



**HALB VOLL**





## Immobilienfonds zum Discount.

Offene Immobilienfonds, deren Rücknahme eingestellt wurde, werden an der Börse mit hohen Abschlägen zum Nettoinventarwert gehandelt. Eine Chance, meint Jens Spudy, Inhaber der Spudy & Co. Family Office GmbH.

Die „langweiligen“ Offenen Immobilienfonds sind heute ein heißes Investmentthema. Massive Mittelabflüsse haben bislang 15 Fonds zur Aussetzung der Anteilscheinrücknahme gezwungen. An der Börse sind deren Anteile aber weiter handelbar. Sie werden dort mit Abschlägen von bis zu 50 Prozent auf den zuletzt ausgewiesenen Nettoinventarwert gehandelt. Wenn ich einen Euro an der Börse für 50 Cent kaufen kann, interessiert mich das. Ich muss dann nur prüfen, ob der Euro auch einen Euro wert ist.

Der Nettoinventarwert gibt den von Wirtschaftsprüfern testierten Wert der Immobilien im Fonds nach Abzug der Fremdfinanzierung an. Erweisen sich die Immobilien als so werthaltig wie angenommen, kann gewinnen, wer die Fonds mit deutlichem Abschlag an der Börse kauft.

Ich denke, dass dies bei vielen Fonds gelingen kann. Denn insgesamt sehe ich momentan keinen weiteren großen Abwertungsdruck an den globalen Immobilienmärkten mehr. Allerdings gilt es zu differenzieren. Manche Fonds haben mittlerweile die Auflösung innerhalb der nächsten zwei bis drei Jahre angekündigt. Bei diesen Fonds ist das Risiko hoch. Die Manager müssen ihre Objekte verkaufen. Der Markt weiß das und kennt die Objekte. Käufer werden deshalb verhandeln, Verkäufer müssen unter Umständen Preise unterhalb des Buchwerts akzeptieren – ein erfahrenes Fondsmanagement kann auch in dieser Situation gut abschneiden. So wurde der KanAm US-grundinvest bereits aufgelöst – und verlor dabei in Relation zu den Buchwerten nur 3,8 Prozent. Aber das Risiko fährt eben mit.

Fonds, die weitergeführt werden sollen, haben mehr Zeit, ihre Objekte zu verkaufen. Interessenten bieten sich weniger Möglichkeiten, den Kaufpreis zu drücken. Ich gehe davon aus, dass einige dieser Fonds – insbesondere der Axa Immoselect – eine gute Chance haben, ihre prospektierten Immobilienwerte auch zu erreichen.

Ein weiteres wichtiges Kriterium bei der Fondsauswahl ist die Finanzierung – denn der Hebel auf das Eigenkapital kann sehr hoch sein. Ein Beispiel: Nehmen Sie an, ein

Fonds hat ein Immobilienvermögen von 100 Milliarden Euro und eine Fremdfinanzierung von 50 Milliarden – das ist die Finanzierungsobergrenze. Der Nettoinventarwert (NAV) liegt dann bei 50 Milliarden Euro. Werden beim Verkauf der Immobilien nur 80 Milliarden Euro erzielt, stehen den Anlegern nur noch 30 Milliarden Euro zur Verfügung. Ein Minus von 20 Prozent beim Verkaufserlös bewirkt also ein Minus von 40 Prozent bei den Mittelzuflüssen der Anleger. Erfolgte die Finanzierung in Fremdwährung, ist dies ein Extrarisiko – oder eine Extrachance. Eine der höchsten Fremdfinanzierungsquoten weist der TMW Weltfonds mit rund 48 Prozent auf.

Auch die Vorfälligkeitsentschädigungen müssen beachtet werden. Derzeit kann die Ablösung eines vor fünf Jahren mit einer zehnjährigen Zinsbindung abgeschlossenen Darlehens bei einem ausstehenden Betrag von 50 Millionen Euro durchaus 1,5 Millionen Euro kosten. Auch das geht zulasten der Rendite.

So einfach ist es also nicht, von den Discounts zu profitieren. Wir empfehlen grundsätzlich nur Fonds, deren Manager bereits in der Vergangenheit sehr gute Arbeit geleistet haben. Wichtige Kriterien hierfür sind: wenig Engagements in „Krisenregionen“ wie den PIIGS-Staaten (Portugal, Italien, Irland, Griechenland, Spanien), lange Restlaufzeiten der Mietverträge, bonitätsstarke Mieter sowie überwiegend neuere Objekte im Portfolio. Im Vorteil sind Fonds mit längerer Historie, die ihr Portfolio über etliche Jahre hinweg aufgebaut und optimiert haben. Dies trifft neben dem von mir favorisierten KanAm grundinvest (Auflegung 2001) auch auf den CS Euroreal (Auflegung 1992) oder den Grundbesitz Europa (RREEF, Auflegung 1970) zu. Vor allem: Lassen Sie sich bei der Auswahl nicht nur von der Höhe des Abschlags leiten. Ein hoher Discount bedeutet häufig überproportionales Risiko. Mein Kaufkriterium ist die Kalkulierbarkeit von Risiken und Erträgen. Ist die gegeben, lassen sich bei einigen „geschlossenen“ Offenen Immobilienfonds tatsächlich Schnäppchen machen. ▣