

## „Anleger denken heute wieder in Markt- und Risikokategorien“

Redaktionsgespräch mit Siegfried A. Cofalka

**Zwar gewinnen Immobilien im Anlageportfolio institutioneller Investoren an Bedeutung, doch wird dabei weit weniger als von vielen erhofft auf das Know-how spezialisierter Asset Manager zurückgegriffen. Wenn es nach Siegfried A. Cofalka geht, sollte sich dies aber in Zukunft ändern. Denn aus seiner Sicht werde es immer wichtiger, sämtliche Immobilienanlagen ganzheitlich unter Risiko- und Ertragsaspekten zu steuern. Dafür taue am besten der Master-Fonds, wie ihn auch sein Haus anbietet. Aktuell würden die Investoren den Spezialfonds bevorzugen, während der REIT hierzulande gescheitert sei. (Red.)**

**I&F** **Wie wichtig ist die Immobilie als Anlageklasse in der aktuellen Portfoliostrategie der institutionellen Investoren?**

Die Immobilie ist im Anlageportfolio der institutionellen Investoren wieder wichtiger geworden, nachdem sich die Anleger in der Krise zu sehr an ihren formalen Kriterien orientiert haben. Vor ein paar Jahren kamen fast ausnahmslos alle institutionelle Investoren zu dem Schluss, dass sie ihre Immobilienquote erhöhen müssten. Partiiell ist das dann auch geschehen. Aber erst in der Krise haben viele institutionelle Investoren ihre angestrebte Quote erreicht – und zwar schneller, als sie es sich gewünscht haben. Denn sie haben in der Krise nicht besonders viel in Immobilien investiert, sondern andere, gewichtige Anlagen im Portfolio haben teils massiv an Wert verloren, sodass die wertbeständigeren Immobilien rein rechnerisch einen wachsenden Anteil am Portfolio gewannen. Es war also keine Managemententscheidung, sondern ein statistischer Effekt. Diese Zeiten sind vorbei. Die Anleger denken heute wieder in Markt- und Risikokategorien. Institutionelle Investoren wollen ihre Immobilienquoten heute in einem überschaubaren Rahmen anheben.

**I&F** **Warum glauben Sie, dass die Immobilienquoten steigen werden?**

Die Immobilie konkurriert im Portfolio der institutionellen Investoren mit einer Reihe anderer Anlageklassen. Aktien sind derzeit regulatorisch eher unerwünscht. Den Großteil des Anlageportfolios machen festverzinsliche Wertpapiere aus. Wenn die Zinsen, wie es erwartet wird, steigen, würden Rentenpapiere abgewer-

tet. Tritt dieses ein, ist die Immobilie, wenn sie einen laufenden Ertrag erbringt, für Investoren eine interessante Anlage. Hinzu kommt, dass mit einem konservativen Immobilienbestand derzeit höhere Mietrenditen zu erzielen sind als mit festverzinslichen Papieren. Institutionelle Investoren haben das erkannt und wir sehen, dass die eigenen Immobilienbestände derzeit intensiver gesichtet werden und tendenziell erhöht werden sollen.

**I&F** **Wenn durch die Finanzmarktkrise die Immobilienquote bei institutionellen Anlegern rein rechnerisch gestiegen ist, müssten dann jetzt nicht Immobilien veräußert und in Aktien investiert werden?**

Für die meisten institutionellen Investoren sind Aktien und Immobilien kein Substitut. Das heißt, sie stellen sich nicht die Frage, ob sie einen bestimmten Betrag aus der einen Assetklasse abziehen



sollten, um ihn in die andere zu investieren. Und selbst wenn wir den antizyklischen Ansatz heranziehen, dann halten wir fest, dass der Dax vor einem Jahr bei etwa 4 000 Punkten stand und heute bei zirka 6 000 Punkten liegt. Vielleicht sind die Aktien nach wie vor noch etwas unterbewertet. Dagegen spüren wir auf den Vermietungsmärkten noch immer den Nachlauf der Krise. Wer also derzeit antizyklisch investieren möchte, sollte sich jetzt stärker auf die Immobilienanlage als auf Aktien konzentrieren, um an der Mietpreisentwicklung zu partizipieren.

