

## Messeausgabe 2007

## Mehr Interessenskongruenz durch performanceabhängige Gebühren

Georg Reul und Jan Dührkoop

**Begnügten sich die Anleger Geschlossener Immobilienfonds jahrelang damit, dem Management bei Fondsaufgabe alle Gebühren zu bezahlen, so haben sie Pleiten und Missmanagement kritisch werden lassen. Folglich sehen zahlreiche neue Fonds performanceabhängige Gebühren vor. Doch wie ist sichergestellt, dass sich das Management eine Leistung nicht mehrfach honorieren lässt? Wie wird gewährleistet, dass durch die Vergütung keine neuen Zielkonflikte entstehen und die Interessen von Anlegern und Management tatsächlich kongruent sind? Auf diese Fragen meinen die Autoren, passende Antworten zu haben. (Red.)**

Indirekte Immobilieninvestitionen gewinnen weiter an Bedeutung. Institutionelle und private Anleger investieren in immer höherem Maße nicht mehr unmittelbar in die Immobilie, sondern vertrauen ihr Kapital einem Immobilienmanager an, der die Immobilienanlage für sie betreut. Hintergrund ist eine Entwicklung, die mit dem Stichwort „Professionalisierung des Immobilienmarktes“ beschrieben wird: Immobilienmanager entwickeln immer mehr Spezial-Know-how von der Mietvertragsgestaltung über steuerliche Gestaltungsvarianten bis hin zur rechtlichen Optimierung bei internationalen Transaktionen. Dies stellen sie als Dienstleister den Kapitalgebern zur Verfügung.

In der Regel ergeben sich aus diesem spezialisierten Fachwissen ökonomische Vorteile für den Anleger – gleichzeitig begibt er sich jedoch in die Situation, die Immobilieninvestition nicht mehr vollständig selbst steuern zu können, sondern im Extremfall nur den Immobilienmanager. Die ökonomische Wissenschaft widmet sich dieser Problematik in der Principal-Agent-Theorie. Als zentrales Element, das Vertrauen zwischen Anleger und Manager herstellt und erhält, wird dort die Schaffung gleichgerichteter Interessen gesehen.

Im Falle der indirekten Anlage in Immobilienfonds kann durch erfolgsabhängige Vergütungsmodelle eine Interessenskongruenz (Alignment of Interest) zwischen Fondsmanager und Investor hergestellt werden. Drehen sich aktuelle Diskussionen bei dem Vergleich von Gebühren verschiedener Vehikel heute mehr um Total Expense Ratios, also das Verhältnis der Gebühren zum eingesetzten Eigenkapital, erzeugen Performance-Fees, die

nicht Bestandteil der Total Expense Ratios sind, kongruente Interessen, sodass der Fondsmanager erst dann attraktive Gebühren erzielt, wenn der Investor eine attraktive Rendite erhalten hat. Zur optimalen Anreizsetzung und Definition einer interessenskongruenten Performance-Fee ist es erforderlich, die Interessen und Ziele der Investoren zu verstehen und die Funktionsweise des Performance-Fee-Modells danach auszurichten.

Immobilieninvestoren bedienen sich externer Manager zur Erzielung besserer Ergebnisse. Dabei verfolgen Investoren unterschiedliche Ziele. Die Motive liegen im Wesentlichen in der Erzielung einer bestmöglichen risikoadjustierten Rendite, im Kapitalerhalt oder in Liquiditätszielen. Renditeziele müssen in Relation zu dem damit verbundenen Risiko gesehen werden. Der Kapitalerhalt steht bei vielen langfristig orientierten, risikoaversen Immobilieninvestoren im Vordergrund; Schutz vor realem Kapitalverzehr durch Inflation können Immobilien durch indexierte Mietverträge bieten. Liquiditätsziele verfolgen Investoren bei laufenden Immobilienanlagen mit der Option, aus einem Engagement wieder aussteigen zu können, oder der bereits festen Absicht,

### Die Autoren

**Dr. Georg Reul** ist Mitglied des Vorstands der IVG Immobilien AG, Bonn, und verantwortlich für die Geschäftsbereiche Investment und Fonds. **Jan Dührkoop** ist zuständig für Vertrieb in Deutschland, Österreich und in der Schweiz im institutionellen Fondsbereich der IVG.

innerhalb eines bestimmten Zeitraums das Kapital wieder aus dem Investment herauszuziehen.

### Performance-Fees müssen zur Anlagestrategie passen

Das Gebührenmodell des Managers sollte auf diese Ziele zugeschnitten sein. Mit einem Investor, der eine langfristige Haltestrategie verfolgt, eine hohe Verkaufsvergütung zu vereinbaren, führt genauso wenig zum Ziel wie eine hohe feste laufende Vergütung bei einem Mandat, dessen Erträge aus der laufenden Wertschöpfung durch Vermietung oder Umnutzung kommen.

