

Der Zweitmarkt für institutionelle Fondsbeteiligungen – Mehr Liquidität für die indirekte Immobilienanlage

Dr. Steffen Hartmann (Abteilungsleiter Immobilien), Thomas Gsaenger (Portfolio Manager)

Investitionen in institutionelle indirekte Immobilienanlagen erfreuen sich nach wie vor einer großen Beliebtheit. Die nicht vorhandenen oder nur eingeschränkten Liquiditätsmechanismen dieser Anlageform werden gern ausgeblendet. Allerdings entspannt sich auch mit der zunehmenden Bedeutung des Zweitmarkts für institutionelle Fondsanteile diese Problematik. Bei Zweitmarkttransaktionen übernehmen institutionelle Investoren oder auf Zweitmarktstrategien spezialisierte Fonds Anteile an nicht-börsennotierten, institutionellen Fonds oder Beteiligungen. Das Geschäft ist für alle Beteiligten attraktiv, steht in Deutschland aber noch ganz am Anfang.

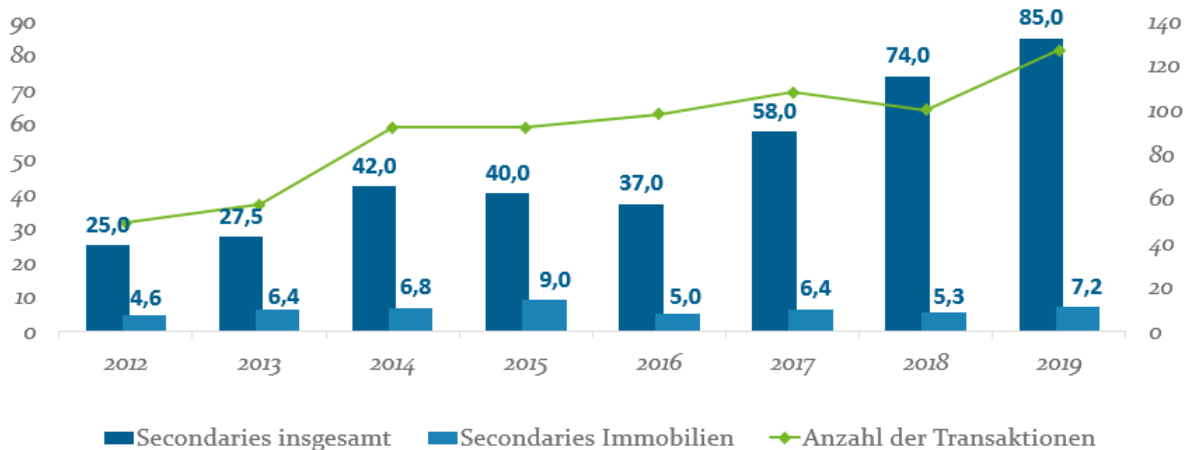
Deutsche Fondsstrukturen bei internationalen Investoren bislang kaum im Fokus

Der Handel von Anteilen an institutionellen Immobilienfondsbeteiligungen über den Zweitmarkt ist noch vergleichsweise jung und hatte weltweit in den vergangenen Jahren am insgesamt auf dem Zweitmarkt gehandelten Volumen einen Anteil von rund 7 bis 13%. Das entspricht für 2019 in etwa einem Transaktionsvolumen von rd. 7,2 Mrd. Dollar. Weil Transaktionen zwischen den Bestandsanlegern eines Fonds in der Regel diskret ohne Einschaltung von Intermediären abgewickelt und nicht öffentlich bekannt gegeben werden, dürften die Volumina sogar noch deutlich höher sein.