Allerdings haben antizyklische Engagements für institutionelle Investoren, deren Anlagehorizont in der Regel bei 20, 30 oder mehr Jahren liegt, nicht die Bedeutung wie für opportunistische, am kurzfristigen Anlageerfolg interessierte Investoren. Ich kenne kaum einen institutionellen Anleger, der aus regulatorischen Gründen oder auf Basis einer selbst gewählten Beschränkung die Grenze für Immobilieninvestitionen erreicht hätte. Insgesamt sind die Immobilienquoten eher niedrig, sodass genügend „Luft“ nach oben ist.

**I&F** **Wie hoch sind die Immobilienquoten aktuell?**

Das ist die beliebteste und zugleich am schwersten zu beantwortende Frage. Es ist vor allem eine Frage der Bewertung. Bei Wertpapieren kann mit einem Tageskurs gerechnet werden, den es bei Immobilien nicht gibt. Zudem kommt es darauf an, ob Immobilien direkt oder über ein Anlagevehikel gehalten werden, ob sie linear abgeschrieben oder zum Verkehrswert angesetzt werden. Im Schnitt liegt die Immobilienquote bei institutionellen Investoren bei sechs bis sieben Prozent, bei berufständischen Versorgungswerken kann sie in Einzelfällen über zehn Prozent betragen.

**„Der REIT ist in Deutschland gescheitert.“**

**Siegfried A. Cofalka,**  
Mitglied des Vorstands,  
SEB Asset Management AG,  
Frankfurt am Main

### I&F Was bedeutet die höhere Immobilienquote für die Neuanlagen der Investoren?

In der ersten Jahreshälfte 2009 herrschte faktisch Stillstand. Neue Mandate zu bekommen war sehr schwierig, da die Handlungsfähigkeit vieler Investoren eingeschränkt und die Verunsicherung bezüglich der weiteren Entwicklung groß war. Mittlerweile setzen sich die Investoren wieder aktiv mit Immobilienanlagen auseinander und vergeben auch wieder Mandate. Ob hierbei neue Mit-

Objekten ist die Bandbreite sehr viel größer. Es gibt sowohl Anleger, die den inländischen Bestand komplett selbst managen, als auch Investoren, die sich auch für die deutschen Immobilien eines externen Dienstleisters bedienen.

### I&F Welchen Vorteil hat die Auslagerung des inländischen Immobilien-Know-hows?

Die Investoren haben erkannt, dass Immobilien im gesamten Anlageportfolio maximal zehn Prozent ausmachen, diese

Immobilien und die Mitarbeiter in die Kapitalanlagegesellschaft (KAG) übergeben. Wenn nur die Immobilien übertragen werden, gibt es zwei Möglichkeiten. Entweder die KAG managt die Objekte künftig mit eigenen Mitarbeitern oder sie schließt mit den Mitarbeitern des Investors, die bisher für das Immobilienmanagement zuständig waren, einen Dienstleistungsvertrag. Die KAG ist ab diesem Moment für das Risiko und den Ertrag der ihr übertragenen Immobilien verantwortlich, gleichzeitig legt sie aber vielleicht auch andere Maßstäbe an ihren Dienstleister – nämlich die Mitarbeiter der Versicherung oder Pensionskasse – an, als dies in der Versicherungswirtschaft üblich war.

Die Einbringung in einen Spezialfonds erzeugt aber per se noch keine Wertschöpfung. Vielmehr lässt sich ein bilanzieller Effekt erzielen. Denn nach HGB müssen Immobilien im Anlagebestand jährlich mit zwei bis drei Prozent abgeschrieben werden. Wenn sich also mit einer Immobilie fünf Prozent Mietrendite erzielen lassen, aber drei Prozent vom Objektwert abgeschrieben werden, dann sind die verbleibenden zwei Prozent unbefriedigend. Da ein Immobilien-Spezialfonds nicht bilanziert, sondern nur eine Vermögensaufstellung erstellt, entfällt die Abschreibung.

