

## Geschlossene Immobilienfonds

## „Der Geschlossene Fonds ist eines der transparentesten Produkte“

Redaktionsgespräch mit Erich Seeger

**Obwohl der Absatz von Geschlossenen Fonds branchenweit um 37 Prozent auf 5,2 Milliarden Euro einbrach, gibt sich Erich Seeger für die Zukunft des Investmentvehikels zuversichtlich. Im Krisenjahr 2009 hätten die Investoren Liquidität gesucht und langfristige Anlagen aufgeschoben, erklärt er. Doch der Markt werde sich erholen, denn geschätzt sei die Anlageform nach wie vor – auch wenn einige Assetklassen (zum Beispiel Immobilien) derzeit mehr gefragt sind als andere. Auch in puncto Transparenz sieht der Initiator Geschlossener und Offener Immobilienfonds kaum noch Defizite. (Red.)**

**I&F** Das zurückliegende Jahr war eines der schwächsten für die Geschlossenen Fonds im Allgemeinen, auch für die Geschlossenen Immobilienfonds. Wie wird es 2010 weitergehen?

Dass sich der Absatz Geschlossener Fonds nach der Lehman-Pleite so schwach entwickelte, lag nicht an der Qualität der Produkte, sondern primär an der produktinhärenten langfristigen Kapitalbindung. Diese war im vergangenen Jahr aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten von den Anlegern nicht gewünscht. Die Investoren wollten abwarten, wie sich die Finanzmärkte und die Wirtschaft weiter entwickeln würden und ihre eigene Liquidität sicherstellen. Mittlerweile entspannt sich der Markt aber spürbar.

An der plötzlich fehlenden Nachfrage lag es auch, dass die Branche nicht alle Konzepte realisieren konnte, die geplant und auf den Weg gebracht waren. Zum Teil sind Fonds auch in der Platzierung stecken geblieben. Da nehme ich unser Haus nicht aus. Und dann ist aufgrund der Eigenkapital-Garantien teilweise oder auch in Gänze das entsprechende wirtschaftliche Risiko zu tragen. Das bindet natürlich Kapital, das für den Ankauf anderer Assets, die derzeit vielleicht mehr Nachfrage finden würden, fehlt.

Während die Anleger zunächst dem heimischen Markt vertrauten, weil sie diesen vermeintlich besser einschätzen können, finden mittlerweile auch Produkte mit ausländischen Core-Immobilien wie zum Beispiel in London und Benelux wieder Interesse. Bis jedoch risikoreichere Konzepte oder Blind Pools wieder abgesetzt werden können, wird es noch eine Weile dauern.

**I&F** Wird sich das Absatzvolumen der Fonds wieder auf Vor-Lehman-Niveau erholen?

Vor der Krise stieg der Fondsabsatz über Jahre hinweg. Auf dieses Vorkrisenniveau werden wir vermutlich mittelfristig wieder zurückkommen. Um die Zukunft des Geschlossenen Fonds ist mir daher nicht bange. Deutlich gestiegen sind jedoch die regulatorischen Anforderungen der Gesetzgeber und Verbraucherschützer. Das Produkt ist im Vertrieb noch informationsintensiver und dadurch noch transparenter geworden. Das bedeutet aber auch eine zeitintensivere Beratung, was den Absatz möglicherweise limitieren könnte.

**I&F** Was muss die Fondsbranche dafür tun?

Uns beschäftigen zwei Hauptthemen. Das eine ist die Asset-Beschaffung. Zwar sind



die Anleger im Immobilienbereich heute bereit, zu einer geringeren Rendite als vor ein oder zwei Jahren in 1a-Lagen zu investieren, doch mangelt es hier marktseitig am Angebot. Das betrifft im Übrigen nicht nur die Geschlossenen, sondern auch die Offenen Immobilienfonds. Das Transaktionsvolumen ist massiv zurückgegangen. So wurden zum Beispiel in Brüssel vor der Finanzkrise erstklassige Immobilien im Wert von 1,5 Milliarden Euro gehandelt, 2009 gab es nur noch eine Transaktion in der Größenordnung von 215 Millionen Euro. Das andere Thema ist die Finanzierung. Noch halten sich die Banken in der Neukreditvergabe für erforderliche Zwischenfinanzierungen zurück. Doch die Finanzierungsbereitschaft wächst langsam wieder.

