt vollzogen haben.

Neue Fondskonzepte mit höherem Chancen-Risiko-Profil

Traditionell wurde der Geschlossene Immobilienfonds als Ein-Objekt-Gesellschaft konzipiert. Die Beteiligungsgesellschaft erwirbt ein Objekt und nimmt während der Laufzeit die Mieten ein. Nach Ablauf der geplanten Fondslaufzeit, bei geeigneter Marktsituation jedoch auch früher oder später, wird die Immobilie wieder verkauft und der Fonds aufgelöst. Zwar gibt es diesen Fondstypus nach wie vor, aber daneben spielen zunehmend andere Typen von Geschlossenen Immobilienfonds eine Rolle, insbesondere sogenannte Fund-in-Fund-Modelle.

Anstoß für die Auflage dieser Fonds war zunächst das Problem, dass die Renditen von Immobilien weltweit in den letzten Jahren massiv gesunken sind. Konnten noch vor einigen Jahren beispielsweise in New York Büroobjekte in bester Lage mit einer Nettorendite von acht Prozent erworben werden, so werden sie heute teilweise sogar unter vier Prozent ange-

boten. Eine ähnliche Entwicklung ist auch in anderen Immobilienmärkten, so etwa in London und Paris, zu beobachten.

Dies führt jedoch dazu, dass es immer schwieriger ist, solche Immobilien für Geschlossene Fonds zu erwerben. Denn nach Abzug der fondsspezifischen Kosten sind unter solchen Bedingungen keine Ausschüttungen und keine Gesamrenditen zu erzielen, die den Ansprüchen von Vertrieben und Anlegern gerecht würden. Hinzu kommt, dass angesichts der gestiegenen Zinsen oftmals kaum noch eine positive Hebelwirkung durch eine Fremdfinanzierung möglich ist. Zwar gibt es immer wieder Ausnahmen, wo es Initiatoren mit einem besonders guten Marktzugang gelingt, Objekte mit attraktiven Renditen zu erwerben – aber dies ist ungleich schwerer als es beispielsweise noch vor fünf Jahren war.

In dieser Situation hat die Fondsbranche jedoch wieder Kreativität bewiesen. Sie hat Fonds im höheren Chancen-Risiko-Segment konzipiert, wobei vor allem zwei Fondstypen emittiert wurden: Erstens Projektentwicklungsfonds, die in eine oder mehrere Projektentwicklungen investieren. Insbesondere Anbieter von Geschlossenen US-Immobilienfonds haben solche Projektentwicklungsfonds

Die Autorin

Angelika Kunath ist Geschäftsführerin der FHH Fonds Haus Hamburg Verwaltungsgesellschaft für Unternehmensbeteiligungen mbH, Hamburg.

angeboten, die Gesamrenditen um die zehn Prozent prognostizieren.

Fund-in-Fund-Modelle

Bei dem zweiten Fondstyp handelt es sich um Fund-in-Fund-Modelle: Der deutsche Geschlossene Fonds investiert in einen oder mehrere sogenannte Opportunity Funds. Diese Zielfonds wiederum investieren in Projektentwicklungen oder auch in Immobilien mit Restrukturierungs- oder Neupositionierungschancen. Auf Ebene der Zielfonds werden hohe, zweistellige Renditen prognostiziert, auf Ebene des Dachfonds werden Renditen um die zehn Prozent in Aussicht gestellt. Zielländer dieser Investitionen sind neben den USA vor allem die asiatischen Länder und andere Emerging Markets. Allein im Jahr 2007 ist mit der Auflage von Fonds, die schwerpunktmäßig in Asien investieren, mit einem Eigenkapital von bis zu einer Milliarde US-Dollar zu rechnen.

Entscheidend bei solchen Fondsangeboten ist, dass den Anlegern klar und unmissverständlich das im Vergleich zu klassischen Fondsangeboten höhere Risikoprofil kommuniziert wird. Oftmals handelt es sich bei den beschriebenen Fondsprojekten auch um sogenannte Blind Pools, bei denen die Investitionsobjekte nicht oder nur teilweise feststehen, sodass der Anleger ein besonders hohes Vertrauen in den Emittenten mitbringen muss. Deshalb eignen sich solche Fonds insbesondere für vermögende Privatanleger und für institutionelle Investoren wie etwa Pensionsfonds, Stiftungen und Versicherungen.

Allerdings versuchen immer mehr Initiatoren, die Produktgattung Geschlossener Fonds breiteren Anlegerschichten zu öffnen. So sinken die Mindestzeichnungssummen seit Jahren. Zum Teil wird das Fondsinvestment sogar in Form von Sparplänen mit monatlichen Mindestraten von 50 oder 100 Euro angeboten. Letzteres muss allerdings sehr kritisch gesehen werden. Denn dabei besteht die Gefahr, dass Kleinanleger das Produkt als Basisinvestment zum Beispiel für die Altersvorsorge in ihr Portfolio aufnehmen.