Für Lebensversicherungen, die im Vertrieb ihre Kapitalerträge ausweisen, ist es daher ein gewaltiger Unterschied, ob nur zwei oder fünf Prozent erzielt werden. Dieser Effekt ist auch im großen Anlageportfolio mit nur fünf oder zehn Prozent Immobilienanteil spürbar. Bei Pensionskassen, die mit der Anlageverzinsung nicht werben müssen, gibt es diesen

„Die Immobilie ist im Anlageportfolio der Investoren wieder wichtiger geworden.“

tel investiert werden oder ob Gelder für Immobilieninvestitionen an anderer Stelle – vielleicht auch aus anderen Immobilienanlagen – abgezogen werden, können wir jedoch nicht erkennen.

### I&F Verstehen die institutionellen Investoren die Besonderheiten der Immobilienanlage? Gehen sie mit dieser komplexen Assetklasse richtig um?

Die Immobilie war von Anfang an Bestandteil der Anlagestrategie institutioneller Investoren. Deutsche Investoren haben in den Beständen der direkt gehaltenen Immobilien traditionell einen sehr hohen Deutschlandanteil. Strukturell gilt das auch für die ausländischen Anleger, auch sie sind sehr stark in ihren jeweiligen Heimatmärkten vertreten. Den Anlegern ist die Komplexität der Immobilienanlage also sehr wohl bewusst. Die Assetklasse ist jedoch ein globaler Wachstumsmarkt mit von Land zu Land unterschiedlichen Rahmenbedingungen. Identifizierung und Hebung von Wert- beziehungsweise Mietsteigerungspotenzialen ist und bleibt eine lokal gebundene Aufgabe. Diese Aufgaben werden an international erfahrene Manager vergeben.

### I&F Umfragen haben – schon vor Jahren – ergeben, dass die institutionellen Investoren auch im Inland von der direkten zur indirekten Immobilienanlage umschwenken wollen. Tun sie es aber auch?

Der Wunsch ist hier der Realität ein Stück voraus. In den Portfolios wird sich sicherlich kaum eine ausländische Immobilie finden, die nicht über ein indirektes Anlagevehikel gehalten wird. Bei deutschen

aber von 90 Prozent des Personals in der Vermögensverwaltung betreut werden. Die Wertpapierseite wird also deutlich effizienter bewirtschaftet als die Immobilien-Immobilienmanagement ausgelagert hat, behielt lediglich die Steuerung und das Controlling im eigenen Haus.

### I&F Welche Vehikel sind für indirekte Immobilienanlagen besonders gefragt?

Der klare Favorit der Anleger ist der Immobilien-Spezialfonds. Aufgrund der Änderungen im Investmentgesetz und den jüngsten Entwicklungen an den Immobilien- und Aktienmärkten ist die

„Der klare Favorit der Anleger ist der Immobilien-Spezialfonds.“

Attraktivität der Fonds sogar noch gestiegen.

### I&F Viele Immobilien-Spezialfonds sind Einbringungsfonds. Welchen Vorteil hat dieses Vehikel, wenn der Investor sein eigenes Portfolio und dessen bisherige Manager in den Fonds überträgt? Ist das nicht linke Tasche – rechte Tasche?

Entscheidend ist, in welchem Umfang die Einbringung erfolgt. So könnten die

rechnerischen Effekt zwar auch, doch ist er im Vertrieb nicht relevant. Folglich ist bei Pensionskassen und berufständischen Versorgungswerken die Affinität zum Immobilien-Spezialfonds geringer.

