



## INSTITUTIONAL ASSET MANAGEMENT – IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS

# QUO VADIS IMMOBILIEN-SPEZIALFONDS?

Den offenen Immobilien-Spezialfonds geht es sehr gut. Sowohl Marktwachstum als auch Performance-Zahlen der Branche sind höchst erfreulich. Ein Ausruhen auf dem Erreichten wäre nach Ansicht des Autors allerdings ein Fehler. Denn es warten enorme Herausforderungen, deren Bewältigung über den künftigen Erfolg der Marktakteure entscheiden dürfte. Dazu gehörten vor allem die Themenkomplexe Regulierung, IT-Struktur, die derzeitige Objektknappheit sowie die Vorbereitung auf eine mögliche Marktkorrektur. Um diesen Faktoren gerecht zu werden, brauche es starke und effizient aufgestellte Fondsanbieter. Welche Schlüsse daraus im Einzelfall zu ziehen sind, müsse letztlich jeder Anbieter unter genauer Analyse seines spezifischen Geschäftsmodells für sich entscheiden. Red.

Offene Immobilien-Spezialfonds haben in den vergangenen Jahren ein geradezu spektakuläres Wachstum erlebt. Am Ende der Finanzkrise, im Januar 2010, summierte sich das Fondsvermögen aller offenen Immobilien-Spezial-AIF laut Bundesbank-Statistik auf 27,6 Milliarden Euro. Nur rund dreieinhalb Jahre später, Mitte 2013, knackte die Branche die 40-Milliarden-Marke und im Mai 2018 erreichte das Gesamtvermögen aller Fonds ein Allzeithoch von 92,8 Milliarden Euro. In dieser steil nach oben steigenden Kurve spiegelt sich der mittlerweile fast zehn Jahre anhaltende Boom auf den Immobilienmärkten wider.

### Performance rechtfertigt hohe Mittelzuflüsse

Auch die Nettomittelzuflüsse der offenen Immobilien-Spezial-AIF sind beeindruckend. Allein 2017 flossen den Vehikeln laut BVI netto knapp zehn Milliarden Euro zu, in den ersten vier Monaten 2018 folgten netto weitere zwei Milliarden Euro. Doch nicht nur die Mittelzuflüsse, auch die Performance-Zahlen sind erfreulich: Der annualisierte Total Return für alle von MSCI im IPD Spezialfonds Index (SFIX) erfassten Fonds lag im vierten Quartal 2017 bei 5,8 Prozent.

Der SFIX Germany Funds (Investitionsschwerpunkt Deutschland) erreichte sogar

einen annualisierten Total Return von 7,2 Prozent. Die Subindizes der beiden wichtigsten Anlageklassen – der SFIX Retail allocated Funds und der SFIX Office allocated Funds – lagen bei 5,6 beziehungsweise 6,0 Prozent. Im Vergleich zu den Renditen, die Anleihen und andere Fixed-Income-Produkte im Niedrigzinsumfeld erwirtschaften, wird die Attraktivität von Immobilien-Spezialfonds hier sehr schnell deutlich.

Der Branche geht es also auf den ersten Blick hervorragend. Allerdings darf sie nicht den Fehler machen und sich auf den Erfolgen der Vergangenheit ausruhen. Denn trotz der sehr guten Entwicklung gibt es vier große Herausforderungen, die die Zukunft bestimmen. Diese sind: Fortschreitende Regulierung, die Vorhaltung einer effizienten und zeitgemäßen IT-Struktur, die aktuelle Knappheit an passenden Immobilieninvestments und schließlich die Vorbereitung auf eine mögliche Marktkorrektur. Die Auflistung zeigt: Um diesen Herausforderungen zu begegnen, bedarf es effizienter und leistungsfähiger Fondsanbieter.

Die Regulierung von Immobilienfonds nimmt seit Jahren kontinuierlich zu: Die Herausforderung für die Fondsanbieter wächst noch dadurch, dass sie den gestiegenen Aufwand in aller Regel nicht in Form von höheren Vergütungen auf ihre Fonds – und damit die Investoren – umlegen können. Die Anleger erwarten die Bereitstellung eines regulierten Produkts, sind aber in der Regel nicht bereit, höhere Vergütungen zu bezahlen, nur weil die KVG mehr regulatorische Arbeit hat.