Secondaries Transaktionen

in Mrd. US\$

Anzahl der Transaktionen



Quelle: Greenhill, Landmark Partners, Setter Capital, Helaba Invest

Helaba Invest

Junghofstraße 24 · 60311 Frankfurt · Telefon 069.29970-0 · Fax 069.29970-630
Kapitalanlagegesellschaft mbH / www.helaba-invest.de

Seit dem Aufkommen des Immobilienzweitmarkts dominiert der Handel von Anteilen an Immobilienfonds mit Fokus auf die USA und Europa, wobei der Großteil des europäischen Handelsvolumens wiederum auf den UK-Markt entfällt. Der Markt in Deutschland steckt im Vergleich dazu sowohl hinsichtlich des Transaktionsvolumens, der Anzahl durchgeführter Transaktionen wie auch der Anzahl auf Zweitmarktstrategien spezialisierter Fonds noch in den Kinderschuhen. Zurückzuführen ist dies vor allem auf die Besonderheiten der deutschen Immobilienbewertungsmethodik und die für internationale Investoren weitgehend unbekanntes Fondsstrukturen.

Vor dem Hintergrund der aktuellen Corona-Krise ist derzeit ein zunehmendes Angebot von Immobilienfonds am Zweitmarkt zu beobachten. Auf Grund der hohen Unsicherheit über die Auswirkungen der Krise auf den Immobilienmarkt und damit einhergehend auf die Bewertung der Immobilienfonds finden jedoch kaum tatsächliche Transaktionen statt. Hier ist davon auszugehen, dass in Abhängigkeit der Dauer der Corona-Krise ab dem 3. Quartal 2020 zunehmend Marktaktivitäten zu beobachten sind. Mögliche Preiskorrekturen können dabei attraktive Einstiegsmöglichkeiten in zuletzt hoch bewerteten Immobilienmärkten bieten.

Zunehmende Nutzung des Zweitmarkts als Instrument für aktives Portfoliomanagement

Nach der globalen Finanzkrise waren zunächst Verkäufe von Anteilen an Immobilienfonds wegen regulatorischer Verschärfungen eines der Hauptmotive, um auf dem Zweitmarkt aktiv zu werden. Mittlerweile stellen vor allem strategische Motive im Mittelpunkt. Der Sekundärmarkt dient zunehmend als Instrument für aktives Portfoliomanagement, etwa zur Anpassung der Asset Allocation oder zur Neuausrichtung der indirekten Immobilienanlagen. Ebenso kann die Optimierung des Portfolios durch eine Verkleinerung des Fondsanbieterkreises und/oder dem Abbau volumenmäßig kleiner Beteiligungen ein Motiv für den Verkauf von Fondsanteilen sein. Der in solchen Fällen gewünschte schnelle Ausstieg aus dem Zielinvestment ist für Anleger geschlossener wie auch offener institutioneller Immobilienfonds mit ihrer traditionell geringen Cash-Liquidität gar nicht bzw. nur eingeschränkt möglich. Einen Ausweg aus diesem Dilemma kann der Zweitmarkt bieten: Auf ihm haben potentielle Verkäufer die Möglichkeit, sich auch von geschlossenen Vehikeln oder Fonds mit geringer Cash-Liquidität, limitierten Rücknahmevermögungen oder zeitlich begrenzten Rücknahmefenstern zu trennen. Der Zweitmarkt verschafft Anlegern somit Liquidität in einer eigentlich weitgehend illiquiden Assetklasse.

Die potenziellen Käufer sind ebenfalls vor allem aus strategischen Gründen auf dem Zweitmarkt unterwegs. So können durch Zweitmarktkäufe Positionen schneller aufgebaut werden. Bei der Zeichnung eines neu aufgelegten Fonds dauert es dagegen teilweise drei bis vier Jahre, bis das Kapital vollständig abgerufen ist. Da Zweitmarktakteure in ein bestehendes Portfolio investieren, partizipieren sie unmittelbar nach Abschluss der Transaktion an der Mietrendite sowie Wertsteigerung der Objekte. Darüber hinaus ermöglichen Zweitmarktstrategien die Investition in attraktive Fonds, die eigentlich bereits geschlossen sind und kein neues Kapital mehr annehmen. Nicht zuletzt können sich über den Zweitmarkt im Vergleich zu der Zeichnung eines neu aufgelegten Fonds günstigere Einstiegspreise ergeben.