### I&F Warum besitzen Lebensversicherungen dann überhaupt noch Immobilien?

Häufig ist es eine Frage der Regulierung. Ein Fonds hat andere regulatorische Anforderungen als eine Lebensversiche-

rung oder Pensionskasse. Folglich wird der Investor zunächst mit mehr Aufwand und für ihn neuen Bestimmungen konfrontiert, für die gemeinsam mit dem Fondsmanager Lösungen gefunden wer-

schon einige Immobilienkonjunkturzyklen mitgemacht hat weiß, dass die Märkte in den Jahren 2001 und 2002 genauso stark in den Abschwung geraten sind wie heute – wenn nicht sogar stärker. Aber

sentlich höher als bei Publikumsfonds. Da die KAG alle Immobiliendaten hat und das Bewertungsverfahren gesetzlich vorgeschrieben ist, sieht sie relativ zeitig, in welche Richtung und in welcher Intensität sich der Wert eines Fondsobjektes entwickelt. So kann der Investor bereits über die Tendenz informiert werden, auch wenn der genaue Wert nur von einem Sachverständigen ermittelt werden kann.

„Niemand zweifelt die Bewertungen der Aktien an, die ihren Wert steigern.“

den müssen. Es kann aber auch eine Frage der Geschäftspolitik sein. Es gibt noch eine hinreichende Anzahl an Unternehmen, die zum Beispiel wollen, dass ihr Vertrieb in den konzerneigenen Immobilien sitzt, auch wenn diese Objekte sehr klein, sehr weit verstreut und kaum effizient zu managen sind. Darüber hinaus gibt es Liegenschaften, die aus Prestige Gründen im eigenen Bestand behalten werden.

**I&F** Was halten Sie von den Angeboten, die KAG institutionellen Investoren nur als rechtliche Hülle zur Verfügung zu stellen, während das Fondsmanagement durch die einbringende Gesellschaft mit dem eigenen Personal betrieben wird, ohne dass die KAG ins Risiko geht?

Dieses Modell ist nichts anderes als der Verkauf einer administrativen Leistung. Dies kennen wir aus dem Wertpapierbereich. Jetzt wird versucht, dieses Konzept auch auf die Immobilienanlagen zu übertragen. Diese Entwicklung ist durchaus kritisch zu sehen. Im Wertpapiergeschäft kann eine KAG nur Administrator sein, da sie die Papiere nur einbucht, aber mit dem Inhalt nichts zu tun hat. Eine Immobilien-KAG ist jedoch stets Marktteilnehmer – als Eigentümer und Vermieter. Das heißt, die KAG zeichnet Verträge, mit denen Dritte arbeiten. Zum Beispiel ist für die bauliche Sicherheit der Immobilie der Eigentümer, in diesem Falle die KAG und nicht die einbringende Gesellschaft, verantwortlich. Die Haftungsfragen müssen also sehr präzise und deutlich geregelt werden.

**I&F** Wie reagieren institutionelle Investoren auf massive Abwertungen in Offenen Immobilienfonds, wie sie zum Beispiel beim Degi Global Business oder beim Morgan Stanley P2 Value vorgenommen wurden?

Diese Entwicklung macht einige institutionelle Anleger, die noch nicht lange in Immobilien investieren, nervös. Aber wer

in der öffentlichen Wahrnehmung herrscht immer noch die irriige Annahme vor, Immobilienpreise seien schwankungsfrei. Sie unterliegen wie jeder andere Vermögensgegenstand Preisschwankungen, die je nach Anlagestrategie bewusst gesucht oder durch Diversifikation ausbalanciert werden. Wenn sich in einem Portfolio bestimmte preissensible Anlagen häufen, kumulieren eben auch deren Risiken. Wenn jedoch einzelne Objekte oder auch mal ein Portfolio mehr als gewöhnlich abgewertet werden, dann erzeugt das ein Bohei. Geben aber an den Börsen eine Aktie oder die Kurse von Unternehmen einer ganzen Branche nach, sieht darin niemand eine Gefahr für den gesamten Aktienmarkt. Umgekehrt zweifelt niemand die Bewertungen der Aktien an, die ihren Wert halten oder sogar steigern. Im Übrigen gibt es auch in den Aufschwungphasen der Immobilienmärkte immer wieder Objekte, die deutlich abgewertet werden müssen. Aber das wird weniger wahrgenommen oder sie werden als Einzelfälle angesehen.