### Regulierung ist ein kontinuierlicher Prozess

Eine der jüngsten, sehr großen regulatorischen Neuerungen, die die Branche erheb-

lich beschäftigt und immer noch beschäftigt, ist die Investmentsteuerreform, die Anfang 2018 in Kraft trat. Was hat sich am 1. Januar 2018 geändert? Kernstück der Reform ist die Abschaffung der Steuertransparenz bei Investmentfonds. In der Vergangenheit wurden Investmentfonds, darunter auch alle Immobilienfonds, nach dem Transparenzprinzip besteuert. Das heißt: Auf Ebene des Fonds findet keine Besteuerung inländischer Einkünfte statt. Die gesamte Besteuerung erfolgt auf Ebene des Anlegers. Damit hat es seit Jahresbeginn 2018 allerdings ein Ende. Mit Inkrafttreten der Reform sind Immobilienfonds direkt der Körperschaftsteuer (KSt) unterworfen und müssen 15 Prozent Steuern auf ihre inländischen Einkünfte abführen.

Während bei den offenen Immobilienfonds für Privatanleger die transparente Besteuerung vollständig abgeschafft wurde, hat der Gesetzgeber bei Immobilienfonds für institutionelle Investoren eine Option zur transparenten Besteuerung eingeräumt. Die Spezialfonds können künftig zwischen einem transparenten und einem intransparenten Besteuerungsregime wählen.

### Wahl des Besteuerungsregimes von diversen Faktoren abhängig

Die Entscheidung, ob sich ein Fonds für oder gegen die steuerliche Transparenz entscheiden sollte, hängt von mehreren Faktoren ab. Dazu zählen beispielsweise der Anlegertypus und die Frage, ob der Fonds schwerpunktmäßig im In- oder Ausland investiert. Zudem müssen grundsätzlich alle Anleger dem Status zustimmen, was sich insbesondere in Fonds mit heterogenen Anlegergruppen nicht immer ganz einfach gestalten kann.

Insbesondere für Versicherungen ist der Status als steuertransparenter Fonds wichtig, da diese Anlegergruppe nicht per se steuerbefreit ist. Allerdings bringt dieser Status hinsichtlich einer Reihe von Anlagegrenzen für die KVG einen höheren Aufwand mit sich. Die KVG muss laufend ein umfassendes Controlling durchführen, ob alle relevanten Grenzwerte eingehalten werden. Dies kann sich bei mehreren Immobilien und einem

DER AUTOR

### MICHAEL SCHNEIDER

Geschäftsführer, IntReal International Real Estate Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH, Hamburg



Quelle: INTREAL

aktiven Fonds- und Portfoliomanagement schnell sehr aufwendig gestalten. Die Gefahr dabei: Werden die Regelungen und Grenzen nicht eingehalten, der Fonds gegebenenfalls auch noch gewerblich tätig, droht dem Fonds eine unwiderrufliche steuerliche Intransparenz sowie Gewerbesteuerlast. Dieses Szenario soll in der Regel tunlichst vermieden werden.

### Auch MiFID II und Anlegerauflagen tangieren Immobilien-KVGen

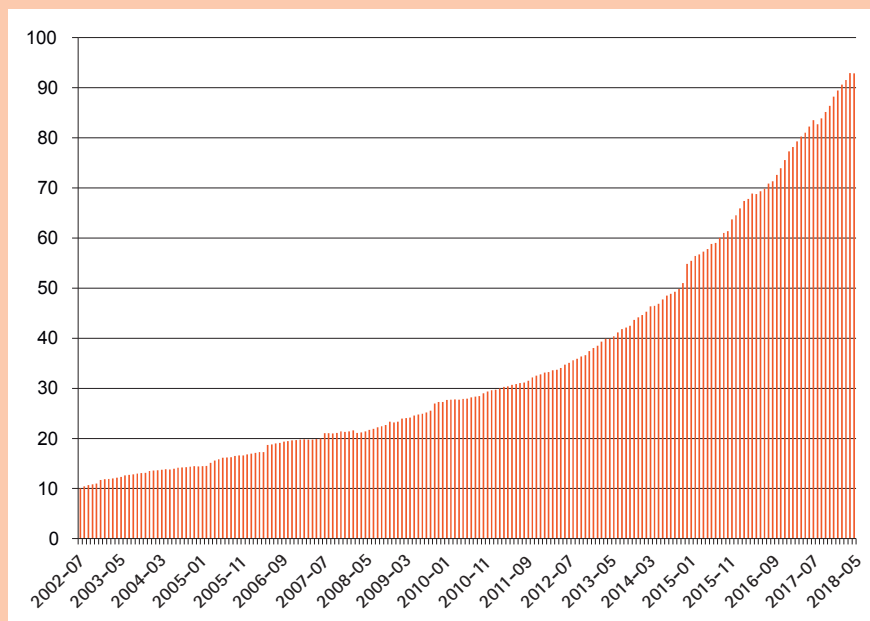
Neben den Fonds in der Ausgestaltung als Sondervermögen, gibt es natürlich noch die mit dem KAGB eingeführten neuen Investment-KVGen, die sich zwischenzeitlich auch einer steigenden Beliebtheit bei institutionellen Investoren erfreuen. Es handelt sich hierbei um geschlossene Fonds, für die sich aber unter anderem gesonderte steuerliche Regelungen und damit verbundene kundenspezifische Anwendungspräferenzen ergeben. Die aus Kundensicht sicherlich positive gesehene neue Produktgestaltungsvielfalt muss natürlich durch die Fondsanbieter auch personell wie technisch umgesetzt und nachhaltig etabliert werden.

