

Smart Investor

www.smartinvestor.de



Nebenwerte Warum ein zweiter Blick lohnt

Immobilienaktien:
Wo sich jetzt der
Einstieg lohnt

Kali-Aktien:
Salz im
Getriebe

Impact Investing:
Gutes Gefühl und
gute Rendite



Kolumne

Auferstanden von den Toten?

Über offene Immobilienfonds in Zwangsabwicklung

Gastbeitrag von Tobias Kunkel, I S & R GmbH



Tobias Kunkel ist Geschäftsführer der I S & R GmbH, Bankfachwirt und Technischer Analyst. Seit 2003 beleuchtet er außergewöhnliche Marktsituationen für den Smart Investor und zeigt Chancen und Risiken auf. Dabei versteht er sich als echter Contrarian. Infos unter: www.i-s-r.de

Unter dem Titel „Einstürzende Neubauten“ erschien in Smart Investor 7/2012 (S. 37–39) bereits ein ausführlicher Artikel zum Thema offene Immobilienfonds in Zwangsabwicklung (auch online abrufbar unter: <http://smart-i.de/UzGe6R>). Die Grundidee dabei war und ist, dass man bei diesen Fonds nicht auf einen steigenden Börsenpreis spekuliert, sondern darauf, dass die Preisabschläge an den Fondsbörsen im Vergleich zu den offiziellen Anteilspreisen (= NAV) übertrieben groß sind und sich die Immobilien im Abwicklungsprozess als werthaltiger erweisen. In diesem Artikel soll nun untersucht werden, was insgesamt in der Abwicklungsphase und speziell seit dem vorangegangenen Artikel geschehen ist und wie die weiteren Aussichten für diese Fonds sind.

Entwicklung seit Mandatskündigung

Mit der Kündigung des Verwaltungsmandats begann die Zwangsabwicklung der Fonds. Die Kündigung erfolgte bei den Fonds zu unterschiedlichen Zeitpunkten zwischen dem Jahr 2010 und 2012. Den Fondsmanagern wurden von der Aufsichtsbehörde abhängig vom Portfolio etwa drei bis zu fast fünf Jahren Zeit für die Abwicklung zugestanden. Folglich befinden sich die Fonds jeweils in verschiedenen Phasen der Abwicklung mit unterschiedlich hohem Zeit- und Verkaufsdruck. Die Entwicklungen sind daher nur schwer direkt miteinander zu vergleichen.

Seit der Kündigung gab es bei den betrachteten Fonds Ausschüttungen zwischen 5% und 60% des Kurswertes zum Kündigungszeitpunkt. Im Schnitt liegt die Quote bei rund 22%. Diese Ausschüttungen wurden durch eine Vielzahl von Objektverkäufen ermöglicht. Teils lagen die erzielten Verkaufspreise über den gutachterlich geschätzten Werten, überwiegend aber leicht darunter. Einzelne Objekte mussten mit herben Verlusten von mehr als 40% verkauft werden – das waren aber die Ausnahmen. Die um die Ausschüttung bereinigten Kursverluste im offiziellen Anteilspreis liegen im überschaubaren Bereich. Lediglich der TMW Immobilien Welt verbuchte massive Verluste von knapp 40%. Die meisten Fonds erlitten Verluste im einstelligen Prozentbereich, was im Vergleich zu den historischen Preisabschlägen an den Fondsbörsen als sehr gering einzustufen ist.

Entwicklung seit Smart Investor Ausgabe 7/2012

Wer am 02.07.2012 alle in Tabelle 1 genannten Immobilienfonds im angenommenen Wert (NAV) von 100 EUR gekauft hätte, hätte an der Börse dafür nur knapp 60 EUR bezahlen müssen. Er hätte mehr als 16,50 EUR über Substanz-Ausschüttungen zurück erhalten und müsste nur einen Wertverlust im offiziellen Anteilspreis von knapp 10,50 EUR hinnehmen. Jetzt hat der Investor noch rund 43 EUR (60 – 16,50) seines Kapitals „im Feuer“, die einen Buchwert von 73 EUR (100 – 16,5 – 10,5) aufweisen. Zusammen mit den zu erwartenden Mieteinnahmen ist da ist noch viel „Luft nach unten“ für weitere