Insgesamt genießen die Immobilienfonds derzeit aber noch höheres Vertrauen als andere Assetklassen. Bei den Containerschiffsfonds wird sich 2010 wahrscheinlich kaum etwas bewegen, denn die Investoren warten die wirtschaftliche Entwicklung noch ab. Investitionen in Solaranlagen haben der Krise lange Zeit gut widerstanden, doch jetzt verunsichern Verlautbarungen aus dem Bundesumweltministerium, die Einspeisevergütung zu überdenken. Die Förderung ist bereits um neun Prozent reduziert worden. Jetzt werden weitere 15 Prozent diskutiert. Und für Anlagen, die auf Ackerflächen errichtet wurden, soll es eine weitere Kürzung um zehn Prozent geben. Damit würde sich so manche Investition betriebswirtschaftlich nicht mehr rechnen. Initiatoren würden in diesem Fall verstärkt auf Projekte im Ausland ausweichen.

**I&F** Werden die Fonds künftig wieder einfacher?

Vom Einbruch im Fondsabsatz waren nicht nur komplexe Fondsstrukturen betroffen. Dass die Fonds aktuell

„Sicherheit geht vor Rendite.“

**Erich Seeger**, Mitglied des Vorstands, Commerz Real AG, Düsseldorf/Wiesbaden

wieder etwas einfacher gebaut sind, liegt an den Zielmärkten. Investitionen in Deutschland oder Benelux sind steuerlich nicht so kompliziert. Anders sieht es dagegen bei Engagements in Asien oder Amerika aus. Hier müssen häufig mehrstufige Vehikel geschaffen werden, um die steuerlichen Belastungen zu reduzieren. Diese Anlagen werden aber wiederkommen, wenn sich das wirtschaftliche Umfeld bessert, die Anleger mehr Vertrauen in die Märkte gewinnen und auch chancenorientiertere Geldanlagen wieder stärker gesucht werden.

**I&F** Welchen Stellenwert wird der Geschlossene Immobilienfonds künftig in den Portfolios der Anleger haben?

Der Marktabschwung wurde durch exogene Faktoren ausgelöst und betrifft neben den Geschlossenen Fonds auch viele andere Anlageklassen. Die wirtschaftliche Entwicklung zeigt mittlerweile wieder nach oben. Geschlossene Fonds im Allgemeinen und die Geschlossenen Immobilienfonds im Speziellen wird dies daher nicht nachhaltig beeinträchtigen. Denn nach wie vor bietet dieses Produkt vielfältige Vorteile für den Anbieter. Vor allem eignet es sich für die Risikodiversifikation, denn schon mit Beträgen ab 10 000 Euro lassen sich Investitionen in Assets und Märkte tätigen, die Privatanlegern sonst verschlossen wären. Die Entwicklung eines Geschlossenen Fonds hängt daneben von ganz anderen Parametern ab als eine Aktienanlage. Zudem sind Geschlossene Fonds aufgrund ihrer Langfristigkeit ein stabilisierender und diversifizierender Faktor im Portfolio.

**I&F** Für neue Geschlossene Fonds ist es derzeit schwer, Kredite zu bekommen. Haben Fondsiniciatoren mit einer Bank im Hintergrund einen Vorteil in der Fremdfinanzierung und im Vertrieb?