Zeitgleich mit der Investmentsteuerreform trat auch die nationale Umsetzung der EU-Richtlinie MiFID II in Kraft. MiFID II reguliert zwar in erster Linie den Vertrieb und nicht die KVGen. Dennoch sind die KVGen an verschiedenen Stellen von den Auswirkungen betroffen. Sie müssen dem Vertrieb bestimmte Informationen zur Verfügung stellen. Dies betrifft insbesondere die so genannte Zielmarktbestimmung.

Der „Hersteller“ eines Finanzinstruments – im Fall eines Immobilienfonds die KVG – muss vor dem Vertriebsstart eine Zielmarktbestimmung vornehmen. Was bedeutet das? Die KVG muss festlegen, für welche Kunden ein Produkt geeignet ist. Zentrales Kriterium der Zielmarktbestimmung ist die Risikokategorisierung beziehungsweise die Klassifizierung des Finanzinstruments nach seiner Risiko-Rendite-Relation. Dafür wird der Risikoindikator SRI (Summary Risk Indicator) herangezogen, der aus Marktrisiko und Kreditrisiko errechnet wird.

Am Ende steht eine Einteilung in sieben Risikoklassen, wobei Kategorie eins das niedrigste und Kategorie sieben das höchste Risiko darstellt. Zwar ist der Aufwand, der den KVGen durch MiFID II entsteht, deutlich geringer als bei der In-

**Nettofondsvermögen der offenen Immobilien-Spezialfonds laut Bundesbank**  
(Angaben in Milliarden Euro)



Quelle: Bundesbank

vestmentsteuerreform. Dennoch müssen die notwendigen Prozesse implementiert und realisiert werden.

### Keine Ruhepause in Sicht

Auch wenn die KVGen mittlerweile die Investmentsteuerreform und MiFID II umgesetzt haben, ist ihnen keine Atempause vergönnt. Als nächste regulatorische Neuerungen müssen sich die Fondsanbieter auf die angekündigte Reform der Share Deals in Deutschland vorbereiten. Des Weiteren endet Ende 2019 die Übergangsregelung für die EU-Verordnung über Basisinformationsblätter für verpackte Anlageprodukte für Kleinanleger und Versicherungsprodukte (sogenannte PRIIP-Verordnung).

Darüber hinaus verlangen die überwiegend selbst stark regulierten institutionellen Investoren immer detailliertere Daten und Risikokennziffern sowie spezifische Reportings – teilweise bis auf kleinste Einzelpositionen eines Fonds heruntergebrochen – für ihr eigenes Anlage- und Risikocontrolling. Ruhepause für Fondsanbieter? Eher nicht!

Der dargestellte regulatorische Aufwand ist enorm und für die KVGen vielleicht die größte Herausforderung. Die Fondshäuser müssen sich dafür optimal aufstellen. Dies erfordert insbesondere Zugriff auf das dafür notwendige Know-how und die personellen Ressourcen. Jede KVG muss sich fragen, wie sie sich dafür positioniert.

Die fortschreitende Regulierung ist nicht die einzige Entwicklung, die die KVGen beschäftigt. Auch das Thema IT-Struktur und die Anpassung der IT an immer neue Anforderungen ist von großer Wichtigkeit und für die Häuser eine Herausforderung. Grundsätzlich hat die IT für eine Immobilien-KVG eine zentrale Bedeutung. Die IT-Struktur ist gewissermaßen das Gerüst und alle anderen Leistungen des Unternehmens basieren darauf. Alle Geschäftsprozesse – auch auf Immobilienebene wie zum Beispiel Mietvertragsdaten, Mietzahlungen, Darlehen et cetera – und regulatorischen Vorgaben müssen in den IT-Systemen abgebildet werden.