**I&F** Sind die Spezialfonds von ähnlichen Abwertungen betroffen wie die Publikumsfonds?

Zum Teil ja. Bei den Spezialfonds werden die Wertschwankungen noch deutlicher

Ob Immobilienaktien und REITs nun Immobilienanlagen oder Aktienanlagen sind, wird je nach Marktphase mal in die eine und dann mal in die andere Richtung diskutiert. Viele Anleger sehen REITs und Immobilienaktien als Aktienanlage, teils auch als Substitut zu anderen Wertpapieranlagen. Das bestätigen auch Portfolio- und Kursanalysen. Letztlich ist ihr Anteil im Anlageportfolio der deutschen Versicherungswirtschaft jedoch gering. Für den erheblichen Kapitalanlagebedarf der Versicherungen und Pensionskassen reicht schlichtweg die Marktkapitalisierung börsennotierter REITs nicht aus. Aufgrund dieses quantitativen Defizits sind Immobilienaktien allenfalls eine Beimischung. Deshalb ist auch der REIT in Deutschland gescheitert. Es gibt schlichtweg keinen Markt bei hiesigen institutionellen Anlegern.

**I&F** Sind die Potenziale des REITs in Deutschland nicht richtig erkannt worden?

In anderen Jurisdiktionen mag es für private und institutionelle Investoren kein anderes Vehikel als einen REIT geben, um indirekt in Immobilien zu investieren. Aber in Deutschland haben wir andere Immobilienprodukte mit bere-

„Es gibt auch in den Aufschwungphasen Objekte, die deutlich abgewertet werden müssen.“

sichtbar, weil Anleger einen ganz anderen Informationszugang haben. Die Investoren sitzen mit den Fondsmanagern in den Anlegerausschüssen, wo über die Investitionsstrategie beraten wird. Zudem werden die Anleger regelmäßig in kurzfristigem Turnus über die Entwicklung der Fondsobjekte unterrichtet. Die Transparenz ist in den Spezialfonds daher we-

chenbaren Erträgen zur Verfügung, die von den Anlegern offensichtlich mit Blick auf ihre Risikobudgets mehr geschätzt und besser verstanden werden.

**I&F** Der Trend geht in Richtung „Management aus einer Hand“. Wie lassen sich aber die unterschiedlichen Formen der Immobilienanlage –

### Direktinvestments, Fonds, Immobilienaktien – vernünftig steuern?

Zunächst muss der Asset Manager wissen, wo die Risikotreiber sind. Denn erst dann kann er die einzelnen Vermögensgegenstände klassifizieren. Wird zum Beispiel bei Immobilienaktien das Risiko vor allem in den Immobilien gesehen und weniger im Börsenumfeld, könnte dies eine Zuordnung zu den Immobilienanlagen rechtfertigen.

Anschließend stellt sich die Frage, wie die Immobilienanlagen gemeinsam gesteuert werden können. Dazu bietet sich der Master-Fonds an, da in diesen beispielsweise Publikums- und Spezialfonds nach deutschem und Luxemburger Recht,

die Übertragung eines Spezialfonds in einen anderen Fonds ist lediglich eine Wertpapiertransaktion und die Einbringung von Immobilien in einen Fonds ist steuerlich begünstigt. Daher ist der Master-Fonds hinsichtlich der Transaktionskosten wesentlich günstiger als eine Master-KAG.

**I&F** **Wie groß ist die Gefahr des Kompetenzverlustes, wenn ein Investor sich nur externer Dienstleister bedient?**

Für den Master-Fonds gilt das gleiche wie für den Einbringungsfonds: Es lassen sich verschiedene Stufen der Wertschöpfungskette abdecken. Der Anleger kann seine Bestände weiterhin selbst steuern

„Es herrscht die irrige Annahme vor, Immobilienpreise seien schwankungsfrei.“

Immobilienaktien und REITs, Direktanlagen in Einzelobjekte und Beteiligungen an Objektgesellschaften unter ein Dach zusammengefasst werden können. Über diese Konstruktion ist anhand weniger Kennzahlen eine einheitliche unternehmerische Steuerung der gesamten Immobilienanlagen unter Bilanz- und Risikoaspekten möglich. Dies kann natürlich nur ein Ein-Anleger-Fonds sein.