Zunächst muss man auf der Kreditseite zwischen der Endfinanzierung des jeweiligen Assets und der Zwischenfinanzierung für die Eigenkapitalgarantie des Initiators unterscheiden. Endfinanzierungen für valide Assets sind zu bekommen. Hier sind eher Fragen zu Margen und Konditionen sowie deren Vereinbarkeit mit der Fondskalkulation von Belang. Das Thema der Eigenkapital-Zwischenfinanzierung ist eine Fragestellung, die zwischen dem Initiator und dessen Shareholdern zu beantworten ist, denn diese tragen am Ende die Auswirkungen des Platzierungsrisikos. Jeder Shareholder muss dies für sich beantworten, wobei hier der Risikoappetit aufgrund der

Marktentwicklungen gleichwohl deutlich abgenommen hat. Ein Großteil unseres Fondsabsatzes entfällt auf Bankvertriebe – von den Groß- und Privatbanken bis zu den Volksbanken und Sparkassen. Diese Kreditinstitute und vor allem der eigene Mutterkonzern erwarten Produkte, die ein hohes Qualitätsversprechen abgeben und es auch halten. Deshalb sind unsere Produkte im Marktvergleich sehr konservativ kalkuliert.

Zudem stärkt der Fondsvertrieb über die Commerzbank auch das Vertrauen der anderen Vertriebspartner. Diese Verlässlichkeit schätzen nicht nur andere Banken, sondern auch freie Vertriebe. Seit

Wenn ein zehnjähriger Mietvertrag mit einem bonitätsstarken Mieter besteht, ist die Ausschüttungsrendite ziemlich zuverlässig bestimmbar. Schwieriger ist dagegen die Gesamtrendite eines Fonds zu prognostizieren. Im Grunde kann diese nur auf Annahmen basieren. Denn niemand weiß heute schon genau, wie schnell und zu welchen Konditionen eine Neuvermietung gelingt und wie viel dafür investiert werden muss. Eine weitere Variable ist die Inflationsrate, deren Entwicklung das Ergebnis eines Fonds nachhaltig beeinflussen kann.

Auch der zukünftige Verkaufspreis kann nur aufgrund von Multiplikatoren des

„Immobilienfonds genießen derzeit noch höheres Vertrauen als andere Assetklassen.“

eineinhalb Jahren vermitteln auch verstärkt freie Makler unsere Fonds – mit weiter steigender Tendenz.

**I&F** Welche Rendite erwarten Anleger heute von einem Geschlossenen Immobilienfonds?

Die Anleger Geschlossener Fonds sind in der Regel vermögende Investoren, die wissen, dass ein unternehmerisches Engagement Chancen und Risiken birgt. Sie haben in der Regel eine realistische Vorstellung von einem nachhaltigen Risiko/Ertrags-Profil. Grundsätzlich kann ein Geschlossener Fonds eine attraktive und vor allem nachhaltige Gesamtrendite erzielen. Für das schnelle Geld oder exorbitante Gewinne taugt das Produkt jedoch nicht. Daher richtet es sich auch an langfristig orientierte Investoren.

Derzeit gilt ganz klar: Sicherheit geht vor Rendite. Im Immobilienbereich heißt das, dass Investoren eine geringere Ausschüttungsrendite akzeptieren, wenn sie dafür eine 1a-Lage mit einer Top-Mietstruktur bekommen. Dagegen können B-Standorte oder kürzere Mietvertragslaufzeiten aktuell auch mit höherer Verzinsung kaum überzeugen. Deshalb werden derzeit vor allem deutsche Immobilien in den fünf Top-Märkten gesucht.

**I&F** Wie zuverlässig lassen sich die Ergebnisse eines Immobilienfonds in zehn Jahren vorhersagen?

angenommenen künftigen Mietniveaus hochgerechnet werden. Dabei spielt die Höhe der Instandhaltungsrücklage eine gewichtige Rolle. Wird diese zu niedrig angesetzt, sind zwar die Ausschüttungen höher, aber der Verkaufswert sinkt. Trotzdem kann in einem günstigen Markt ein besserer Verkaufspreis für die Immobilie erzielt werden als prognostiziert war. Stellschrauben gibt es also viele. Fondsiniciatoren, die ihr Geschäft langfristig betreiben wollen, sollten grundsätzlich konservativ kalkulieren.