### Zeitgemäße IT-Struktur als Rückgrat der Marktakteure

Aus Sicht der Anleger vereinfacht eine zeitgemäße IT-Struktur viele Prozesse und steigert die Effizienz. Sie erwarten ihre Reportings für unterschiedliche Adressaten auf Knopfdruck. Ein Beispiel dafür ist das umfangreiche Solvency-II-Reporting für Versicherungen. Diese Leistungen werden von institutionellen Anlegern heute als selbstverständlich vorausgesetzt. Auch die KVGen selbst können über die Implementierung einer modernen IT-Struktur große Effizienzvorteile erreichen. Allerdings ist das Aufsetzen neuer Prozesse und die Anpassung an sich wandelnde Anforderungen aufwendig. Daher haben vor allem große KVGen Wettbewerbsvorteile. Kleinere Häuser, tun sich hier deutlich schwerer.



Die obigen Ausführungen zeigen: Jeder Fondsanbieter braucht eine effiziente IT-Struktur und muss alle relevanten Prozesse abbilden können. Grundsätzlich gibt es dafür zwei Optionen: Entweder investiert die KVG in die hauseigene Struktur oder sie kooperiert mit einem Spezialisten.

### Mit neuen Märkten und Assetklassen gegen die Objektknappheit

Nach Regulierung und IT-Struktur ist die dritte und sicherlich wichtigste große Herausforderung für die Fondsanbieter die Beschaffung von attraktiven Fondsimmobilien: Nach fast zehn Jahren des Immobilienbooms und einem deutlichen Preisanstieg sind Immobilien teurer und knapper geworden. Die Manager reagieren darauf mit verschiedenen Ausweichstrategien. Ein Ausweg kann die Ausweitung der geografischen Lagen sein. So rücken nach den deutschen A-Städten und B-Städten auch C- und D-Städte in den Fokus.

Auch der Blick über die Landesgrenzen wie etwa die Benelux-Staaten, Österreich, die USA, Skandinavien, Spanien und andere können gegebenenfalls wieder Alternativen sein. Des Weiteren wird auch die Erschließung „neuer“ Assetklassen beziehungsweise Nischen immer weiter vorangetrieben. Es gibt mittlerweile Fonds mit Wohnimmobilien, Parkhäusern, Logistikimmobilien, Kitas, Schulen, Industrieimmobilien, Healthcare-Immobilien oder Gewerbehöfen. Die aktuelle Performance scheint diese Strategien zu bekräftigen: So erreichte der Index „SFIX German Healthcare Funds“ von MSCI im vierten Quartal 2017 einen Total Return von 10,2 Prozent per annum, der „SFIX German residential funds“ erreichte 8,9 Prozent per annum. Beide Indizes übertrafen dabei die MSCI-Spezialfondsindizes für Büro und Einzelhandel deutlich.

### Limitierungen bei Nischenstrategien

Allerdings können diese Nischenstrategien nicht ad infinitum fortgesetzt werden. Denn erstens steigen zwischenzeitlich auch in den Nischen die Preise deutlich, und zweitens sind die „neuen“ Assetklassen teilweise sehr klein. Das bedeutet, dass keine beliebig großen Volumina investiert werden können. Außerdem ist gegebenenfalls die Fungibilität der teilweise recht speziellen Immobilien eingeschränkt.

Ohne die dafür notwendigen Spezialisten, Kompetenzen und den aus Anlegersicht wichtigen, positiven „Track-Record“ wer-

den aber die wenigsten Häuser die Möglichkeiten haben, hier kurzfristig und erfolgreich ganz neue Produktstrategien und damit Kunden zu gewinnen. Vielmehr haben hier spezialisierte Asset Manager, die bislang keine KVG waren, sogar bessere Chancen sich – zusammen mit qualifizierten Service-KVGen – als Fondsinitiator zu positionieren. Der Wettbewerb um Investoren und der Konkurrenzdruck unter den Fondsanbietern wird eher steigen. Auch hier wird dies die Investoren freuen, die bestehenden KVGen aber weiter unter Druck setzen.

