

## Geschlossene Fonds

# Konzeptionelle Parameter für Wohnimmobilienfonds

Hermann Wüstefeld

**Wohnimmobilien avancierten in den vergangenen beiden Jahren zum Liebling der Investoren. Diesen Trend haben auch die Initiatoren Geschlossener Immobilienfonds erkannt. Bereits im Herbst 2009 legte die Fondstochter der Deutschen Bank mit dem DWS Access Wohnen ein Beteiligungsmodell für Anlagen in Wohnimmobilien auf. Doch Wohnungsvermietung und -handel erfordern ein anderes Know-how als das Management von gewerblichen Flächen, zumal Wohnimmobilienfonds eine deutlich größere Zahl an Objekten und Standorten verwalten müssen als dies für Geschlossene Fonds üblich ist. Ohne externe Dienstleister ist dies schwierig, weiß auch der Autor. (Red.)**

**G**eschlossene Immobilienfonds zeichnen sich im Vergleich zu anderen indirekten Immobilienanlagen generell durch eine relativ große Nähe zum Direktinvestment aus. Abzüglich der sogenannten Weichkosten und einer Liquiditätsreserve wird das von den Fondszeichnern eingebrachte Eigenkapital im Wesentlichen vollständig in die vom Fonds zu erwerbenden Immobilien investiert. Das Vorhalten einer gesetzlich vorgeschriebenen Mindestliquidität wie bei einem Offenen Immobilienfonds entfällt und damit auch der Nachteil einer Verwässerung des mit Immobilien erzielten Anlageerfolges durch den möglicherweise hohen Anteil liquider Mittel.

## Vermietung versus Privatisierung

Wie erfolgreich eine Investition in einen Geschlossenen Wohnimmobilienfonds verläuft, entscheidet sich grundsätzlich auf zwei Ebenen. Zum einen ist dies die Ebene des eigentlichen Immobilieninvestments. Hierzu zählen alle Faktoren, die auch bei einem Direktinvestment relevant wären, wie zum Beispiel die Auswahl der Standorte und der Objekte oder die Entwicklung an den jeweiligen Märkten. Auf der zweiten Ebene wirken sich all jene Faktoren aus, die mit der Tatsache im Zusammenhang stehen, dass es sich eben nicht um ein Direktinvestment, sondern um eine Fondsbeteiligung handelt. Genannt seien beispielsweise die Managementleistung des Fondsinitiators, die Kompetenz und Leistungsfähigkeit des Asset Managers und die rechtliche Konstruktion des Fonds.

Die Strategie eines Geschlossenen Wohnimmobilienfonds kann sich zum einen

auf den Erwerb, das Halten und das Bewirtschaften eines bestimmten Immobilienbestandes fokussieren, wobei vor allem die Erzielung möglichst kontinuierlicher Mieterträge im Vordergrund steht. Zum anderen ist es möglich, einen bestimmten Wohnungsbestand zu erwerben und die Wohnungen anschließend im Wege der Einzelprivatisierung an Kapitalanleger oder Selbstnutzer weiterzuveräußern, wobei der Akzent mehr auf der Erzielung von Veräußerungserlösen als auf den Mieterträgen liegt.

Grundsätzlich können beide Strategien erfolgreich sein. Eine interessante Kombination ergibt sich, wenn der Schwerpunkt auf die langfristige Vermietung gelegt wird, man darüber hinaus aber die Möglichkeit nutzt, Erlöse aus dem Verkauf von Einzelwohnungen zu realisieren. Gerade bei Einzelverkäufen von Wohnungen ist jedoch zu beachten, dass diese Strategie besonders hohe Anforderungen an die Expertise des Asset Managers stellt. Diese Expertise sollte dann in jedem Fall bereits in die Ankaufsentscheidung des einzelnen Objektes einfließen.

Unabhängig davon, ob der Schwerpunkt auf der Bestandsbewirtschaftung, auf der Privatisierung oder auf einer Kombination aus beidem liegt, sollten aber grundsätzlich nur solche Investitionsobjekte erworben werden, die langfristig vermietungsfähig sind. Investoren, die

## Der Autor

**Dr. Hermann Wüstefeld** ist Managing Director der DWS Finanz-Service GmbH, Frankfurt am Main.

diesen Aspekt vernachlässigen, weil sie ohnehin eine baldige Weiterveräußerung anstreben, gehen ein erhebliches Risiko ein. In den vergangenen Jahren haben dies auch große international agierende Investorengruppen zum Teil schmerzlich erfahren müssen, die größere Wohnimmobilienportfolios ausschließlich in der Erwartung erworben haben, sie bereits nach kurzer Haltefrist wieder zu einem deutlich höheren Preis verkaufen zu können.

