

Immobilien-Spezialfonds

Nach der Krise der Offenen Immobilienfonds: Debt Funds und Master-KAG-Strukturen

Das Finanzierungsumfeld für Immobilien bleibt nach Einschätzung der Banken und Investoren schwach. Die dadurch entstehende Finanzierungslücke könnten sogenannte Kreditfonds schließen. Aufgrund der fehlenden Banklizenz müssen aber Initiatoren solcher Fonds eng mit Banken zusammenarbeiten. Kritiker sehen die damit verbundenen Risiken, denn aufgrund der fehlenden Regulierung brauchen solche Fonds im Gegensatz zu Banken keine Eigenkapitalunterlegung. Eine weitere Alternative sind direkte Kredite von institutionellen Investoren wie Versicherungen, die es zu günstigen Konditionen gibt. Nach Ansicht des Autors stellt für institutionelle Anleger auch die Immobilien-Master-KAG ein interessantes Vehikel dar. Diese ist aber Eigentümerin der Immobilien und lässt sich nicht einfach austauschen. (Red.)

Die Commerzbank hat angekündigt, sich komplett aus der gewerblichen Immobilienfinanzierung zurückzuziehen. Mit dieser Entscheidung verschwindet auch die Eurohypo, einst größter Immobilienfinanzierer in Europa, aus dem Finanzierungsmarkt. Die Immobilienfinanzierung ist weiter im Umbruch und in der Konsolidierung. Banken rechnen bei ihren Engagements in europäischen Gewerbeimmobilien mit mehr Problemen als im letzten Jahr. Sie waren 2012 noch vorsichtiger bei Finanzierungen als im Vorjahr. Das geht aus der DTZ-Studie „Money into Property“ hervor.

Engpässe in der Finanzierung

Dabei haben sich die Hoffnungen der von DTZ Research im vergangenen Jahr befragten Banken und Investoren auf ein freundlicheres Finanzierungsumfeld nicht erfüllt. In der Erhebung im Jahr

2011 glaubte noch jeder Zweite mit Blick auf 2012, die Kreditvergabe werde wieder zunehmen, jeder Dritte erwartete zudem, dass sich die Konditionen für eine Kreditvergabe wieder lockern. Dieser Meinung sind jetzt nur noch 22 Prozent beziehungsweise sechs Prozent.

Außerdem glauben 2012 deutlich mehr Banken als letztes Jahr, dass sich die Performance ihrer laufenden Kreditengagements weiter verschlechtern wird. So rechneten 2011 nur fünf Prozent mit einer Zunahme der Forderungsrückstände im Jahr 2012, nun sind es schon 33 Prozent. 44 Prozent erwarten 2012 Ausfälle (2011: elf Prozent), 22 Prozent rechnen damit, dass sie dieses Jahr Verluste realisieren müssen. Und das Sicherheitsbedürfnis steigt weiter. 64 Prozent der Banken wollen Kredite nur im Prime-Segment vergeben, 2011 planten dies für das kommende Jahr erst 40 Prozent.

Debt Funds in der Pipeline

Wer aber wird diese Finanzierungslücke – zumindest teilweise – schließen? Sogenannte Kreditfonds („Debt Funds“) könnten eine Alternative sein, die Eigenkapital als Fremdkapital vergeben ohne selbst Bank zu sein. Aufgrund ihrer Struktur und ihres Risikoprofils können sie im aktuellen Marktumfeld günstige Kredite anbieten. Investoren zeigen sich bereits interessiert, zumal es Versicherer und Pensionskassen auf der Suche nach sicheren (aber besser) verzinslichen Alternativen zu Bundesanleihen nicht einfach haben.

Für die Strukturierung eines Debt Funds könnte sich ein Immobilien-Spezialfonds anbieten, da Darlehensforderungen für KAG-Spezialfonds investmentrechtlich eine zulässige Assetklasse darstellen. Grundproblem des Kreditfonds: Darlehen zu vergeben, ohne selbst eine Bank zu sein. Ein Fonds darf nicht nur keine Kredite ausreichen, sondern auch sonst kein Bankengeschäft tätigen, beispielsweise die Zinsen nicht verändern, keinen Kredit verlängern oder notwendige Umschuldungen vornehmen. Wie werden potenzielle Investoren auf dieses Produkte reagieren in Anbetracht dessen, dass für die zweite Jahreshälfte 2012 die ersten Produkte an den Markt gehen sollen?