Zum Verständnis, an welchen Stellen Gebühren berechnet werden, ist es sinnvoll, zunächst alle Gebührenarten zu betrachten, um dann auf die Bedeutung der Performance-Fee eingehen zu können. Bei nicht gelisteten Investitionsvehikeln existiert das Problem der mangelnden Transparenz, was dazu führt, dass Gebührenarten und Berechnungsmethoden von Gebühren selten vergleichbar sind. Fondsinstitute nehmen häufig keine einheitliche Zuordnung von Gebühren vor; so werden beispielsweise beim einen Manager Leistungen unter Portfolio-Management-Gebühren in Rechnung gestellt, während der andere sie als Asset-Management-Leistungen berechnet. Hinzu kommt, dass die häufig zugrunde gelegte Berechnungsgrundlage des Nettoinventarwerts eines Fonds (Net Asset Value) nicht einheitlich definiert ist.

### Vergleichbarkeit durch einheitliche Bemessungsgrundlagen

Einen wichtigen Beitrag zur Transparenz und Standardsetzung leisten daher einheitliche Begriffsdefinitionen und Berechnungsmethoden. Hierbei haben Interessenverbände wie die Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung (Gif) oder Inrev, die European Association for Investors in Non-listed Real Estate Vehicles, besondere Bedeutung. Inrev als Dachverband der nicht gelisteten Immobilienvehikel in Europa hat im Jahr 2007 Richtlinien zur Bemessung von Fondsgewehühren entwickelt, um Gebühren vergleichbar zu machen und Total Expense Ratios zu ermitteln.

Generell kann man unterscheiden in Gebühren während der Auflegungsphase eines Fonds (Commitment period), während der Investitionsphase und während

der Liquidation (Termination). Als Gebühren fallen neben Management-Fees, die in der Regel in Relation zum betreuten Volumen stehen, weitere Einmalgebühren und sonstige Kosten an. Die Performance-Fees können periodisch anfallen oder bei der Fondsliquidation in Abhängigkeit vom Erfolg.

Als Performance-Fee wird nach der Inrev-Definition verstanden: „A performance fee is the fee payable out of the returns achieved by the fund or the fund manager where the fee is calculated, either during the life of the fund or at the termination of the fund, as a percentage of the fund's performance over a designated hurdle rate. In general performance fees are calculated on the basis of overall return against a hurdle rate. The fee is then based on a percentage of the return over that particular hurdle rate.“ Dem risikoadjustiert festzulegenden Schwellenwert, nach dessen Überschreitung die Performance-Fee greift, kommt besondere Bedeutung zu.

### Performance-Fee als Anreiz zur Wertschöpfung

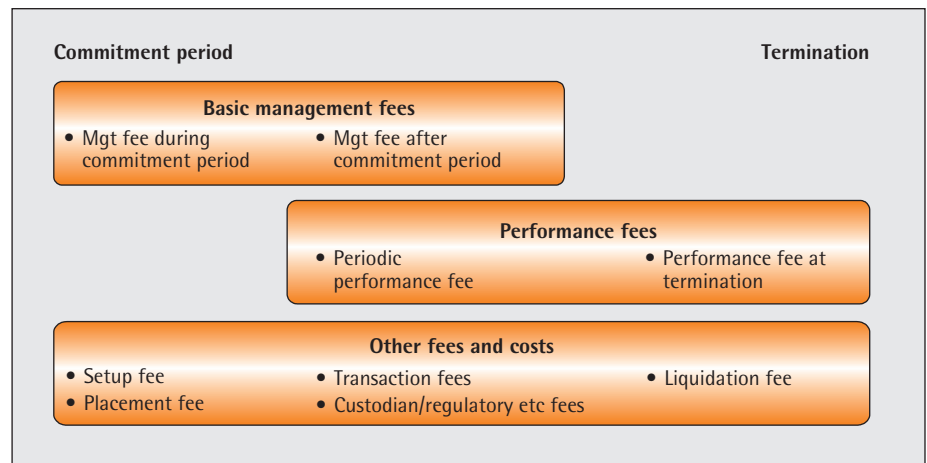
Eine Performance-Fee vergütet eine Leistung des Managers, die bei nur durchschnittlichem Management nicht erzielt worden wäre. Bei Immobilieninvestitionen bestehen die Wertschöpfungstreiber aus der laufenden Erhöhung des periodischen Reinertrags und der Erhöhung der Gesamtpformance über die Haltedauer der Investition. Der laufende Reinertrag kann gesteigert werden zum Beispiel durch die Reduzierung des Leerstands und durch die Erhöhung der Mieten. Ebenso erhöht sich der Reinertrag durch die Reduzierung des grundstücksbezogenen Aufwands. Hier besteht die besondere Leistung des Managers in der laufenden Mieterbetreuung und der erfolgreichen Immobilienpositionierung. Dies umfasst die strategische Entscheidung, welche Investitionen in das Objekt zur Weiterentwicklung fließen, um es nutzerspezifisch am Markt zu positionieren.

