

Muss sich der geschlossene Fonds neu erfinden?



Die Finanzkrise hat die Kundenbedürfnisse verändert. Das gilt auch für geschlossene Fonds. Kurzläufer und neue Konstruktionen sind gefragt.

Von **Stephanie von Keudell**, freie Wirtschaftsjournalistin

In der Finanzkrise haben Privatanleger ihre Prioritäten neu sortiert: Rendite und Steuerersparnis sind nicht mehr die wichtigsten Auswahlkriterien, sondern Sicherheit steht nunmehr an erster Stelle. Das zeigten nicht zuletzt die VGF Branchenzahlen 2010, die Immobilienfonds mit deutschen Objekten als Platzierungssieger markieren. Trotz der Erholungstendenzen liegt das Gesamtvolumen, rechnet man das Sanierungskapital für in Bedrängnis geratene Altfonds hinaus, kaum über dem Vorjahresniveau – wie also kann die Attraktivität unternehmerischer Beteiligungen gesteigert werden?

Das vierteljährliche Vertriebsbarometer von Fonds & Co. zeigt darüber hinaus im Detail, wie wichtig den befragten Vertrieben verlässliche Prospektprognosen sind. Und wie groß der Wunsch nach Kurzläufers ist, also Fonds mit einer Laufzeit von deutlich weniger als den üblichen 15 bis 20 Jahren. Nicht nur wegen der extrem niedrigen Vergleichsrenditen möchte sich kaum ein

Investor heute noch so lange binden, auch die (überwiegend gefühlte) Unsicherheit erschwert das Anlegercommitment, das ein geschlossener Fonds in Reinkultur erfordert. Das Angebot an unternehmerischen Beteiligungen mit kürzerer Laufzeit ist allerdings vorläufig noch überschaubar, wird jedoch kontinuierlich erweitert.

Bei der Deutschen liebstem Fonds-Kind, dem Immobilienfonds (in der Platzierungsstatistik des VGF unangefochten auf dem ersten Platz), erschwert in erster Linie die Spekulationsfrist von zehn Jahren das Angebot von Beteiligungen mit kürzerer Laufzeit. Schnell drehende Immobilienhandelsfonds, wie sie in der Vergangenheit hin und wieder auf den Markt kamen, überschreiten in aller Regel die Grenze zum privaten Veräußerungsgeschäft und bescheren den Fondszeichnern deshalb steuerliche Nachteile. Schnell zur Sache kann es für Anleger bei Fonds gehen, die in Neubauprojekte investieren. Ein positives Beispiel ist der gerade aufgelöste domicilium 1 von Hamburg Trust, der die 2007 erworbenen beiden Neubau-Wohnanlagen im Münchner Osten an einen anderen Initiator veräußern und seinen Anlegern damit eine Rendite von jährlich 22% (IRR) vor Steuern erwirtschaften

konnte. Der aktuell sechste Fonds aus der domicilium-Reihe investiert in eine Neubauwohnanlage im Frankfurter Europaviertel, die im kommenden Sommer fertiggestellt sein soll.

Mezzanine-Kapital als Alternative

Einen anderen Ausweg bieten Fonds, die nicht direkt in ihr Asset investieren, sondern einer Projekt- oder Objektgesellschaft ein Mezzanine-Darlehen, oft als stiller Gesellschafter, zur Verfügung stellen. Mezzanine-Kapital ist idealtypisch zwischen Eigen- und Fremdkapital anzusiedeln. Demnach wird Fremdkapital vor Mezzanine-Kapital bevorzugt zurückgeführt, während die Mezzanine-Geber vor den Eigenkapitalgebern befriedigt werden. Entsprechend dieser Rangfolge wird die Mezzanine-Tranche in aller Regel deutlich höher verzinst als das Fremdkapital und bietet dadurch die vom Anleger gewünschte Überrendite über konkurrierende Anlagealternativen. Diese ungewöhnliche Konstruktion birgt eine Reihe von Vorteilen für alle Beteiligten: Bauträger können mit Mezzanine-Kapital den strengeren Eigenkapitalanforderungen der Banken bei Finanzierungen durch die EU-Richtlinien Basel II und III leichter nachkommen. Nach Ansicht der Experten von dbResearch wird Mezzanine-Kapital zukünftig für die Mittelstandsfinanzierung immer wichtiger werden – eine Chance für innovative Fondsinitalatoren, ihren Anlegern dieses lukrative Segment mit ausgewogenem Rendite-Risiko-Profil und kurzer Kapitalbindung zu erschließen. Gerade Privatanleger bevorzugen die einfache Versteuerung via Abgeltungsteuer, die nicht zu Konflikten mit privaten Immobilienveräußerungen führt. Dabei nutzen sie weder Steuerschlupflöcher noch subventionierte Preise, sondern erhalten ihre Renditen für die Zurverfügungstellung knappen Kapitals.