Fehlende Banklizenz

Ein Grund für ein hohes Nachfragepotenzial liegt in Solvency II. Die neuen Eigenkapitalregeln würden für kleinere Versicherungen, die das Standard-Risikomodelle verwenden müssen, bei Immobilien-Direktanlagen eine Eigenkapitalunterlegung von 25 Prozent erfordern. Immobilien-Kreditfonds würden unter Solvency II dagegen voraussichtlich ähnlich behandelt wie Anleihen. Das würde die Eigenkapitalanforderungen deutlich senken, Experten rechnen mit einer Quote von um die 15 Prozent. Doch auch dieses Produkt wirft Fragen auf: Versicherungen können diese Fonds weder ihrer Immobilien- noch der Darlehensquote zurechnen. Und wer wird Anbieter sein?

Als Initiator könnte zum Beispiel eine KAG dienen, da man seit der letzten Novellierung des Investmentgesetzes Spezialfonds so strukturieren kann, dass sie zu 100 Prozent in Kredite investieren können. Allerdings müssen diese Gesellschaften der Finanzmarktaufsicht BaFin nachweisen, dass sie nicht nur das Management von Immobilien, sondern auch von Darlehen beherrschen und für Versicherer dürfen Spezialfonds laut Anlageverordnung höchstens zu 30 Prozent aus Krediten bestehen, also müssen die übrigen Anlagen anders strukturiert sein.

Der Autor

Dr. Markus Kolodziej



Director Business Development, Real Estate Management Institute der EBS Universität für Wirtschaft und Recht, Wiesbaden

Neben der notwendigen Immobilienkompetenz von Debt Fund Initiatoren besteht aber aufgrund der fehlenden Banklizenz ein großer Strukturierungsaufwand: Wer einen solchen Fonds für institutionelle Investoren auflegt, muss sich eine regulatorische Nische suchen oder eng mit Banken zusammenarbeiten. Doch Versicherungen fokussieren bereits auf dieses Produkt. Nach der aktuellen Studie von Ernst & Young Real Estate „Immobilienanlagen der Assekuranz 2012“ planen von den befragten fünfzig deutschen Versicherungen bereits 40 Prozent, in Real Estate Debt Funds zu investieren.

Dabei fokussieren die Initiatoren dieser Debt Funds, wie beispielsweise die Axa Real Estate, Lasalle Investment oder die Signa Real Estate Advisory, bei ihren Immobilienkreditfonds auf Seniortranchen mit Loan-To-Values (LTVs) von 50 bis 60 Prozent (AXA RE, Lasalle) oder 60 bis 85 Prozent bei Signa REA. Die Lücke von beispielsweise 20 Prozent soll dann mit einer Mezzanine Tranche gedeckt werden.

Signa hat jüngst einen Debt Funds, auf Basis einer Luxemburger SICAV, mit einem Zielvolumen von 300 Millionen Euro lanciert, der auf Junior Debt und Mezzanine Tranchen in Deutschland, der Schweiz, Frankreich und den nordeuropäischen Staaten fokussiert. Mindestens sechs Prozent laufenden Ertrag müssen die Investments dabei abwerfen. Die Zielinvestoren des Fonds liegen vor allem im Bereich Versicherungen und Pensionskassen, da diese Klientel aufgrund von Solvency II die gesamte Allokation ihrer Kapitalanlagen gegenwärtig neu auf den Prüfstand gestellt hat.

Regulatorische Lücke

Kritik an Debt Funds kommt aus der regulatorischen Perspektive: Während die Stellschrauben bei der Bankenregulierung (Basel III et cetera) immer stärker angezogen werden, können Kreditfonds bislang völlig unreguliert agieren. „Finanzierungsfonds“ brauchen keine Eigenkapitalunterlegung. Sie unterliegen auch sonst (noch) nicht den regulatorischen Anforderungen von Banken und können deshalb attraktive Kredite „vergeben“ und höhere Renditen erzielen.