Über die Maximierung des Barwerts einer Investition lässt sich die rationale Objektstrategie leicht ermitteln. Die Erhöhung der Gesamtpformance wird vor allem getrieben durch einen günstigen Ankauf und die Nutzung des optimalen Verkaufszeitpunkts, wenn die laufende Reinertragsoptimierung erfolgreich durchgeführt wurde. Hierzu ist Erfahrung und die breite Vernetzung zu den Marktbeteiligten die wesentliche Voraussetzung.

Die Performance-Fee kann modular die einzelnen Wertschöpfungskomponenten vergüten, sodass ein umfassendes Anreizsystem zur ganzheitlichen Objektoptimierung besteht. Aufgabe des Managers ist es, die Möglichkeiten einer langfristigen Ertragsoptimierung zu nutzen, sodass nicht die Erträge in einem Jahr, sondern langfristig gesehen werden. Bei einer langfristigen Zusammenarbeit führt dies dazu, dass nicht nur kurzfristig ein Mietvertrag abgeschlossen wird, um den Ertrag des Managers beziehungsweise Maklers zu maximieren. Der langfristige Manager hingegen prüft beispielsweise die Strategie, zunächst

sich Vermietungsleistungen sowohl reinertragssteigernd als auch verkaufspraiserhöhend aus. Da jedoch beides auch zur Renditestigerung beim Anleger führt, kann die mehrmalige Vergütung und hohe Incentivierung des Managers also durchaus im Anlegerinteresse liegen. Eine Methode, um dabei zu vermeiden, dass die Gesamtgebührenbelastung über ein definiertes Zielniveau steigt, ist die in der Private-Equity-Branche weit verbreitete Claw-back-Regelung, mit der ein zuvor festgelegter Maximalanteil an den Gesamterlösen für Gebühren (einschließlich Performance-Fees) vereinbart wird.

### Gebührenarten über die Fondslaufzeit



Quelle: Inrev

eine Umnutzung vorzunehmen, um danach einen höheren Mietertrag zu generieren.

Gegen performanceorientierte Gebührenmodelle wird häufig eingewandt, mit den laufenden Managementgebühren seien bereits alle Leistungen vergütet und somit bestmögliche Ergebnisse zu erwarten. Da die laufende Basisvergütung jedoch in der Regel nur rudimentär gute Leistungen belohnt und schlechte Leistungen sanktioniert, dürfte auf der Hand liegen, dass kein Anreiz zu überdurchschnittlicher Anstrengung besteht. Eine entsprechende Reduzierung der Basisvergütung verbunden mit der Einführung erfolgsbezogener Gebührenkomponenten kann die Interessenkongruenz wieder herstellen.

Ein weiterer Einwand gegen umfassende erfolgsbezogene Gebührenkomponenten lautet, durch Performance-Fees für verschiedene Leistungen und Erlössteigerungen entlang des Lebenszyklus würden Boni für die gleiche Leistungen mehrmals gezahlt. Beispielsweise wirken

Schließlich wird häufig kritisiert, dass Manager bei Erfolg sehr gut an ihren Leistungen verdienen können, aber keine Abzüge erleiden, wenn die Ergebnisse schlecht ausfallen. Auch hier gibt es eine seit langem in der Private-Equity-Branche verbreitete Lösung: Mittels Catch-up wird vereinbart, dass der Manager so lange auf Performance-Fees verzichtet, bis die Minderperformance unter der zuvor definierten Zielperformance durch Überperformance wieder aufgeholt ist.

### Beispiele für interessenkongruente Performance-Fee-Modelle

● Geschlossene Immobilienfonds der IVG-Euroselect-Reihe: Das Motiv von Privatanlegern, in Geschlossene Immobilienfonds zu investieren, besteht überwiegend in der Erzielung einer risikoadjustierten Rendite über einen langfristigen Zeitraum. Neben den zu meist über lange Jahre gut prognostizierbaren Mieten spielt der Veräußerungserlös der Immobilie für die Gesamrendite eine große Rolle. In der

Vergangenheit haben Anleger dabei böse Überraschungen erlebt: Der Initiator hatte seine Gebühren früh verdient, an einer langfristigen Wertsteigerung und späterem Verkauf des Objektes war er häufig nicht interessiert, die Anleger standen am Ende oft allein da.