**I&F** Welche Immobilienmärkte sind derzeit von Fondsanlegern gefragt?

Die Kernmärkte sind nach wie vor Deutschland und Benelux. Inzwischen werden auch wieder Immobilien in London oder Paris platziert und gesucht. Sogar Investments im weit entfernten Australien können offensichtlich platziert werden, wenn die Immobilie langfristig an einen bonitätsstarken Nutzer vermietet ist.

**I&F** Werden Wohnimmobilien-Fonds dem gesuchten Risiko/Ertrags-Profil der Anleger besser gerecht als klassische Fondsprodukte mit Büro-, Logistik- oder Handelsimmobilien?

Wohnungen können als Fonds ebenfalls eine gute Kapitalanlage sein, doch muss dafür auch das Fondsmanagement entsprechend aufgestellt sein und – wie bei jeder Anlage – über weitreichende

Kenntnisse des Marktes und des rechtlichen Rahmens verfügen. Wir haben uns jedoch auf Bürogebäude, Shoppingcenter und Einzelhandelsimmobilien spezialisiert und bieten Wohnungen deshalb nicht als Fondskonzept an.

Auch wir hören aktuell viel von Wohnimmobilien als Fondsanlage, doch sehen wir nur sehr wenige Produkte. Institutionelle Investoren suchen derzeit wieder Wohnimmobilien als Kapitalanlage und akzeptieren dabei auch geringere Rendi-

schafflicher Sicht Sinn machen und sich doch nur schwer vermarkten lassen. Denn die Fondszeichner sind keine Immobilienprofis. Sie möchten das auch gar nicht sein. Bevor ein Fonds in den Bauchladen eines Vertriebs kommt, wird das Produkt durch die Einkäufer der Vertriebsorganisation geprüft und bewertet. Dabei muss auch eine „Story“ geboten werden. Aktuell gilt: Je einfacher diese ist, je verständlicher das Produkt, desto größer ist der potenzielle Platzierungserfolg.

## „Fondszeichner sind keine Immobilienprofis.“

ten als bei Bürogebäuden. Der Grund für die Neuorientierung der institutionellen Anleger dürfte auch in den Kaufgelegenheiten zu sehen sein. Bei den hochwertigen Gewerbeimmobilien trifft die Nachfrage nur auf ein geringes Angebot. Gleichzeitig haben viele, fast ausnahmslos ausländische Investoren, in den vergangenen Jahren große Wohnimmobilien-Portfolios erworben und sich dabei nicht selten übernommen. Folglich geben diese Investoren – teilweise unter Verkaufsdruck – kleinere Pakete in den Markt. Diese bieten für langfristige Bestandhalter oft günstige Einkaufsmöglichkeiten. Diese Entwicklung versuchen auch einige Initiatoren Geschlossener Fonds zu nutzen.

### I&F Spielen Steuervorteile noch eine Rolle?

Die Besteuerung war und ist immer noch bedeutend, bildet aber längst nicht mehr das Hauptargument in der Anlageentscheidung. Bei Investitionen im Ausland kann ein günstiges Doppelbesteuerungsabkommen für den Anleger ein zusätzlicher Anreiz sein, mehr aber auch nicht. Denn ein erstklassiges Objekt wird durch den Steuervorteil attraktiver, eine mittelmäßige Immobilie jedoch nicht.

### I&F Wie muss ein Fondsvertrieb organisiert sein und was muss er leisten?

Für die Vertriebe und deren Kunden sind Geschlossene Immobilienfonds nur ein Produkt unter vielen. Deshalb müssen sich vielmehr die Initiatoren fragen, was sie für den Vertrieb leisten können. Gerade bei den Immobilienfonds kann manche Investition aus immobilienwirt-

### I&F Wie können Sie die Vertriebe steuern?

Es gibt zwar klare Absprachen zwischen dem Initiator und dem Vertrieb, eine Vertriebsgarantie ist jedoch sehr selten. In der Regel werden die Berater im Vertrieb mit Schulungen, Informationsmaterial und Kundenveranstaltungen unterstützt. Mit diesen Maßnahmen lässt sich schon vieles bewegen.