**I&F** **Was unterscheidet einen Master-Fonds von einer Master-KAG?**

Die Master-KAG kennt man nur im Wertpapierbereich. Für Immobilienanlagen wäre sie theoretisch auch denkbar. Aber das würde wahrscheinlich kein Anleger mitmachen, weil es extrem teuer wäre. Eine Master-KAG bündelt verschiedene Anlagen und ordnet sie neu. Das heißt aus den bisherigen Wertpapier-Spezialfonds werden die Assets an die Master-KAG verkauft, die diese anschließend in Spezialfonds unter ihrem Dach nach bestimmten Kriterien neu zusammenstellt. Im Wertpapiergeschäft funktioniert das mit relativ geringen Transaktionskosten, bei Immobilien jedoch nicht. Beim Transfer eines zwei Milliarden Euro schweren Portfolios kostet die Master-KAG schnell einen dreistelligen Millionenbetrag.

An die Stelle der Master-KAG tritt der Master-Fonds. Unter dessen Dach können die einzelnen Anlagevehikel und direkt gehaltene Immobilien wesentlich kostengünstiger gebracht werden. Denn

und auch mit den bisherigen internen und externen Managern verwalten. Er kann aber auch den Master-Fonds-Manager beauftragen, für bestimmte Anlagevehikel, deren Erträge nicht den Erwartungen entsprechen, ein neues Management zu organisieren.

**I&F** **Wie viele Master-Fonds hat die SEB Asset Management am Markt?**

Aktuell gibt es zwei Master-Fonds. Wir glauben, dass diese Form der gesamthaften Steuerung die Zukunft für institutionelle Immobilienanlagen ist. Die Produkte werden aber sehr individuell in ihrer Struktur und damit auch in ihrer Größe sein.

**I&F** **Mit diesem Modell können Sie die von Wettbewerbern verwalteten Fonds unter den Master-Fonds ziehen. Wie reagieren die betroffenen Fondsanbieter darauf? Gibt es Befürchtungen, Sie könnten Mandate abwerben?**

Das kommt auf die Souveränität der Fondsmanager an. Wer seine Arbeit gut macht, braucht nicht zu fürchten, dass für seinen Fonds ein neues Management gesucht wird. Aus Anlegersicht hat diese Transparenz und Kontrolle natürlich Vorteile. Im Übrigen finden sich auch Immobilienfonds der SEB Asset Management in Dachfonds anderer Kapitalanlagegesellschaften wieder, ohne dass wir damit ein Problem haben. ■

## Rechtssicherheit bei Abschluss von Verträgen



Christoph Graf von Bernstorff

### Vertragsgestaltung im Auslandsgeschäft

6., aktualisierte Auflage 2007.  
398 Seiten, gebunden, 42,80 Euro.  
ISBN 978-3-8314-0808-5.

*Vertragsgestaltung im Auslandsgeschäft* geht vor allem auf die Marktaktivitäten innerhalb des EU-Binnenmarkts ein und bietet Hilfestellung bei der Abfassung von internationalen Kaufverträgen, Handelsvertreter-, Lizenz- und Kooperationsverträgen sowie Joint-Venture-Verträgen.

Für alle wichtigen Vertragsbereiche werden dabei Mustervertragsklauseln – in der Regel mehrsprachig – angeboten.

Erstmals liegt dem Buch in dieser Auflage eine CD-ROM bei, auf der neben verschiedenen Gesetzes- und Verordnungstexten eine ganze Reihe Vertragsmuster enthalten sind, die zum direkten Bearbeiten am eigenen PC genutzt werden können.

## Verlag Fritz Knapp

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