## Neubau versus Bestand

Eine zweite grundsätzliche Entscheidung betrifft die Frage, ob nur in bereits bestehende Objekte oder auch in Neubau-Projektentwicklungen investiert werden soll. Hierbei ist zu bedenken, dass Projektentwicklungen mit zusätzlichen Risiken im Hinblick auf Bauzeit, Baukosten, Fertigstellung und Bauqualität verbunden sind, die bei Bestandsimmobilien weitgehend entfallen.

Ein weiterer Vorteil von Investitionen in bestehende Immobilien besteht darin, dass sich der Erwerber im Rahmen der Due Diligence die Bauqualität im Detail analysieren und sich auch bereits ein recht gutes Bild davon machen kann, welche Wohnqualität die betreffenden Immobilien bieten und wie ihre Akzeptanz bei den Mietern zu beurteilen ist. Bei Neubauten, die sich noch in der Realisierung befinden, ist es mitunter schwer abzuschätzen, wann und in welcher Qualität sich ein auf Dauer stabiles Wohnumfeld herausgebildet haben wird.

Hinzu kommt, dass Bestandsimmobilien häufig zu günstigeren Einstandspreisen erworben werden können als Neubauten oder Projektentwicklungen, wohingegen für Letztere bei einem Verkauf kurz nach der Fertigstellung oft kein Preis erzielt werden kann, der die angefallenen Baukosten vollständig deckt. Erst im Laufe der Zeit tritt dieser Aspekt in den Hintergrund, und die Wertentwicklung wird zunehmend durch die Marktentwicklung, durch individuelle Qualitätsmerkmale und nicht zuletzt auch durch die Leistung des Asset Managers beeinflusst.

Zwei wesentliche Kriterien für die langfristige Vermietbarkeit einer Immobilie und damit auch für die Werthaltigkeit eines Immobilieninvestments sind der bauliche Zustand und die Ausstattung des Gebäudes. Es liegt auf der Hand, dass erst kürzlich fertiggestellte Neubauten oder frisch sanierte Altbauten tendenziell auf eine größere Nachfrage treffen als

solche, bei denen ein offensichtlicher Instandhaltungs- und Modernisierungsrückstau zu erkennen ist.

Werden ältere, nicht sanierte Bestandsobjekte erworben, so ist ein entsprechender Modernisierungsaufwand beim Ankauf einzukalkulieren, da anderenfalls mit zunehmenden Vermietungsproblemen zu rechnen ist. Da eine umfangreiche Sanierungsmaßnahme jedoch faktisch einer Projektentwicklung im Bestand gleichkommt und demzufolge auch zu einem großen Teil mit den für Projektentwicklungen typischen Risiken behaftet ist, dürfte die Beschränkung auf Objekte ohne größeren Modernisierungsrückstau in der Regel die bessere Alternative sein.

Neben Bauqualität und Ausstattung ist auch zu prüfen, ob die für eine Investition in Frage kommenden Wohnungen im jeweiligen Umfeld marktadäquat sind. Je nachdem, welche Zielgruppen die Nachfrage in einem bestimmten lokalen Markt maßgeblich prägen, können ganz unterschiedliche Wohnungsgrößen und -grundrisse gefragt sein. So sind die Anforderungen von potenziellen Mietern in einem überwiegend von älteren Menschen bewohnten Stadtquartier ganz andere als etwa in einem Studentenviertel oder in einer hauptsächlich von jungen Familien geprägten Wohngegend.

### Standortqualität und geografische Streuung des Portfolios

Wohnimmobilienfonds, die nur in ein oder wenige Objekte investieren, sind insofern nicht sinnvoll, als sie einen wesentlichen Nachteil der typischen Direktanlagen von Privatpersonen in Wohnimmobilien – die fehlende Risikostreuung – beibehalten. Stattdessen sollten die Sondervermögen in ein Portfolio unterschiedlicher Immobilien investieren, das groß genug ist, um Diversifikationseffekte nutzen zu können. Eine entscheidende Bedeutung kommt dabei der Qualität der Standorte und der geografischen Streuung des Portfolios zu.