Professionalisierung der Branche

Zwar gibt es in der Fondsszene speziell vor diesem Hintergrund immer noch schwarze Schafe, doch ist der Trend zur Professionalisierung unverkennbar. Dazu

hat auch beigetragen, dass die Hürden für die Auflage Geschlossener Fonds heute höher geworden sind. Kein seriöser Vertrieb ist heute beispielsweise bereit, Geschlossene Fonds ohne ein Prospektprüfungsgutachten eines Wirtschaftsprüfers zu vertreiben. Inzwischen hat sich der Prospektprüfungsstandard des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW S4) etabliert. Dieser Prüfstandard stellt sehr hohe Anforderungen an die Prospektierung eines Geschlossenen Immobilienfonds. Es muss umfassend, deutlich, klar und verständlich über die Risiken einer Beteiligung aufgeklärt werden. Die Prospekte unterscheiden sich heute ganz erheblich von dem Standard, der beispielsweise vor zehn Jahren üblich war.

Ebenfalls zu einer Selektion unter den Anbietern hat die Etablierung des Instrumentes der sogenannten Leistungsbilanzen geführt. In den Leistungsbilanzen legen die Initiatoren Rechenschaft über den Verlauf der bisher von ihnen aufgelegten Fonds ab. Verglichen werden die seinerzeit in den Prospekten in Aussicht gestellten Prognosen mit den später tatsächlich erzielten Ergebnissen. Nach dem Prüfstandard IDW S4 ist der Anbieter eines Fonds heute verpflichtet, Angaben über bisher von ihm durchgeführte Vermögensanlagen jeder Art in einer für die jeweilige Art der Vermögensanlage repräsentativen Phase der jüngeren Vergangenheit zu machen. Die Angabe der Leistungsbilanz soll es dem Anleger ermöglichen, zu beurteilen, welche Erfahrungen der Anbieter im Markt gesammelt und ob er bisherige Versprechungen gehalten hat.

Der Anleger kann also genau prüfen, ob mit Blick auf Einnahmen, Ausgaben, Ausschüttungen, Liquiditätsreserven und Fremdkapitaltilgung die im Prospekt getroffenen Annahmen und Aussagen später auch eingetreten sind oder nicht. Dort, wo Prognosen verfehlt wurden – was sich bei unternehmerischen Beteiligungen selbstverständlich nicht vermeiden lässt – muss der Initiator Rechenschaft über die Gründe ablegen. Diese Gründe können in einer – von ihm selbstverständlich nicht beeinflussbaren – negativen Marktentwicklung liegen, sie können jedoch auch darin begründet sein, dass der Initiator seinerzeit zu optimistische Prognosen aufgestellt hat oder dass das Fondsmanagement Fehler gemacht hat.

Der Verband der Geschlossenen Fonds (VGF) hat angeregt, dass das Institut der Wirtschaftsprüfer demnächst auch einheitliche Kriterien für die Erstellung von

Leistungsbilanzen erarbeiten soll. Dies ist sehr zu begrüßen, damit die Aussagen dieser Bilanzen wirklich vergleichbar werden.

Fondsratings

Neben den Prospektprüfungsrichtlinien des IDW und den Leistungsbilanzen haben auch kritische Ratingagenturen und Analysten zu einer Professionalisierung des Marktes beigetragen. Die wichtigsten Geschlossenen Immobilienfonds werden heute von Analysten, Journalisten und Ratingagenturen analysiert. Diese Analysen können für Berater und Anleger eine wichtige Hilfe darstellen, allerdings trifft dies nicht in jedem Fall zu.

Manche sogenannte Ratingagenturen oder Analysten sind nicht unabhängig von wirtschaftlichen Interessen oder aber sie neigen dazu, bestimmte positive oder negative Aspekte eines Fonds zu stark zu gewichten. Diese Gefahr ist bei eher journalistisch orientierten Fondsanalysen zuweilen höher als bei systematisierten Ratings. Im Immobilienbereich hat sich insbesondere die Ratingexpertise von Feri Rating & Research etabliert, die im Auftrag von Fondsinitiatoren deren Fonds einem systematischen Rating unterziehen.

Geprüft werden dabei sowohl die Immobilien beziehungsweise die Wirtschaftlichkeit der Investition als auch das Management und die Fondskonstruktion. Die Ergebnisse der Beurteilung werden am Schluss in einer Rating-Gesamtnote zusammengefasst. Wichtiger als diese plakative Note eines Ratings ist jedoch die detaillierte Analyse, die es Beratern und Anlegern erleichtert, Stärken und Schwächen des jeweiligen Beteiligungsangebotes zu erkennen.