### I&F Wie stellen Sie sicher, dass der Berater Ihre Produkte auch fachgerecht an Ihre Zielkunden vermittelt?

Wir können nur für die Richtigkeit der Angaben im Prospekt haften, nicht für die Beratung. Für die richtige und umfassende Information der Anleger sind die Berater verantwortlich. Deshalb sind wir darauf bedacht, möglichst konservative Produkte mit vorsichtigen Annahmen zu entwickeln. Bei 92 Prozent aller Fonds, die von der Commerz Real seit ihrem Bestehen aufgelegt wurden, haben sich die Erlöse wie prospektiert oder besser entwickelt. Bei den übrigen Fonds hat sich vor allem die Inflationsrate anders entwickelt als angenommen. Am Ende der Laufzeit steht der Tag der Wahrheit. Erst dann zeigt sich, ob die Annahmen, die vor zehn, 15 oder 20 Jahren getroffen wurden, auch eingetreten sind.

### I&F Aber ein Fondsinitiator wird am Vertriebs Erfolg heute gemessen. Wie kann sichergestellt werden, dass die Produkte auch am Ende der Laufzeit noch das bringen, was im Prospekt versprochen wurde?

Die Vergütungsregeln in der Fondsbranche sehen eine Honorierung des langfris-

tigen Anlageerfolges heute in den allermeisten Fällen noch nicht vor. Nur über die Unternehmenskultur, die Produktphilosophie des Initiators und konservative Planungsannahmen können die Voraussetzungen geschaffen werden, dass die Qualität der Fonds langfristig stimmt.

### I&F Wie transparent sind für den Anleger die Fondskosten?

Im Prospekt werden alle Kosten explizit ausgewiesen. Heute reicht es aber nicht mehr, dem Kunden nur den Prospekt auszuhändigen, in dem die Kosten genannt sind. Dem Kunden muss zusätzlich bei der Fondszeichnung ein eigenes Beiblatt vorgelegt werden, in dem die einzelnen Kostenkomponenten nochmals übersichtlich aufgelistet sind. Ich vermute, dass der Trend eher in Richtung der Absenkung der Front-End-Kosten zugunsten einer Erhöhung der laufenden Kosten gehen wird.

### I&F Wie viel Transparenz wünscht der Kunde und wie viel können Sie als Initiator liefern?

Der Geschlossene Fonds ist eines der transparentesten Produkte am Kapitalmarkt. Bei kaum einem anderen Produkt werden dem Anleger so viele Informationen auch zu entsprechenden Risiken gegeben. Das Problem ist nur, dass sich offensichtlich nicht jeder die Mühe macht und die Zeit nimmt, den Fondsprospekt zu lesen. Dass jeder Anleger mit der Assetklasse, zum Beispiel Immobilien, vertraut ist oder sogar mehrere Fondsprodukte selbstständig vergleicht, kann aber auch nicht erwartet werden. Das ist die Aufgabe der Anlageberater und ihrer Einkaufsabteilungen.

### I&F Helfen Ratings dem Fondsabsatz oder dem Kunden?

Sie helfen beiden Seiten. Ratings sind die Meinung eines unabhängigen Dritten. Dem Kunden erleichtern die externen Urteile den Vergleich mit anderen Fonds und dem Vertrieb hilft es bei der Produktauswahl und erleichtert die Beratung. Für den Initiator zeigt das Rating, an welchen Stellen gegebenenfalls künftig optimiert werden muss.

Ratingagenturen sind aber auch keine Hellscher. Sie prüfen hauptsächlich, ob die Annahmen zur Fondsentwicklung plausibel sind und ob die Rendite eher konservativ oder eher sportlich kalkuliert wurde. Auch die Betrachtung der Risikokomponenten gehört zu deren Handwerk.

## I&F Verlangt der Vertrieb die Ratings?

Die Bankvertriebe verlassen sich relativ stark auf die eigenen Einkaufsabteilungen, die die Fonds und deren Annahmen prüfen, greifen aber ergänzend auch auf externe Betrachtungen zurück.