Untersuchungen des Rating- und Analyseinstituts Feri haben ergeben, dass die Wertentwicklung einer Immobilie mindestens zur Hälfte nicht von individuellen Qualitätsmerkmalen, sondern von der wirtschaftlichen Entwicklung am jeweiligen Standort abhängt. Dies gilt auch für Wohnimmobilien, und insofern sollte eine Analyse der Wirtschaftsstrukturen und der Zukunftsperspektiven der am stärksten vertretenen Branchen

eine wichtige Komponente der Entscheidungsfindung bei Wohnimmobilieninvestments sein.

Darüber hinaus sind für Wohnimmobilien natürlich die demografischen Entwicklungen äußerst wichtig. Bei der Standortwahl sollte man nicht die Mühe einer detaillierten Betrachtung bis hin zur Mikrolage scheuen. Denn allgemeine demografische Trendaussagen – etwa bezogen auf ganz Deutschland – sind für konkrete Investitionsentscheidungen wenig hilfreich, da die Situation an den einzelnen Standorten von teilweise höchst unterschiedlichen und oft auch gegensätzlichen Trends bestimmt wird. Gute Perspektiven für Wohnimmobilieninvestments versprechen solche Standorte, die im Rahmen der Binnenwanderung von Zuzügen profitieren und eine wachsende Bevölkerungs- und Haushaltszahl aufweisen. Dies wiederum steht in der Regel in engem Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Entwicklung einer bestimmten Region. Unter diesen Gesichtspunkten kommen vor allem die großen Metropolregionen aber auch ausgewählte Oberzentren als Investitionsstandorte in Betracht.

Last but not least stellt die Qualität des Asset Managements einen der zentralen Erfolgsfaktoren dar. Dies muss sämtliche Phasen des Investments umfassen, angefangen von der Due Diligence und Ankauf über die Bewirtschaftungsphase bis hin zum Exit. In diesem Punkt sollte der Initiator seine eigene Rolle und seine eigenen Kapazitäten bereits in der Konzeptionsphase realistisch einschätzen. Ein professionelles Management umfangreicher Wohnungsbestände erfordert Ressourcen und eine fachliche Expertise, die auf Seiten eines Fondsinitiators in der Regel nicht gegeben sein dürften. Diese Aufgabe sollte daher einem spezialisierten Dienstleister übertragen werden, der dies kostengünstiger, effizienter und in höherer Qualität leisten kann.

Aus Sicht des Fondsinitiators ist der entscheidende Erfolgsfaktor hierbei die Auswahl eines geeigneten Partners. Dieser sollte eine umfassende Wohnimmobilienexpertise nachweisen und durch einen entsprechenden Track Record belegen können. Zu klären ist, ob der betreffende Dienstleister die gesamte Wertschöpfungskette im Lebenszyklus einer Wohnimmobilie abdecken kann oder ob er in bestimmten Situationen auf Drittdienstleister angewiesen wäre. Ein weiteres Auswahlkriterium ist die Vor-Ort-Präsenz in den infrage kommenden regionalen Märkten. ■

## Soeben erschienen!



**Die Eskalation der Finanz- zur Wirtschaftskrise**  
Von Bernhard Nietert (Hrsg.)  
2011. 136 Seiten,  
broschiert, 17,90 Euro.  
ISBN 978-3-8314-1233-4.

An der Brisanz des Themas hat sich seit dem Ausbruch der Finanzkrise Mitte 2007 nichts geändert. Zwar gibt es mittlerweile eine Vielzahl von Büchern, die sich mit Ursachen und Auswirkungen der Krise auseinandersetzen, doch dieses Buch geht inhaltlich darüber hinaus.

Es diskutiert nämlich nicht nur die ABS-Transaktionen, sondern ebenso wichtige Aspekte wie die Rolle von Entscheidungssystemen, von makroökonomischen Modellen, Bilanzierungsregeln und Qualitätsanforderungen an Aufsichtsräte. Und es untersucht neben den Wegen in die Krise hinein auch die, die wieder herausführen – also krisenbedingte Anpassungen der Fiskal-, Arbeitsmarkt- und Geldpolitik einschließlich potenzieller Exit-Strategien nach Ausklingen der Krise.

### Fritz Knapp Verlag

60046 Frankfurt | Postfach 11 11 51  
Telefon (069) 97 08 33-21  
Telefax (069) 707 84 00  
E-Mail: [vertrieb@kreditwesens.de](mailto:vertrieb@kreditwesens.de)  
[www.kreditwesens.de](http://www.kreditwesens.de)