Zweitmarkt für Anteile an Geschlossenen Fonds

Eine der Schwächen des Geschlossenen Immobilienfonds ist die im Vergleich zu anderen Anlageformen deutlich niedrigere Fungibilität. Geschlossene Immobilienfonds sind meist sehr langfristige Anlageformen, auch wenn sich der durchschnittliche Anlagezeitraum in den letzten Jahren – insbesondere bei Geschlossenen Auslandsimmobilienfonds – deutlich reduziert hat.

Initiatoren versuchen dennoch, Anlegern, die ihre Investition vorzeitig beenden wollen, über den sogenannten Zweit-

markt einen Ausstieg zu ermöglichen. Für renditeorientierte Anleger kann der Erwerb von gebrauchten Fondsanteilen attraktiv sein, weil sie sich hier nicht – wie bei Neuemissionen – auf Fondsprognosen verlassen müssen, sondern bereits ein Track-Record vorliegt. Heute gibt es zahlreiche Investoren, die gezielt gebrauchte Fondsanteile kaufen. Teilweise geschieht dies auch über Börsenplätze – wie etwa in Hamburg oder in Berlin.

Teilweise treten auch Zweitmarktfonds als Erwerber auf, die ihrerseits gezielt in gebrauchte Geschlossene Immobilienfonds investieren. Ein Problem ist dabei nach wie vor die Bewertung von gebrauchten Fondsanteilen, die zwar für erfahrene Profis selbstverständlich möglich ist, für den durchschnittlichen Anleger jedoch sehr schwierig.

Die ursprüngliche Zeichnungssumme eines Fonds bietet keinen Anhaltspunkt für dessen aktuellen Wert. Die Spanne der Preise reicht von 200 Prozent oder mehr der Zeichnungssumme bei einzelnen sehr gut laufenden Fonds bis zu zehn oder 20 Prozent bei ehemals steuorientierten Fonds in den neuen Bundesländern. Bei Fonds, die in den Berliner sozialen Wohnungsbau investiert haben und die durch die Verweigerung der sogenannten Anschlussförderung notleidend geworden sind, werden sogar negative Kaufpreise bezahlt – das heißt die Anleger sind bereit, zum Teil sehr hohe Summen zu zahlen, um den Fondsanteil „loszuwerden“.

Funktionswandel

Der Geschlossene Immobilienfonds hat sich zunehmend vom ursprünglichen Image des „Steuersparproduktes“ emanzipiert. Seine hauptsächliche Funktion liegt heute darin, dass er einen Baustein in der Assetallokation darstellt. Auch wenn behauptet wird, dass die Deutschen zu stark immobilienorientiert seien, dann ist das nur sehr eingeschränkt richtig.

Aufgrund der im internationalen Vergleich extrem niedrigen Immobilien-eigentumsquote von nur 42 Prozent dürfte der Anteil von Immobilien am Gesamtvermögen der Deutschen sogar niedriger sein als in anderen Ländern – wie etwa den USA, Spanien, Frankreich oder Großbritannien –, wo die Eigentumsquote sehr viel höher ist.

Zudem erfüllen selbstgenutzte Wohnimmobilien überwiegend nicht die Anforderungen, die unter professionellen Ge-

sichtspunkten an ein Engagement in der Assetklasse Immobilien gestellt werden müssen. Hier kommt dem Geschlossenen Immobilienfonds eine wichtige Funktion zu. Der Anleger kann mit diesem Vehikel in professionell gemanagte Gewerbeimmobilien investieren, die ansonsten aufgrund der Höhe der Investitionsvolumina in der Regel nur institutionellen Anlegern als Investitionsmöglichkeit offen stehen.

Im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds, die ebenfalls eine Möglichkeit für private Anleger darstellen, sich an gewerblichen Immobilien indirekt zu be-

teiligen, hat der Geschlossene Immobilienfonds den Vorteil der sehr viel höheren Transparenz. In Abgrenzung zu börsennotierten Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs hat die Anlageform den Vorzug, dass die Performance nicht vom Auf und Ab der Börse abhängig ist.

Allerdings muss konstatiert werden, dass die nach wie vor vergleichsweise hohen Weichkosten die Wettbewerbsfähigkeit der Produktart beeinträchtigen. Die relativ zu anderen Immobilien-Anlageprodukten großzügige Vergütung des Vertriebssektors, die nach wie vor die

Regel ist, ist ein überkommenes Relikt aus der Ära der Steuersparmodelle. Es ist jedoch zu erwarten, dass sich auch hier – wie in den anderen in diesem Beitrag beschriebenen Bereichen – mittelfristig Wandlungen vollziehen werden.

Der Geschlossene Immobilienfonds, der nach dem Ende der Steuerspar-Ära von manchen Beobachtern und auch von Marktteilnehmern totgesagt oder als Auslaufmodell bezeichnet wurde, ist heute jedenfalls lebendiger denn je – aber er ist in vieler Hinsicht nicht mehr derselbe, der er noch vor fünf oder gar vor zehn Jahren war. ■