## I&F Lassen Sie sich Qualitätstestate von Ihren Vertrieben vorlegen?

Ein solches Qualitätssiegel in Form einer Art „Beraterlizenz“ ist in der Diskussion. Bislang gibt es das noch nicht. Für alle ist jedoch die Beraterhaftung ein starker Anreiz, sich mit den angebotenen Produkten gründlich auseinanderzusetzen, um den Kunden angemessen informieren zu können.

## I&F Braucht der Geschlossene Fonds mehr Regulierung?

Tendenziell geht der Trend in der Finanzindustrie zu einer höheren Regulierungsdichte. Die auf EU-Ebene in der Diskussion befindliche AIFM-Richtlinie deutet für die Geschlossenen Fonds in diese Richtung. Die Qualitätsanbieter der Branche werden keine Probleme haben, die nach heutigem Sachstand vorliegenden Anforderungen zu erfüllen.

Gelegentlich taucht der Wunsch nach inhaltlicher Prüfung der Prospekte durch die BaFin auf. Dies ist aus verschiedenen Gründen abwegig. Die BaFin prüft bereits formale Kriterien des Prospekts und kann sich nach meiner Ansicht bei der Vielzahl der Produkte schon aus Eigeninteresse gar nicht darauf einlassen. Das käme einer staatlichen Ratingagentur gleich. Durch noch so hohe Regulierung wird sich nicht verhindern lassen, dass einige Fondskonzepte nicht so funktionieren, wie es erwartet wurde, oder dass sich die im Prospekt erwähnten Risiken einer Kapitalanlage auch materialisieren.

## I&F Werden die Krise und die gestiegenen gesetzlichen Anforderungen an die Fondsinitiatoren den Markt weiter bereinigen?

Die Krise wird genauso zur Konsolidierung beitragen wie die erhöhten regulatorischen Anforderungen. Vor allem die diskutierte AIFM-Richtlinie geht mit einem administrativen Aufwand einher, den wahrscheinlich einige Initiatoren nur schwerlich bewältigen können. Daneben achten vor allem die Bankvertriebe künftig sicher noch mehr als bisher auf die nachgewiesene langfristige Qualitätshistorie der Anbieter.

## Wir laden ein

# 27. Tag des Risikos

## Management, Prävention, Abwicklung – Herausforderungen für das Risikocontrolling

am 29. April 2010,  
Hotel Marriott, Frankfurt am Main

Es referieren unter anderem für Sie:

**Dr. Hartmut Bechtold**, Geschäftsführer,  
True Sale International GmbH, Frankfurt/Main

**Christian Grauel**, Unternehmensberater, Eschborn

**Dr. Marcel Köchling**, Vizepräsident, Bundesvereinigung Kreditankauf und Servicing e.V., Berlin

**Dr. Carsten Lehr**, Mitglied der Geschäftsführung,  
Bundesrepublik Deutschland – Finanzagentur GmbH,  
Frankfurt/Main

**Peter Neu**, Partner, Managing Director,  
The Boston Consulting Group GmbH, Frankfurt/Main

**Dr. Georg Stocker**, Stellv. Vorsitzender des Vorstands,  
Frankfurter Sparkasse, Frankfurt/Main

Eine Veranstaltung  
der Zeitschriften

**Immobilien &  
Finanzierung**

Zeitschrift  
für das gesamte

**Kreditwesen**



Das komplette Programm folgt in Kürze. Gerne können Sie sich auch jetzt schon anmelden, siehe unten. Teilnahmegebühr inkl. Imbiss/Getränke: € 780,- zzgl. MwSt. Abonnenten der Zeitschrift „Immobilien & Finanzierung“ und „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“ erhalten 15% Ermäßigung.



**Verlagsgruppe Knapp/Richardi |**

Aschaffener Straße 19 | 60599 Frankfurt am Main |

Anmeldungen: Sandra Gajewski | Telefon: (0 69) 97 08 33-20 | Fax: (0 69) 707 84 00 |

E-Mail: tagungen@kreditwesen.de | Internet: <http://www.kreditwesen.de>