

## Im Gespräch

# „Investoren legen zunehmend mehr Wert darauf, die Kontrolle über die Prozesse zu behalten“

Spezialisierte Asset Manager drängen in den Markt für indirekte Immobilienanlagen. Galten einst breit diversifizierte Fonds als „Rundum-Sorglos-Paket“, wollen die Investoren ihr Risiko-Rendite-Verhältnis inzwischen weitgehend selbst bestimmen. Um jedoch in Zeiten hoher Immobiliennachfrage und knappen Angebot an geeignete Anlageobjekte zu kommen, sind intime Kenntnisse des jeweiligen Marktsegments gefragt. Das Problem: Während deutsche institutionelle Investoren den Spezialfonds als Vehikel bevorzugen, kennen sich ausländische Asset Manager mit dessen Konstruktion und Regulierung kaum aus. Eine mögliche Lösung sehen Alexander Tannenbaum und Holger Sepp in der Master-KAG, einer Konstruktion, die bei Wertpapier-Spezialfonds schon jahrelang gängige Praxis ist.

(Red.)

**I&F** Dass die Versicherer und Versorger ihre Immobilienquote steigern wollen, wurde schon häufig angekündigt, doch passiert ist wenig. Meist waren es ohnehin technische Effekte. Wird jetzt wirklich mehr in Immobilien investiert?

**Tannenbaum:** Angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfelds wissen die Investoren seit Jahren, dass sie ihre Anlagestrategien umstellen müssen. Versicherern und Versorgern fällt es zunehmend schwerer, die Garantieverzinsung mit der

bisherigen Zusammensetzung des Anlageportfolios zu erwirtschaften. Anpassungen sind deswegen meiner Überzeugung nach unausweichlich.

Doch bislang war erstens der „Schmerz“ wohl nicht groß genug und zweitens die zukünftige Regulierung zu unsicher. Das ließ viele zögern, zumal eine höhere Immobilienquote allein das Renditeproblem nicht lösen kann. Hierzu muss vor allem die Aktienquote steigen, was jedoch die Renditevolatilität erhöht. Diese wiederum könnte durch einen höheren Immobilienanteil im Portfolio zumindest geglättet werden. Eine Umfrage unter den Kunden von Universal-Investment ergab, dass die durchschnittliche Immobilienquote bei neun Prozent liegt und viele sie auf zehn Prozent und mehr steigern wollen.

**Sepp:** Wir hören sogar von einigen maßgeblichen Investoren, die ihre Quote auf bis zu 15 Prozent anheben möchten. Doch es ist schwierig, die passenden Objekte zu finden. Deshalb haben neue Anbieter von Spezialfonds durchaus Chancen, wenn sie zu Märkten und Objekten Zugang haben, die bislang noch nicht oder nur unzureichend durch Wettbewerber erschlossen wurden.

**I&F** Nun bedeutet eine steigende Immobilienquote noch nicht automatisch einen höheren Bedarf an Immobilien-Spezialfonds. Was macht Sie so sicher, dass die Versicherer und Versorger neben den Direktinvestitionen auch die indirekten Anlagen in Immobilien ausweiten werden?

**Tannenbaum:** Ich rechne aus drei Gründen mit einem weiter starken Wachstum

der indirekten Anlagen. Erstens sind Liegenschaften stets mit deutlich höherem administrativen Aufwand verbunden als das Wertpapiergeschäft. Das Immobilienmanagement beansprucht dabei erhebliche personelle Kapazitäten und bindet Ressourcen. Zweitens steigen bei Versicherungen und Versorgern die Eigenkapitalanforderungen für direkte Immobilienanlagen mit der Höhe der Fremdfinanzierung. Anders verhält es sich bei Investitionen in Fonds, die bis zu 50 Prozent Fremdkapital aufnehmen können. Dies ermöglicht zum einen eine wesentlich breitere Eigenkapitaldiversifikation und zum anderen kann bei entsprechendem Leverage-Effekt die Anlagerendite noch verbessert werden. Drittens haben die institutionellen Anleger bei Immobilien-Spezialfonds den Vorteil, in ein reguliertes Produkt zu investieren.

**Sepp:** Als vierter Grund ist zu ergänzen, dass viele institutionelle Investoren die gewünschte Diversifikation nach Regionen, Objektgrößen und Nutzungsarten nicht allein mit Direktinvestitionen darstellen können. In diesem Falle bieten sich Immobilien-Spezialfonds als Lösung an. Bilanztechnische und steuerliche Effekte können noch hinzukommen.