Schließlich gibt es eine vierte Herausforderung für die Immobilienfondsanbieter: Sie müssen eine Antwort auf die Frage finden, wie die optimale Vorbereitung auf eine mögliche Marktkorrektur aussehen könnte. Denn es steht außer Frage, dass die Immobilienpreise noch einmal zehn Jahre wie in der Vergangenheit weiter steigen werden. Spätestens wenn die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen anhebt, könnte der Anstieg der Immobilienpreise ein Ende haben.

### Vorbereitung auf mögliche Marktkorrektur

Alle aktiven Fondsanbieter müssen sich daher auch mit der Frage auseinandersetzen, ob aktuell nicht ein guter Zeitpunkt für den Verkauf von Immobilien bis hin zur Auflösung bestehender Fonds ist. Viele Fonds, die in den letzten Jahren aufgelegt wurden, könnten aktuell sicherlich ein sehr gutes Resultat erzielen, wenn man die Immobilien zum Verkauf stellt. Es bleibt als Gegengewicht natürlich die Frage für die Investoren, ob sie das überhaupt wollen. Denn Verkaufserlöse müssen ja auch sinnvoll reinvestiert werden. In andere Immobilien? Offene Immobilien-Spezial-AIF werden deshalb in der Regel als Evergreen-Fonds aufgelegt. Das heißt, es gibt keine fixierte Fondsauflösung nach Ablauf einer bestimmten Laufzeit.

Aber auch für den Immobilienbestand, der langfristig gehalten werden soll, müssen Strategien gefunden werden, die auch Abschwungphasen abfedern können. Gute Fondsmanager haben und nutzen unterschiedliche Möglichkeiten: Sie können beispielsweise auf langfristige Zinssicherungsinstrumente setzen oder Fremdkapital generell konservativer einsetzen. Auch die Konzentration auf Objekte mit langlaufenden Mietverträgen und/oder Potenzialsteigerungen durch bauliche Nachverdichtungen, Mieterbeziehungsweise Mietertragsoptimierungen ebenso wie Kos-

tensenkungsprogramme können eine Strategie sein. Es gibt in dieser Frage nicht den einen Königsweg. Wichtig ist nur, dass eine mögliche Marktkorrektur antizipiert wird und Fondsmanager, ihre Fonds und die Investoren darauf vorbereitet sind und frühzeitig agieren.

Fazit: Die Anlageklasse Immobilien hat sich in den Portfolios institutioneller Investoren fest etabliert. Dazu hat der offene Immobilien-Spezialfonds einen wichtigen Beitrag geleistet. Das Wachstum der letzten Jahre hat eine Vielfalt von neuen Fonds und Fondsanbietern ermöglicht und durch das diversifizierte, breitere Angebot wiederum zu weiterem Zuspruch für die Assetklasse geführt. Allerdings dürfen die Fondsanbieter sich nicht auf dem großen Erfolg der letzten zehn Jahre ausruhen. Die Zukunft wird – mindestens – von den genannten vier Herausforderungen stark bestimmt werden.

### Nur effizient aufgestellte Fondsanbieter werden langfristig überleben

Um sie zu bestehen, braucht es starke, effizient und kompetent aufgestellte Fondsanbieter. Was das heißt, muss jeder Anbieter für sich entscheiden. Spezialisierte, kleinere Häuser werden mit einer regulierten Service-KVG kooperieren und sind so sicherlich sehr effizient und flexibel aufgestellt. Bei den etablierten Fondsanbietern, die selbst über eine KVG-Zulassung verfügen, ist die Situation uneinheitlich: Ein Teil wird auch künftig versuchen, alle KVG-Leistungen selbst zu erbringen. Je größer der Fondsbestand, umso eher können diese Häuser auch die wirtschaftlichen Herausforderungen tragen.

Der andere Teil wird aus Kostengründen gezwungen werden, andere Wege zu gehen und sich beispielsweise auf wichtige Kernleistungen konzentrieren und Teilleistungen auslagern. Dies betrifft vor allem den regulatorisch enorm gewachsenen Aufwand im Backoffice wie Fondsbuchhaltung und- Controlling, Reporting sowie Beteiligungs- und Risikomanagement. Hierfür wird es zukünftig starke Spezialisten geben, die das Thema einer effizienten Arbeitsteilung – nach dem Vorbild im Wertpapierbereich – auch im Immobilienfondsbereich zum Standard machen. Der Trend geht – trotz einiger Generalisten am Markt – zu effizienten und flexibel aufgestellten Spezialisten mit hohem Auslagerungsgrad. Diese Entwicklung wird sich unserer Meinung nach – aufgrund der vier dargestellten Trends – weiter fortsetzen.