

Marktkommentar

Zweitmarkt für Fondsanteile: Fondsinvestments mit bekannter Historie

Das Hotel Adlon in Berlin ist nicht nur eines der bekanntesten Hotels Deutschlands. In den vergangenen Wochen lieferte es auch ein bemerkenswertes Lehrstück über den Zweitmarkt für geschlossene Immobilienfonds: Innerhalb kürzester Zeit stieg der Kurs der Fondsanteile an der Zweitmarktbörse um rund 77 Prozent – um anschließend wieder deutlich nachzugeben. An der Immobilie selbst hatte sich währenddessen kaum etwas verändert. Was war passiert?

Noch Anfang Juli wurden Anteile an dem Fonds, dem das Hotel Adlon gehört, am Zweitmarkt zu Kursen von weniger als 50 Prozent des Nominalkapitals gehandelt. Vereinfacht gesprochen: Für eine Beteiligung mit einem Nominalwert von 100.000 Euro hätte ein Käufer weniger als 50.000 Euro bezahlen müssen.

Dann wurde bekannt, dass die rund 4.000 Anleger über einen Verkauf des Hotels abstimmen sollten. Als Mindestverkaufspreis standen 280 Millionen Euro im Raum. **Die Reaktion an der Zweitmarktbörse folgte prompt:** Der Kurs stieg innerhalb von knapp zwei Wochen auf 83 Prozent des Nominalkapitals. Ausgehend von einem Kurs Ende Juli von 47 Prozent entsprach das einem Plus von rund 77 Prozent.

War das Hotel innerhalb weniger Wochen um 77 Prozent wertvoller geworden? Wohl kaum. Verändert hatte sich vielmehr die Einschätzung, wann und zu welchem Preis sich der in der Immobilie gebundene Wert realisieren lassen könnte. Mit der Aussicht auf einen Verkauf wurde dieser Wert plötzlich greifbarer – und der zuvor hohe Abschlag am Zweitmarkt verringerte sich erheblich.

Inzwischen haben sich die Anleger gegen einen Verkauf zum jetzigen Zeitpunkt entschieden. **Prompt fiel der Zweitmarktkurs wieder auf 67,5 Prozent.** Auch diesmal hatte sich an der Immobilie selbst nichts Wesentliches verändert. Wohl aber an der Aussicht, ihren Wert zeitnah durch einen Verkauf zu realisieren.

Das Beispiel zeigt damit ungewöhnlich anschaulich, wie der Zweitmarkt funktioniert – und warum der dort gezahlte Preis einer Beteiligung erheblich von der wirtschaftlichen Substanz des Fonds abweichen kann.

Warum entstehen Preisabschläge?

Am Zweitmarkt treffen häufig private Verkäufer auf eine vergleichsweise kleine Zahl professioneller Käufer. Wer seinen Fondsanteil vor Ende der Laufzeit veräußern möchte, hat dafür meist einen konkreten Grund und benötigt einen Käufer. Professionelle Marktteilnehmer dagegen können aus zahlreichen angebotenen Beteiligungen auswählen.

Dieses Ungleichgewicht stärkt die Position der Käufer. Hinzu kommt, dass sie nicht zum rechnerischen Wert einer Beteiligung einkaufen wollen. Der Kaufpreis muss auch die eingeschränkte Handelbarkeit, die verbleibende Laufzeit und bestehende Risiken berücksichtigen und eine angemessene Rendite ermöglichen.

Deshalb kann ein niedriger Zweitmarktkurs durchaus mit einer werthaltigen Immobilie zusammentreffen. Gerade bei älteren Fonds wurden während der Laufzeit häufig Kredite getilgt. Gleichzeitig können Immobilienwerte gestiegen und stille Reserven entstanden sein. Im aktuellen Zweitmarktkurs müssen sich diese Werte keineswegs vollständig widerspiegeln.

Der Abschlag ist deshalb nicht zwangsläufig Ausdruck einer schlechten Wertentwicklung. Er ist auch der Preis dafür, eine ursprünglich langfristig angelegte Beteiligung vorzeitig handelbar zu machen.

Was bedeutet das für Bestandsanleger?

Für Anleger ist deshalb entscheidend, Zweitmarktpreis und wirtschaftlichen Wert auseinanderzuhalten. Ein Kurs von beispielsweise 60 Prozent bedeutet zunächst nur: Zu diesem Preis ließe sich die Beteiligung aktuell verkaufen.