Tab. 1: Ausschüttungen und Buchgewinne

Fonds	Ausschüttungen in % vom NAV vom 2.07.12	Ausschüttungen in % vom Börsenkurs vom 2.7.12	Kursverlust NAV berei- nigt um Ausschüttungen 2.7.12 bis 17.10.13	Entwicklung Börsenkurs bereinigt um Ausschüt- tungen 2.7.12 bis 17.10.13	Buchgewinn (NAV 17.10.13 - Börsenkurs 2.7. + Ausschüttungen)
Axa Immoselect	10,09%	20,88%	-16,28%	+5,16%	73,19%
CS Euroreal	17,49%	25,54%	-0,83%	-1,07%	44,81%
DEGI International	14,03%	25,12%	-7,95%	+20,14%	64,74%
KanAm Grund	8,95%	13,23%	-5,09%	-8,57%	40,33%
Morgan Stanley P2 Value	53,78%	82,81%	-7,15%	+21,09%	42,97%
SEB Immoinvest	10,69%	17,43%	-1,07%	-0,59%	61,27%
TMW Immobilien Welt	0,63%	1,26%	-34,74%	-29,73%	29,54%
Durchschnitt	16,52%	26,61%	-10,444%	+0,92%	50,979%
Median	10,69%	20,88%	-7,154%	-0,59%	44,814%

Stand: 17.10.2013

Bewertungsverluste im Verkaufsprozess, bevor es wirklich zu einem Kapitalverlust käme.

Wie man im Chart gut erkennen kann, fielen die Börsenkurse in Summe bis in den Sommer 2013 weiter, zeigen aber insgesamt deutliche Stabilisierungstendenzen. Wie erwartet fallen die offiziellen Anteilspreise langsam, die Bewertungslücke bzw. der

Risikopuffer zwischen den offiziellen Preisen und den Börsenkursen ist aber immer noch enorm – Stichwort: „Viel Luft nach unten.“

Die letzten veröffentlichten Netto-Mietrenditen der beobachteten Fonds liegen zwischen 2,7% und 4,9%. Da diese Mieterträge den Fonds regelmäßig zufließen, bilden sie einen zusätzlichen Puffer für die weiteren im Verkaufsprozess zu erwartenden Preisabschläge bei den Immobilien. Die meisten Fonds verfügen des Weiteren über ein hohes Liquiditätspolster. Sofern die Liquidität nicht für anstehende Kreditteilungen oder als Rücklage für eventuelle Verbindlichkeiten, wie zum Beispiel Gewährleistungsansprüche, benötigt wird, können daraus Auszahlungen an die Anleger getätigt werden. Erfreulicherweise ►

Tab. 2: Aktuelle Kennzahlen

Fonds	WKN	Fondsvol. in Mio. EUR	Mietrendite netto	Veröffentlichungsdatum Mietrendite	Liquidität brutto	Kredite	Immobilien	Leerstand	Mandatsende
Axa Immoselect	984645	1.871,05	4,90%	30.04.2013	18,00%	8,90%	44	11,40%	20.10.2014
CS Euroreal	980500	4.743,18	3,50%	30.09.2012	26,40%	22,70%	94	14,20%	30.04.2017
DEGI International	800799	1.080,10	3,90%	31.12.2012	32,10%	14,40%	16	10,60%	15.10.2014
KanAm Grund	679180	3.025,50	4,10%	30.06.2013	12,40%	25,90%	41	1,70%	31.12.2016
Morgan Stanley P2 Value	A0F6G8	238,00			50,42%	47,70%	5	0,00%	30.09.2013
SEB Immoinvest	980230	4.246,90	2,70%	31.08.2013	9,10%	29,50%	119	14,12%	30.04.2017
TMW Immobilien Welt	A0DJ32	420,99	3,70%	30.09.2012	22,00%	28,55%	15	25,60%	31.05.2014

Stand: 31.8.13; Dieses Zahlenwerk stellt eine Zusammenfassung der wichtigsten aktuellen Fondsdaten der in diesem Artikel angesprochenen und zur Indexberechnung verwendeten Fonds dar.

haben alle Fonds die Kredite massiv zurückgefahren. Einige Fonds verfügen nur noch über wenige Objekte – hier besteht eine hohe Abhängigkeit von einzelnen Verkaufs- und Vermietungsereignissen und von einzelnen Standorten. Insofern ist bei diesen Fonds das Risiko deutlich erhöht. Viele weitere interessante und wichtige Kennzahlen – zum Beispiel Lage und Nutzungsarten der Immobilien, Kredit- und Mietvertragslaufzeiten – können hier nicht vollständig aufgeführt, aber beim Autor angefragt werden.