Helaba Invest

Junghofstraße 24 · 60311 Frankfurt · Telefon 069.29970-0 · Fax 069.29970-630
Kapitalanlagegesellschaft mbH / www.helaba-invest.de

Dies ergibt sich insbesondere im Falle von deutschen Fondsstrukturen aus der meist restriktiven Bewertungssystematik der Sachverständigen, deren Verkehrswerte in Zeiten steigender Preise den tatsächlichen Marktwerten häufig hinterherhinken. Die eingekauften stillen Reserven dienen dann in schwierigen Marktphasen als Sicherheitspolster oder führen in guten Marktphasen bei einer Aufholung der Verkehrswerte auf Marktniveau bzw. der Veräußerung von Objekten zum Marktwert zu einer Überrendite. Ein weiterer Vorteil von Zweitmarktstrategien ist die Risikominimierung durch die mögliche detaillierte Analyse des Zielinvestments, da in ein bestehendes Portfolio mit Historie und nicht in einen Blind Pool investiert wird.

Hohe Expertise für eine erfolgreiche Zweitmarkttransaktion notwendig

Die größte Herausforderung für eine erfolgreiche Zweitmarkttransaktion ist für den Käufer neben der Identifikation potenzieller Investmentmöglichkeiten in einem intransparenten Marktsegment die korrekte Preisfindung für die Fondsanteile. Die wirtschaftliche Analyse umfasst dabei zwei Ebenen: die Immobilienebene und die Fondsebene. Einem Bottom-Up-Ansatz folgend werden auf Einzelobjektebene die Cashflows, bestehend aus Mieteinnahmen, Bewirtschaftungskosten, notwendigen Kapitalmaßnahmen, Verkaufsrenditen und Verkaufszeitpunkten sowie der Fremdkapitaleinsatz, modelliert. Die objektspezifischen Cashflows werden dann aggregiert und um die durch die Fondsebene bedingten Kapitalflüsse erweitert. Dabei werden insbesondere die einzelnen Bilanzpositionen sowie die Fondsgebühren und sonstige auf Fondsebene anfallenden Aufwendungen berücksichtigt. Dieser konsolidierte Cashflow stellt dann die Basis für die Preisfindung des konkreten Investments dar. Ein solches Verfahren kann als Fundamentalbewertung charakterisiert werden – es geht um die Ermittlung des „inneren Wertes“ des Investments.

Neben den wirtschaftlichen Parametern, die für die Preisfindung entscheidend sind, erstreckt sich die weitere Prüfung auf den Manager und die Governance des Fonds. Die Managerprüfung nimmt vor allem die Erfolgshistorie des Teams, die Erfahrung und Stabilität sowie die organisatorische Aufstellung hinsichtlich der Umsetzung der Fondsstrategie in den Blick. Bei der Analyse der Governance-Struktur stehen unter anderem die Mitspracherechte des Anlegers im Mittelpunkt.

Zu den elementaren Erfolgsfaktoren auf der Käuferseite gehören ein exzellenter Marktzugang, um geeignete Investmentopportunitäten zu generieren, eine hohe Expertise in der Prüfung der sich bietenden Opportunität hinsichtlich der korrekten Preisfindung sowie eine hohe Transaktionskompetenz. Für die meisten Investoren ist der Aufbau eines eigenen Kompetenzzentrums zur Durchführung von Zweitmarkttransaktionen in der Regel jedoch nicht effizient. Wie auch im Private Equity-Bereich haben sich daher spezialisierte Plattformen entwickelt, die institutionellen Anlegern über Zweitmarktfonds den Zugang zu Zweitmarktstrategien ermöglichen. Erste Spezialisten mit einer aussagekräftigen Leistungsbilanz gibt es inzwischen auch in Deutschland.

Helaba *Invest*

Junghofstraße 24 · 60311 Frankfurt · Telefon 069.29970-0 · Fax 069.29970-630
Kapitalanlagegesellschaft mbH / www.helaba-invest.de