

Dr. Sven Helmer

## Sind Zweitmarkt-Transaktionen („Secondaries“) für deutsche institutionelle Investoren geeignet?

Der Markt für sog. Zweitmarktanteile war jahrelang als Markt für Verkäufer mit Liquiditätsproblemen stigmatisiert. Bis 2010 lagen die Volumina global unter 1 Mrd. USD. Die Wende an diesem sog. Markt für Zweitmarktanteile für Immobilienfonds für institutionelle Anleger kam erst mit dem Jahr 2011 als es einzelnen Investoren in den USA gelungen ist sich von Vor-Finanzkrisen-Fonds zu akzeptablen Preisen zu trennen und erstmals ein Transaktionsvolumen von mehr als 2 Mrd. USD global erreicht wurde.

Seitdem gehen die Anzahl der Transaktionen und auch die Transaktionsvolumen stark nach oben. In 2016 sind mehr als 10 Mrd. USD in Zweitmarktanteilen von institutionellen Investoren vorwiegend mit US Investoren und/oder britischen Investoren gehandelt worden. Zum endgültigen Durchbruch des Secondary Marktes verhalf der Verkauf von 43 Fondsbeteiligungen des US Pensionsfonds CalPERS im November 2015, der derzeit rd. 2 Mio. Beschäftigte im öffentlichen Sektor in Kalifornien im Rahmen ihrer Altersvorsorge absichert. Einige wenige Transaktionen sind in Deutschland bereits abgeschlossen worden. Deutsche Investoren halten sich bisher noch überwiegend zurück. Ein Verkauf durch einen Investor in einem Fonds wurde bisher von den anderen verbliebenen Investoren in dem Fonds eher kritisch betrachtet.

### Worin liegen die Chancen für die deutschen Investoren? Ist die Zurückhaltung in Deutschland überhaupt gerechtfertigt?

Es liegt zunächst auf der Hand: Eine geringe Liquidität ist ein Nachteil, wenn es um das Investment in Immobilien-Spezial-AIF geht. Häufig dauert es Jahre bis die Investmentstrategie in ein diversifiziertes Immobilien-Portfolio umgesetzt wird und die entsprechenden Mittel abgerufen sind. Allerdings ändern sich das Marktumfeld und/oder das regulatorische Umfeld sowie die Anforderungen an die Investments im Laufe der Jahre. Teilweise werden zudem die vereinbarten Ziele nicht erreicht. Dabei nennen Verkäufer meistens die folgenden Gründe für den Verkauf:

- Mangelnde Übereinstimmung der Investoren- oder Managerinteressen im Fonds
- Abweichung von der ursprünglichen Fonds-Strategie
- Repositionierung im Portfoliomanagement, z.B. Änderung der Sektorpräferenz
- Regulatorisches Umfeld erfordert andere Losgrößen je Fonds

- Vorzeitige Änderungen der Investmentstrategie aufgrund von Marktänderungen

Gerade für Käufer kann es interessant sein solche Anteile zu erwerben. Dabei werden erfahrungsgemäß häufig die folgenden Gründe aufgezählt:

- Vermeidung der sog. J-Kurve. Gerade im jetzigen Wettbewerbsumfeld kann der Portfolioaufbau sehr viel Zeit in Anspruch nehmen. Diese (Warte-)Zeit verursacht Opportunitätskosten. Warum nicht einfach in ein bestehendes Portfolio einkaufen und umgehend Mieterträge vereinnahmen?
- Die Investoren sind unterschiedlich von der Regulierung betroffen. Große Versicherungen unterliegen Solvency II, während Versorgungswerke, Pensionskassen und kleinere Versicherungen sich häufig an der Anlageverordnung orientieren. Dies führt zu unterschiedlichen Ergebnissen in der Beurteilung des Investorenerfolgs und des internen Verwaltungsaufwands, was wiederum unterschiedlich optimale Losgrößen zur Folge hat
- Gerade wenn ein Fonds durch unterschiedliche Anlegerinteressen blockiert bzw. in der Umsetzung der Investmentpolitik geschwächt ist, kann ein neuer Investor diese Probleme auflösen und so den Fonds wieder auf Erfolgskurs bringen
- Vor allem das Investment-Timing nimmt eine immer größere Bedeutung ein. Teilweise dauert es Jahre bis sich Renditen auf den Immobilien-Investmentmärkten angleichen, während dies auf den Anleihemärkten eine Frage von nur wenigen Wochen ist. Dies ermöglicht eine Überrendite aus der zügigen Reaktion auf Investmenttrends. Während sich die Immobiliensuche und Strategieumsetzung noch über Jahre hinzieht, kann ein zeitnahes Fondsinvestment einen höheren Ertrag erzielen
- Vermehrt werden sog. „Tail-End“-Strategien gesucht - die insbesondere in der Endphase des Fondszyklus für die Käufer interessant sind -, da sich die Verkäufer nicht mehr über Jahre mit Fonds in Liquidation auseinandersetzen möchten. Die Käufer können gleichzeitig am Ende der Fondslaufzeit häufig für ihre Geduld noch eine Überrendite erzielen. Transaktionen in der Endphase des Fonds können daher für beide Seiten interessant sein.

Die meisten Verkäufe im Rahmen der Secondaries finden erfahrungsgemäß in den letzten 2-4 Jahren der geplanten Fondslaufzeit oder sogar danach statt. Die Transaktionspartner und häufigsten Marktteilnehmer sind analog zu den Primary Transaktionen Pensionsfonds,



Versicherungen, Asset Manager und auf Käuferseite Dachfonds bzw. Secondary Fonds.

**Welche Fonds werden gehandelt und wie lange dauert die Transaktionsdurchführung?**

In der Regel werden Fonds mit einem Fokus auf ein Land gehandelt. Die Ausnahme dazu bilden Mehrländerfonds. Insgesamt ist bei der Abwicklung ein Transaktionszeitraum von 6-12 Wochen üblich. Die Transaktionen bewegen sich mehrheitlich in einer Größenordnung von 5 Mio. bis 30 Mio. Euro je Fondsanteil und werden mit Unterstützung von Transaktionsberatern, die mit einer entsprechenden BaFin-Lizenz ausgestattet sind, durchgeführt.

Die Lizenz ist für den Transaktionsberater obligatorisch, da es sich meist um Wertpapiertransaktionen handelt, die der entsprechenden Aufsicht unterliegen. Die vertraulichen Informationen werden von den Transaktionsberatern erst in einer späteren Phase offengelegt, so dass der Verkäufer vor neugierigen Konkurrenten und Marktteilnehmern geschützt ist.

Die Transaktionen unterscheiden sich in diesem Zusammenhang deutlich vom Asset Deal und beinhalten in der

Regel eine wesentlich kürzere Due Diligence, die sich dabei stärker auf den Fonds bzw. den Fondsmanager bezieht. Häufig ist eine Transaktion auch im Interesse des Fondsmanagers, da neue Investoren wieder neuen Schwung in die Umsetzung der Fondsstrategie bringen und ggf. auch so die Fondsmandate verlängert oder erweitert werden. Nicht selten investieren die neuen Investoren auch danach in neue Primärfonds des gleichen Managers.



**Dr. Sven Helmer**  
 Managing Director  
 Lagrange Financial Advisory GmbH

Weitere Angaben zum Autor S.66  
 Weitere Angaben zum Unternehmen S.84