Das systemische Risiko bleibe in der Welt der Schattenbanken bestehen und die Frage bleibt: Welche Risiken entstehen bei Kreditfonds, wenn solche Fonds wirk-

lich Darlehensbestände in Milliardenhöhe aufbauen und diese Kredite dann in großem Umfang ausfallen sollten? Banken, welche die Kredite ursprünglich ausgereicht haben, werden sich kaum um die Beherrschung möglicher Risiken kümmern, weil sie das Risiko nicht tragen.

Alternative Immobilienfinanzierer am Markt

Im Zuge von Staatsschuldenkrise und Basel III müssen Banken ihr Kernkapital deutlich aufstocken. Um dies zu erreichen, reduzieren Kreditinstitute ihr Neugeschäft und bauen insbesondere den Sektor gewerbliche Immobilienfinanzierung massiv ab. Insgesamt sind bereits 42 Institute vom europäischen Markt verschwunden. Dies geht aus einem aktuellen Marktbericht von Henderson Global Investors hervor. Kreditnehmer

Alternative Immobilienfinanzierer

AEW Europe
AIG
Allianz Real Estate
Axa Real Estate
Blackrock
Blackstone
CBRE Global Investors
Cornerstone Real Estate Advisors
Duet
Henderson Global Investors Property
Kennedy Wilson
La Française Asset Management
M&G
Metlife
Pramerica Real Estate Investors
Starwood

Quelle: Property EU Magazine, April 2012

müssen sich daher auf ein verändertes Finanzierungsumfeld und neue Finanzierungspartner einstellen. Mittlerweile haben sich im internationalen Kontext aber neue alternative (Nichtbanken) als Immobilienfinanzierer aufgetan, die unter Umständen Teile einer sich abzeichnenden Finanzierungslücke schließen könnten, wie eine aktuelle Übersicht zeigt.

Laut Henderson Research sind die Konditionen alternativer Kreditgeber oftmals sogar attraktiver als die der Banken. Die Margen betragen beispielsweise in Großbritannien statt der marktüblichen 260 nur 240 Basispunkte. In Großbritannien

machen Versicherungen und Pensionskassen bei Immobilienfinanzierungen bereits 14 Prozent des Marktanteils aus. So versucht sich beispielsweise Legal & General (L&G), der viertgrößte britische Versicherer, in der Immobilienfinanzierung zu etablieren. Dabei soll L&G bereit sein, mehrere Milliarden britische Pfund für Immobilienfinanzierungen bereitzustellen. Und neben Versicherungen interessieren sich auch globale Staatsfonds für das Geschäft mit der Immobilienfinanzierung. Bestes Beispiel dafür ist die China Investment Corporation (CIC), die für eine Akquisition von Blackstone 1,4 Milliarden britische Pfund bereitstellte.

Die Master-KAG als Vehikel

Gegenwärtig scheint sich für Investoren ein noch zaghafter Trend als Alternative zum klassischen Immobilien-Spezialfonds abzuzeichnen: die Master-KAG. Was macht den Charme der (Immobilien-) Master-KAG aus? Investoren bündeln ihre Investments über die zentrale Plattform Master-KAG, durch die Segmentierung von Spezialfonds können sie von einer Reihe an Vorteilen profitieren: Unabhängigkeit und Neutralität, keine dominanten Gesellschafter, transparentes Reporting (erleichtert Kontrolle und Vergleichbarkeit) sowie die Integration verschiedener Assetklassen und Investmentstile.

Spätestens seit der Finanzkrise beklagen viele Investoren eine mangelnde Transparenz. Durch die Trennung der Wertschöpfungskette in eine verwaltende Master-KAG und einen operativen Asset Manager erhöht sich die Transparenz, was dem Investor zugute kommt. In Analogie zum Wertpapiersegment bekommt der Investor nun anstatt vieler Einzelberichte jedes Managers von der Immobilien-Master-KAG ein einheitliches Reporting zu allen Asset Managern aus einer Hand.

Flexibilität und Transparenz

Für Asset Manager bedeutet die Trennung in der Wertschöpfungskette einen höheren Erfolgsdruck sowie steigende Anforderungen hinsichtlich der eigenen Managementqualitäten. Asset Manager müssen sich stärker im „Beauty Contest“ bei KAGs präsentieren und sind bei schlechter Performance leichter auszutauschen als zuvor.

