

Zur Situation bei US-Fonds: kein Grund zum Pessimismus

Kai P. Bender

Dass der Absatz Geschlossener US-Fonds in der zweiten Hälfte des Vorjahres einbrach, schreiben die Initiatoren der Subprime-Krise zu. Rezessionsängste lassen seitdem die Anleger zögern. Zu Unrecht, meint der Autor und wirbt dafür, den günstigen Dollar-Kurs für die Investition in US-Gewerbeimmobilien zu nutzen. Doch die Preise für Core-Objekte sind hoch – zu hoch, um attraktive Renditen abzuwerfen. Daher suchen die Fondshäuser jetzt Anlagemöglichkeiten in Projektentwicklungen und Nebenstandorten. Dort ist die Fondsperformance jedoch kaum zu prognostizieren. (Red.)

Voraussichtlich mehr als einer Million US-Hausbesitzern droht 2008 die Zwangsversteigerung. Immer mehr Banken melden Kreditausfälle in Milliardenhöhe. Neben der Finanzkrise schüren die steigende Arbeitslosigkeit und das Einbrechen des Konsums die Furcht vor einer Rezession. Vor diesem Hintergrund sind immer mehr private Anleger verunsichert, ob sie weiterhin auf Investitionen in den USA setzen sollten.

USA – wichtiger Anlagemarkt

Traditionell sind die USA bei den Deutschen ein gefragter Anlagemarkt. Neben amerikanischen Aktienfonds sind in besonderem Maße auch Geschlossene US-Immobilienfonds beliebt. In den Jahren 1996 bis 2007 legten deutsche Anleger umgerechnet insgesamt 13,61 Milliarden Euro in Geschlossene US-Immobilienfonds an. Das ist deutlich mehr als in allen anderen ausländischen Märkten. So lag das kumulierte Eigenkapital für die Niederlande, dem nach kumulierten Eigenkapital zweitwichtigsten Auslandsmarkt für Geschlossene Fonds, nur bei 3,83 Milliarden Euro. Bei allen übrigen Geschlossenen Auslandsimmobilienfonds lag es zusammen bei 8,27 Milliarden Euro.

Es ist unwahrscheinlich, dass Geschlossene US-Fonds durch die Finanzkrise stark an Bedeutung verlieren. Tatsächlich ist der Einstieg in den US-Immobilienmarkt gerade jetzt für viele Investoren sehr interessant. So stimmen die grundlegenden Wirtschaftsdaten optimistisch. Das jährliche Wachstum der weltweit größten Volkswirtschaft betrug in den vergangenen zehn Jahren durchschnittlich über drei Prozent jährlich. Die Ar-

beitslosenquote liegt mit etwa fünf Prozent noch immer deutlich unter dem Durchschnitt vieler anderer wichtiger Industrieländer. Zudem verzeichnen die USA im Gegensatz zu den meisten europäischen Staaten ein positives Bevölkerungswachstum. Das Land wächst jährlich um etwa drei Millionen Menschen.

Auch aufgrund des schwachen Dollars ist der Einstieg in den US-Markt derzeit günstig – und ein Ausstieg entsprechend problematisch: Anleger würden erhebliche Wechselkursverluste realisieren. Investoren, die sich beispielsweise von amerikanischen Aktienfonds trennen wollen, tauschen daher – gerade zum jetzigen Zeitpunkt – nicht in Euro um. Vielmehr suchen sie nach alternativen Anlagen in US-Dollar, in die sie umschichten können. Hier bieten sich unter anderem Geschlossene US-Immobilienfonds an.

Preisaufrtrieb bei Core-Objekten

Bei den klassischen US-Investments vieler Geschlossener Fonds handelt es sich um Büroobjekte in 1a-Lagen der 24-Stunden-Städte wie New York oder Los Angeles. Konzipiert sind solche Fonds in der Regel als Ein-Objekt-Gesellschaft: 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.