Um langfristig gleichgerichtete Interessen mit den Investoren zu verfolgen, wurde bei den Immobilienfonds der IVG-Euroselect-Reihe ein Performance-Fee-Modell eingeführt, das für den Manager eine Erfolgsbeteiligung bei Fondsauflösung vorsieht. So erhält der Manager zehn Prozent vom Mehrerlös über 110 Prozent des eingesetzten Kapitals; steigt der Liquidationserlös auf über 120 Prozent, partizipiert der Manager an dem übersteigenden Betrag mit 20 Prozent. Hiermit ist sichergestellt, dass der Manager an der positiven Wertentwicklung der Immobilie interessiert bleibt. Wichtig für den Anleger ist andererseits eine Erfolgsbeteiligung, die nicht so hoch ist, dass der Manager zu früh verkauft.

● **Fonds für institutionelle Anleger:** Bei dem zurzeit in der Platzierung befindlichen Core plus Fonds der IVG, der in der Rechtsform einer Luxemburger Sicav

aufgelegt wird, spielen erfolgsabhängige Vergütungskomponenten eine wichtige Rolle. Der Fonds investiert in Immobilien, deren Wertsteigerungspotenzial durch aktives Management gehoben werden kann. Hinzu kommt, dass die Haltedauer der Objekte nicht langfristig angelegt ist. Der Manager muss also einen Anreiz erhalten, Vermietungserfolge zu erzielen und die Immobilie im richtigen Moment zu veräußern – zu Lasten seiner laufenden, am Fondsvolumen orientierten Grundvergütung. Die Performance-Fee dieses Fonds richtet sich nach dem IRR. Bei Überschreitung eines objektspezifischen IRR im Verkaufszeitpunkt erhält der Manager 12,5 Prozent des Übergewinns. Bei Fondsauflösung erfolgt dieselbe Berechnung bezogen auf die gesamte Fondsperformance. Durch einen Claw-back-Mechanismus sichert sich der Investor gegen überschießende Gebühren ab.

● **Immobilien-Direktmandat:** Abschließend ein Beispiel für ein Direktmandat. Dies besteht aus einem Immobilienbestand, den der Anleger im Direkt-eigentum und nicht in einem indirekten Vehikel beim Manager hält. Häufig handelt es sich um Immobilienbestände,

die hinsichtlich Nutzungsart, Qualität oder Standort nicht in die strategische Asset Allocation des Anlegers passen. Anleger und Manager sollten hierbei also Anreize vereinbaren, um schwierige Vermietungs- und Verkaufsprozesse zügig umzusetzen. Bei IVG hat sich eine Mischung aus erfolgsbezogener Verkaufsvergütung und einer Partizipation an Reinertragssteigerungen bewährt. Die Verkaufsvergütung sollte neben einer Basiskomponente am Mehrerlös über einer zuvor definierten Benchmark partizipieren. Die Basis für die Ermittlung der erfolgsbezogenen Verkaufsvergütung sollte mindestens der Buchwert sein, da der Anleger sonst allein durch die Zahlung einer Performance-Fee bei Verkauf Buchverluste erleiden könnte.

Performance-Fees sind als Anreiz zur Wertschöpfung ein adäquates Mittel, eine Interessenkongruenz zwischen Anleger und Manager zu erzeugen. Dabei ist es unerlässlich, das Fee-Modell individuell zur Anlagestrategie des Investors festzulegen und bei der Bemessungsgrundlage klare Definitionen der Begrifflichkeiten vorzunehmen. ■

## Nehmen Sie aktiv Einfluss auf Ihre Steuerbelastung!

Alles Wichtige über die steuerlichen Auswirkungen der Investition in einen Spezialfonds für betriebliche Anleger. Markus Hammer zeigt die steuerlichen Besonderheiten einer Fondsanlage auf und gibt praxisgerechte Hinweise zur Optimierung des Fonds-Investments, die über den bloßen Vergleich der Direkt- mit der Fondsanlage hinausgehen. Insbesondere nimmt er dabei die bestehenden Vor- und Nachteile für den Anleger ins Visier.

### Spezialfonds im Steuerrecht aus Investorensicht

Von Markus Hammer.  
2007. 184 Seiten,  
gebunden, 56 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0795-8.



Fritz Knapp Verlag | Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt am Main  
Tel. (069) 97 08 33-21 | Fax (069) 707 84 00 | E-Mail: [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de) | [www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de)