Wie kann die Vergabe einer solchen Mezzanine-Finanzierung im konkreten Fall ausgestaltet werden? Sie erfolgt entweder in Form einer stillen Beteiligung, die dem Investor eine vereinbarte, feste Verzinsung während einer festgelegten Laufzeit erbringt, oder in Form eines Darlehens der Fondsgesellschaft an eine Projekt- oder Beteiligungsgesellschaft, die damit ihren Finanzierungsmix aus Eigen- und Fremdkapital komplettiert. Auf dem Höhepunkt der Finanzkrise beteiligte die US Treuhand auf diesem Weg Anleger ihres UST XXI an einer Projektentwicklung in New Jersey, das Darlehen soll mit 15% jährlich (IRR) verzinst werden. Derzeit bietet der Hamburger Initiator United Investors drei Fonds aus dem Segment Immobilien an, die sich die Mezzanine-Konstruktion zu eigen machen: Der „Deutsche S&K Sachwerte II“ vergibt ein Darlehen an die S&K AG, die damit aus Zwangsversteigerungen, Bankverwertungen und notleidenden Forderungen in erster Linie Wohnimmobilien in den alten Bundesländern erwerben will. Während der Fondslaufzeit von gerade einmal sechs Jahren sollen mehrere Zyklen von Immobilienerwerb, Optimierung des Managements und zügigem Weiterverkauf durchlaufen werden. Die Mezzanine-Tranche wird mit 11%

jährlich verzinst, außerdem erhalten Anleger noch eine Gewinnbeteiligung bei positivem Verlauf der Geschäftstätigkeit der S&K. Das Darlehen ist endfällig und nachrangig grundbuchlich abgesichert – die Fondszeichner tragen demnach mehr Risiko als die fremdfinanzierende Bank, die Rückzahlung des Darlehens hat jedoch vor der Befriedigung etwaiger Gewinnansprüche der Gesellschafter der S&K AG zu erfolgen. Hier zeigt sich idealtypisch die Zwitterstellung von Mezzanine-Kapital.

Noch wesentlich schneller soll die Investition bei der „Cosmopolitan Estates Mallorca GmbH & Co. KG“ verlaufen: Nur zwei Jahre beträgt die Laufzeit des Darlehens an die spanische Projektgesellschaft des Projektpartners Cosmopolitan Estates, die in Portals, neben dem Yachthafen, ein Designhotel der Kameha-Gruppe errichten will. Auch hier erhalten Anleger die grundbuchliche Absicherung ihres Darlehens, allerdings wie üblich nachrangig nach der finanzierenden Bank. Deshalb kommt der wesentlichen Eigenbeteiligung des Projektpartners erhebliche Bedeutung zu, da sie für einen Interessengleichlauf zwischen ihm und den Anlegern sorgt.

Auch für erneuerbare Energien

Vergleichbare Konstruktionen wie bei Immobilienfonds werden auch bei Fonds aus dem Segment Erneuerbare Energien eingesetzt, um Investoren Überrenditen bei kürzeren Laufzeiten als gewöhnlich darstellen zu können. Mit Mezzanine-Darlehen soll der MEP Performer 1 der Münchner Strasser Capital von der Entwicklung von Photovoltaik-Projekten profitieren. Kündigen können Anleger ihre Beteiligung erstmals nach vier Jahren. Die Überrenditen rühren hier wie auch bei Immobilienprojektentwicklungen von der deutlich höheren Risikoexposition im Vergleich zur Investition in Bestandsanlagen oder -objekte her.

Eine Alternative bieten Solarfonds, die zwar in fertig entwickelte Anlagen investieren, diese jedoch mehr oder weniger lange vor Ende der Förderung zu verkaufen planen. Sowohl die Chorusgruppe als auch die GSI planen dies für ihre Solarfonds, allerdings jeweils erst nach zehn Jahren – es handelt sich also nicht um ausgesprochene Kurzläufer, auch wenn die Laufzeit deutlich unter den sonst üblichen Gepflogenheiten liegt.

Auch hier gilt jedoch: Zu welchen Bedingungen ein Verkauf nach mehreren Jahren Nutzung möglich ist, ist aus heutiger Sicht schwer kalkulierbar. Anleger erkaufen die kürzere Fondslaufzeit demnach in aller Regel mit gegenüber „Standardbeteiligungen“ erhöhten Risiken. Die Entscheidung zwischen renditestarken Kurzläufern und langfristigen Engagements mit kalkulierbaren Rückflüssen bleibt ihnen deshalb auch in Zukunft nicht erspart – das breitere Angebot kann jedoch ganz unterschiedliche Anlegerbedürfnisse befriedigen und so eine den individuellen Vorstellungen entsprechende Portfoliozusammenstellung ermöglichen. ■