Die starke Nachfrage institutioneller Investoren nach derartigen Objekten führte in den vergangenen Jahren zu einem beträchtlichen Anstieg der Kaufpreise, in denen hohe Mietsteigerungen schon antizipiert wurden. Die Nettoanfangsrenditen sackten bis auf unter vier Prozent für Top-Objekte ab. Viele Initiatoren Geschlossener Fonds, die auf dieses Marktsegment fokussiert waren, nutzten die Gelegenheit, um diese Immobilien mit zum Teil herausragenden Ergebnissen für die Anleger zu verkaufen.

Nebenstandorte mit Potenzial

Von Neuinvestitionen in solche Objekte sahen in dieser Marktsituation die meisten Initiatoren ab. Denn nach Abzug der fondsspezifischen Kosten sind unter solchen Bedingungen keine Ausschüttungen und keine Gesamtrenditen zu erzielen, die den Ansprüchen von Anlegern gerecht würden. Hinzu kommt, dass angesichts der gestiegenen Zinsen 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 noch vor einigen Jahren war.

Eine attraktive, von Emissionshäusern allerdings kaum genutzte Alternative zu den genannten Investitionen in den amerikanischen Bürohochburgen stellen Investitionen in „kleinere“ Büroimmobilien abseits der 24-Stunden-Städte dar. Solche Immobilien in „B-Standorten“ liegen unterhalb der Wahrnehmungsschwelle institutioneller Investoren, da diese große Kapitalsummen am Markt unterbringen müssen und die Transaktionskosten bei solchen Objekten zu hoch für sie wären.

Insbesondere durch Investments mit einem Volumina von unter 50 Millionen US-Dollar sind noch Renditen von etwa sieben Prozent möglich. Zwar sanken in den vergangenen Jahren in allen Größenklasse die Renditen. Insgesamt jedoch fiel der Rückgang umso stärker aus, je größer die Immobilien waren. Die relative Attraktivität der „kleinen“ Immobilien ist also beträchtlich gestiegen.

Es ist damit zu rechnen, dass künftig vor allem der Wert von Immobilien steigt, die – unabhängig von der Entwicklung

Der Autor

Kai P. Bender ist Geschäftsführer der ACRON GmbH, Düsseldorf.

der Kapitalmarktnachfrage – überdurchschnittlich stark von potenziellen Nutzern nachgefragt werden. Dies ist insbesondere auch in den Wachstumsregionen zu erwarten, die von der Dynamik stark expandierender Branchen profitieren und ein im Vergleich zu den USA insgesamt überdurchschnittliches Bevölkerungswachstum aufweisen. Hierzu gehören beispielsweise Dallas und Houston.

Die Voraussetzung für den Erfolg einer Investition gerade in diesen kleineren Bürostandorten ist eine hervorragende, über Jahre hinweg aufgebaute Marktkenntnis. Darüber verfügt kein Initiator flächendeckend. Eine ausreichende Vor-Ort-Expertise kann sich ein Unternehmen vielmehr nur für bestimmte Teilmärkte aufbauen, indem es in diesen Märkten über Jahre Mitarbeiter vor Ort hat, die den Markt beobachten und dort extrem gut vernetzt sind.

Trend zu Investitionen mit höherem Chancen-Risiko-Profil

Die meisten Initiatoren entschieden sich jedoch vor dem Hintergrund der hohen Preise für Core-Immobilien in den großen Städten für Investments im höheren Risikosegment, um so eine höhere Rendite prognostizieren zu können. Bei diesen Beteiligungen handelt es sich entweder um Projektentwicklungsfonds oder um Fund-in-Fund-Modelle, beide häufig mit einem hohen Fremdkapitalanteil.

Projektentwicklungsfonds, die in eine oder auch mehrere Projektentwicklungen investieren können, zielen darauf ab, Neubauten oder Entwicklungen im Bestand zu realisieren, die mit hohen Ertragsmöglichkeiten verbunden sind. Hier werden derzeit Gesamtrenditen von rund zehn Prozent avisiert.