Bislang waren Investoren zurückhaltend, wenn sie mit den Leistungen einer Immobilien-KAG, bei der sie beispielsweise einen Individualspezialfonds aufgelegt hatten, unzufrieden waren, die Verträge zu kündigen, da rein rechtlich die Immobilien-KAG Eigentümerin der Immobilien ist. Tauscht der Investor die KAG aus, bedeutet dies einen Eigentümerwechsel und es fällt Grunderwerbssteuer an.

Die Vorzeichen für einen Wechsel waren bislang also vergleichsweise schwierig. Durch die strukturelle Trennung zwischen administrativen KAG-Leistungen und immobilienpezifischem Management ändert sich diese Situation und erhöht die Flexibilität der Investoren.

In diesem Fall ist die Master-KAG Eigentümerin der Immobilien und vergibt an den externen Asset Manager einen Managementauftrag mit der möglichen Konsequenz eines Managerwechsels bei negativer Performance, ohne dadurch einen Eigentümerwechsel zu verursachen. Dabei muss der Austausch des Managers gut überlegt sein und darf lediglich Ultima Ratio sein, um nicht

unnötig die Kontinuität im Portfolio-Management zu gefährden.

Chancen und Risiken des Zukunftsmodells

Allerdings muss sich der Investor bewusst machen, dass er sich mit dem Immobilien-Masterfonds zwar von seinen Immobilienmanagern unabhängiger macht, sich zugleich jedoch in ein starkes Abhängigkeitsverhältnis zu der Immobilien-Master-KAG begibt. Als Eigentümerin der Immobilien lässt auch diese sich nicht einfach austauschen. Die Trennung zwischen dem Management der Immobilien und der administrativen Master-KAG hat einen weiteren Vorteil: Die Bestellung der Immobiliengutachter erfolgt durch die Master-KAG und nicht durch den Immobilienmanager, sodass der klassische Interessenkonflikt aufgelöst wird.

Die Aufgabenteilung zwischen Investor, Immobilien-Master-KAG und Asset Manager muss sich erst noch einspielen, wird aber am Markt bereits als Zukunftsmodell gehandelt. Beispielsweise

bauen Universal-Investment, Helaba Invest und die Intreal, die als Service-KAG bereits über fünf Milliarden Euro verwaltet, dieses Geschäftsmodell weiter aus. Universal-Investment, bereits Marktführer bei Wertpapier-Master-KAGen, strebt mit Immobilienmandaten zunächst rund drei Milliarden Euro an. In der Branche wird davon ausgegangen, dass sich eine Service-KAG erst ab mindestens einer Milliarde Euro rechnet, manche gehen sogar von zwei Milliarden zu verwaltendes Vermögen als notwendige Gewinngrenze aus.

Die Akquisition von Mandaten läuft bei Initiatoren auf Hochtouren, allerdings muss auch ein Faktor gesehen werden, der ein schnelles Wachstum bremsen kann: Will ein Investor sein bestehendes Immobilienportfolio auf einen Masterfonds übertragen, wird Grunderwerbssteuer anfallen. Diese fällt nicht nur bei einem KAG-Wechsel an, sondern auch bei einer Übertragung direkt gehaltener Immobilien des Investors. Will der Investor diese gravierende Steuerlast vermeiden, fängt er mit seiner Immobilien-Master-KAG meist bei Null an.



Institutionelle Investments mit Zukunft

Real Estate Funds und Real Estate Debt Funds

Seit über 15 Jahren bietet iii-investments institutionellen Anlegern maßgeschneiderte Lösungen sowohl im aktiven Asset Management als auch als Master-/Service-KAG. Ausgerichtet nach Anlageziel, Risikoneigung und strategischen Vorgaben entwickeln wir individuelle Konzepte für unsere Kunden. Unser Angebot reicht vom klassischen Spezialfonds über Luxemburger Vehikel bis hin zu neuen Immobilien-Produkten.

Unsere jüngste Innovation: Real Estate Debt Funds, welche wir als neue Produktlinie konzipiert haben. Als deutsche Spezialfonds aufgelegt, werden diese für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungswerke passgenau strukturiert. So eröffnen wir neue Perspektiven für unsere Kunden: investieren in ein professionell gemanagtes, diversifiziertes Darlehensportfolio für deutsche Gewerbe- und Wohnimmobilien.

Ihr professioneller Partner im institutionellen Geschäft.
www.iii-investments.de
customer-relations@iii-investments.de



iii-investments.