Wer nicht verkaufen muss, bleibt dagegen an den laufenden Erträgen und den Vermögenswerten des Fonds beteiligt. Mieteinnahmen fließen weiter, Kredite können weiter getilgt werden und stille Reserven können bei einem späteren Immobilienverkauf realisiert werden.

Gerade das Adlon macht den Unterschied sichtbar. Nicht eine grundlegende Veränderung der Immobilie ließ den Kurs zunächst nach oben und anschließend wieder nach unten springen. Entscheidend war vielmehr, wie wahrscheinlich eine kurzfristige Realisierung ihres Wertes erschien.

Wann wird der Abschlag zur Chance?

Was für einen Verkäufer einen Abschlag bedeutet, kann für einen Käufer einen günstigen Einstieg ermöglichen – sofern Kaufpreis und wirtschaftliche Substanz in einem attraktiven Verhältnis stehen.

Dabei bietet der Zweitmarkt einen weiteren Vorteil: Käufer investieren nicht zu Beginn einer Fondslaufzeit ausschließlich auf Grundlage von Prognosen. Die Beteiligung besitzt bereits eine Historie. Mieteinnahmen, Vermietungsstand und Ausschüttungen sind bekannt, Kredite wurden möglicherweise bereits teilweise zurückgeführt und zur bisherigen Entwicklung der Immobilie liegen bereits umfangreiche Erfahrungswerte vor. Viele Chancen und Risiken können sich daher auf Basis einer längeren Historie teilweise fundierter einschätzen lassen als bei Fondsaufgabe.

Interessant ist vor diesem Hintergrund die derzeitige Marktsituation. In Teilen des Immobilienmarktes sind zuletzt Anzeichen einer Stabilisierung und teilweise auch einer Erholung zu beobachten. Bei den Kursen vieler geschlossener Immobilienfonds am Zweitmarkt ist eine vergleichbare Bewegung bislang jedoch kaum zu beobachten. Bei einzelnen Fonds beziehungsweise Marktsegmenten können weiterhin erhebliche Unterschiede zwischen den zugrunde liegenden Immobilienwerten und den am Zweitmarkt erzielbaren Preisen bestehen.

Genau hier liegt die Aufgabe professioneller Zweitmarktinvestoren: Nicht jeder Fonds mit hohem Abschlag ist automatisch günstig. Entscheidend ist vielmehr, jene Beteiligungen zu identifizieren, bei denen der Kaufpreis die vorhandene Substanz und die künftig zu erwartenden Rückflüsse noch nicht angemessen widerspiegelt.

Zweitmarktfonds können diese Aufgabe systematisch übernehmen. Ihre Manager prüfen eine Vielzahl angebotener Beteiligungen, analysieren Immobilien, Finanzierungen, Zahlungsströme und mögliche Verkaufserlöse und erwerben gezielt diejenigen Anteile, bei denen Preis und erwartete Rückflüsse in einem attraktiven Verhältnis stehen. Durch die Bündelung zahlreicher Beteiligungen kann zugleich eine breitere Risikostreuung erreicht werden.

Das Adlon ist ein besonders prominentes Beispiel dafür, wie schnell sich ein Zweitmarktabschlag verändern kann, sobald der mögliche Wert einer Immobilie konkret sichtbar wird. Der Kursanstieg auf rund 83 Prozent und der anschließende Kursrückgang auf 67,5 Prozent zeigen aber noch etwas anderes: **Zweitmarktkurse spiegeln nicht nur Immobilienwerte wider. Sie werden ebenso von Erwartungen, Liquidität und dem Zeitpunkt möglicher Rückflüsse geprägt.**

Für Investoren kommt es deshalb nicht darauf an, möglichst hohe Abschläge zu finden. Entscheidend ist vielmehr, **Beteiligungen zu identifizieren, bei denen der Abschlag größer erscheint, als es die wirtschaftliche Substanz und die erwartbaren Rückflüsse rechtfertigen.** ♦



Axel Hermann

Foto: Unternehmen

Unser Autor:

Axel Hermann ist Prokurist und Senior-Berater für vermögende Privatkunden und Family Offices der Hörtkorn Finanzen GmbH, Heilbronn. Hörtkorn Finanzen ist ein spezialisierter, bankenunabhängiger Anbieter und Vermittler von Sachwertanlagen mit Schwerpunkt auf der Auswahl, Prüfung und Vermittlung entsprechender Investmentangebote.

<https://www.hoertkorn-finanzen.de/>