Bei Projektentwicklungsfonds handelt es sich in der Regel um sogenannte Blind-Pools, weil zum Vertriebsstart zwar die Fondsstrategie feststeht, jedoch häufig noch keine konkreten Projekte. Die Fondsstrategie enthält bei den einzelnen Initiatoren unterschiedlich konkrete Vorgaben. So ist zum Beispiel denkbar, dass die Investitionsstrategie festlegt, dass nur in bestimmten Regionen oder nur in bestimmte Nutzungsarten investiert werden darf – möglich ist aber auch, dass der Initiator dies nur sehr unpräzise beschreibt.

Besonders riskant sind Fonds, bei denen zum Start des Fonds noch nicht einmal bekannt ist, mit welchem Projektent-

wickler der Initiator zusammenarbeiten wird. Insgesamt gilt: Je weniger der Anleger weiß, desto mehr muss er auf die Erfahrung, Kompetenz und Leistung des Initiators vertrauen, denn davon hängt der wirtschaftliche Erfolg des Fonds maßgeblich ab. Da bei Blind-Pools die Immobilieninvestitionen beim Fondsstart noch nicht oder nur teilweise feststehen, sind die Zeitpunkte und die Höhe der Ausschüttungen, mit denen auch die Eigenkapitalrückflüsse erfolgen, anders als bei Core-Fonds nicht bestimmbar. Sie erfolgen unregelmäßig und in unterschiedlicher Höhe.

Begrenzen lassen sich die Risiken, indem ein Projektentwicklungsfonds nicht nur ein einziges Grundstücksinvestment realisiert, sondern sich an einer Vielzahl ähnlicher Projekte an unterschiedlichen Standorten beteiligt – idealerweise an solchen Grundstücken, bei denen aufgrund ihrer Lage sowie der Nachfrageentwicklung mit Wertsteigerungen zu rechnen ist. Dazu zählen Standorte, die von einem starken Bevölkerungswachstum sowie beispielsweise von einem geplanten Ausbau der Verkehrsinfrastruktur oder von der Ansiedlung beziehungsweise Expansion eines bestimmten Unternehmens profitieren.

Einen weiteren Fondstypus mit höherem Chancen-Risiko-Profil stellen Fund-in-Fund-Modelle dar: Bei diesem Konzept investiert der deutsche Geschlossene Fonds 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 angestrebt; auf Ebene des Dachfonds werden in der Regel Renditen um die zehn Prozent prognostiziert. Fund-in-Fund-Modelle sind ebenfalls oftmals Blind-Pools, bei denen die Investitionsobjekte nicht oder nur teilweise feststehen, weil die Zielfonds noch nicht oder erst teilweise bekannt sind.

Da die Anlagerisiken bei Projektentwicklungsfonds und Fund-in-Fund-Modellen höher sind als bei Core-Investments, müssen Anleger hier noch mehr als sonst prüfen, ob der Initiator über

ein erfahrenes und kompetentes Management sowie eine ausgezeichnete Kenntnis des Marktes verfügt. Generell bilden Leistungsbilanzen eine gute Möglichkeit zu überprüfen, ob der Initiator in der Vergangenheit das zu halten vermochte, was er versprochen hat. Sie werden heute von praktisch allen seriösen Marktteilnehmern erstellt.

Grenzen der Leistungsbilanzen

Leistungsbilanzen orientieren sich bei der Darstellung ihrer Beteiligungsangebote an den vom Verband Geschlossene Fonds (VGF) verabschiedeten Richtlinien. Allerdings beschränken sich diese Richtlinien auf „klassisch“ konzipierte Fonds. Für Projektentwicklungsfonds, bei denen die Investitionsobjekte noch nicht feststehen, und für Fund-in-Fund-Modelle mit bislang unbekanntem Zielfonds werden in der Regel keine Planwerte prospektiert, daher können sie mit den bestehenden Leistungsbilanzstandards nicht erfasst werden.

Insgesamt lässt sich konstatieren, dass sich Projektentwicklungsfonds und Fund-in-Fund-Modelle durch ihr insgesamt deutlich erhöhtes Chancen-Risiko-Profil in erster Linie für risikofreudige Investoren als Beimischung im Portfolio eignen. Dagegen können Investitionen in kleinere Core-Immobilien in B-Standorten auch für eher konservativ agierende Anleger eine Option sein.