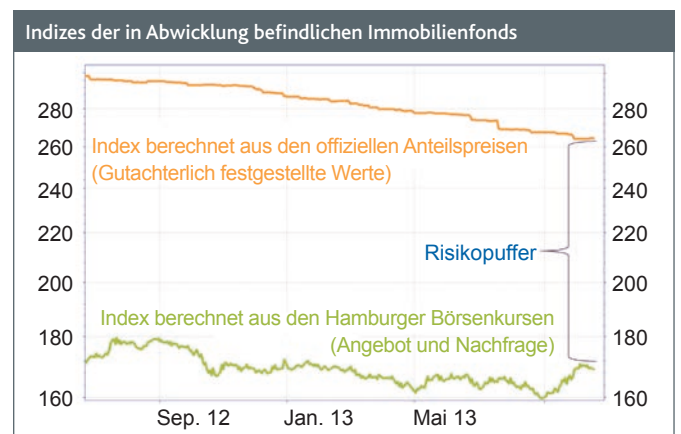
Was passiert am Ende der Frist?

Mit dem Ende des Verwaltungsmandats gehen, falls bis zu diesem Zeitpunkt nicht alle Objekte verkauft werden konnten, die Bestände der Fonds auf die Depotbank zur weiteren Abwicklung über. Diese soll dann die restlichen Objektverkäufe und die Fondsabwicklung durchführen. Hierfür gibt es keine neuen Fristen. Wichtig ist, dass bei dem Bestandsübergang Grunderwerbsteuern fällig werden können. Je nach Land und nach Art des Besitzverhältnisses sind diese unterschiedlich hoch. Eine hohe Kreditquote verstärkt den negativen Effekt der Grunderwerbsteuer.

Neue Baustellen

Nur rund ein Drittel der angebotenen Immobilienfonds befindet sich in der Abwicklung. Die anderen offenen Immobilienfonds können weiterhin gekauft und verkauft werden. Jedoch gelten für diese Fonds seit dem 22.07.2013 neue Regelungen für Transaktionen. Für alle ab diesem Stichtag gekauften Anteile gilt eine zweijährige Mindesthaltefrist und zusätzlich eine einjährige Kündigungsfrist. Die eingeschränkte Handelbarkeit hat Auswirkungen auf die Börsenpreise der weiterhin offenen und „gesunden“ Immobilienfonds. Vor diesem Stichtag wurden die Fonds mit einem Aufschlag zu

ihrem offiziellen Preis gehandelt, seit dem Stichtag liegen die Preise meist darunter. Bisher betragen die Abschläge zwischen 0,5% und 11,7%. Es ist zu vermuten, dass in den nächsten Monaten diese Abschläge deutlich steigen werden, da es potenziell immer mehr Investoren gibt, die unter die neue Regelung fallen. Somit sollte es in Zukunft an den Fondsbörsen möglich sein, „gesunde“ Immobilienfonds mit anständigen Netto-Mietrenditen und ohne verlustbringenden Verkaufsdruck zu deutlichen Abschlägen zu erwerben. Gerade für konservative Investoren dürfte das sehr interessant werden.



Indizes mit Basisdatum 2.7.12 gleichgewichtet aus: Axa Immoselect, CS Euroreal, DEGI International, KanAm Grundinvest, Morgan Stanley P2 Value, SEB Immoinvest, TMW Immobilien Weltfonds. Stand: 18.10.13; Quelle: Eigene Berechnung mit dem vwd portfolio manager

Fazit

Bei den „gesunden“ und weiterhin offenen Immobilienfonds wird man den Markt sehr genau beobachten müssen, da größere Preisabschläge eher eine Funktion kurzfristigen Angebots von wenigen Marktteilnehmern sein dürften. Die laufenden Erträge und die hohe Sicherheit der Anlage sollten diese Arbeit jedoch bezahlt machen. Wer bei den sich in Zwangsabwicklung befindlichen Immobilienfonds nicht auf schnelle, steuerpflichtige Kursgewinne an den Fondsbörsen, sondern auf überwiegend steuerfreie Substanzausschüttungen setzt, wird interessante Investitionsmöglichkeiten finden. Unter den sieben in der Tabelle genannten Fonds messen wir das größte Potenzial den Fonds CS Euroreal, KanAm Grund und SEB Immoinvest zu.

Anzeige

Smart Investor Weekly

Einmal anmelden und jeden Mittwochabend den neuen „Smart Investor Weekly“ erhalten, mit smarten Updates zu Börse, Wirtschaft und Politik. Kostenlos und unverbindlich. www.smartinvestor.de