**I&F** Inwieweit hat die Krise der Offenen Immobilienfonds auch die Immobilien-Spezialfonds betroffen?

**Tannenbaum:** Zunächst muss festgehalten werden, dass die Situation der Immobilien-Spezialfonds eine ganz andere war und ist als bei den Offenen Immobilien-Publikumsfonds. Es gab tatsächlich nur wenige Spezialfonds, bei denen sich die Erwartungen der Anleger nicht erfüllten, und es gab nie die Probleme, wie sie bei den Publikumsfonds auftraten.

Publikumsfonds haben einen ständigen Zu- und Abfluss von Mitteln, die sie nur begrenzt als Liquidität halten dürfen. Also müssen sie in Immobilien investieren, auch wenn die Marktphase vielleicht ungünstig ist. Gleichzeitig haben die bestehenden Anleger keinen Einfluss darauf, zu welchen Preisen und Qualitäten Liegenschaften erworben und verkauft werden. Das ist bei Spezialfonds

### Zu den Personen

#### Dr. Holger Sepp



Mitglied der Geschäftsführung, CACEIS Bank Deutschland GmbH, München

#### Alexander Tannenbaum



Geschäftsführer, Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Frankfurt am Main

anders. Hier entscheiden die Investoren in den Anlageausschüssen mit. Außerdem werden die Gelder bei den Fondszeichnern erst dann abgerufen, wenn die Immobilie tatsächlich gekauft wird.

Als die Offenen Publikumsfonds in die Krise gerieten, wurden auch einige institutionelle Investoren nervös und wollten sich auch aus Spezialfonds zurückziehen. In Gesprächen konnte aber sehr schnell vermittelt werden, dass das nur durch einen raschen und gegebenenfalls verlustbringenden Verkauf von Immobilien geht.

**Sepp:** Das deckt sich mit unseren Beobachtungen und Erfahrungen mit unseren Kunden. Die institutionellen Anleger suchten infolge der Finanzkrise bei ihren indirekten Investitionen vor allem nach wertstabilen und potenziell renditestarken Anlagen. So richtete sich der Fokus sehr wohl wieder auf Immobilienfonds – und zwar unter Berücksichtigung des AnsFuG klar auf Spezialfonds.

**I&F** In der jüngsten Vergangenheit ist die Zahl der Immobilien-Spezialfonds rasant gewachsen. Und immer noch kommen weitere Anbieter hinzu. Wie groß ist der Bedarf an neuen Immobilien-Spezialfonds tatsächlich?

**Sepp:** Zu beobachten ist, dass Versicherungen und Pensionskassen die Anlagen in Immobilien und alternative Investments deutlich ausweiten oder dieses vorhaben. Das spüren auch die Asset Manager, die deshalb entsprechende Produkte anbieten wollen. In Deutschland ist dafür der Spezialfonds die verbreitete und von den Investoren klar bevorzugte Form der indirekten Immobilienanlage.

Allerdings dominieren ein paar große Häuser den Markt. Für institutionelle Investoren ist es jedoch wichtig, nicht nur hinsichtlich der Regionen, Nutzungsarten, Mietern und Objektgrößen, sondern eben auch bezüglich der Asset Manager zu diversifizieren. Nur so lassen sich zu große Abhängigkeiten vermeiden. Dass sich neuen Anbietern in diesem Markt durchaus Chancen bieten, zeigen die KAG-Gründungen und die steigende Zahl an Immobilien-Spezialfonds.

**Tannenbaum:** Die Investoren sind über die Vielzahl neuer Produktangebote froh, weil es das Spektrum der Anlagemög-

lichkeiten erweitert. Davon werden auch die Geschlossenen Fonds profitieren, denn in dem Maße wie sie unter dem KAGB reguliert werden sollen, erhöht sich aus Sicht institutioneller Investoren die Sicherheit und damit die Attraktivität dieser Beteiligungsmodelle.

**I&F** Können die neuen Anbieter diesen Erwartungen tatsächlich gerecht werden?

**Sepp:** Institutionelle Investoren fragen zuerst: Kann der Asset Manager tatsächlich die gewünschte Ware liefern? Da sich die Immobiliennachfrage auf das Core-Segment eingengt hat, die ent-

sprechenden Objekte jedoch extrem knapp sind, erhält der Asset Manager mit der höchsten Marktpertise das Mandat. Nun haben

Investoren die Erfahrung gemacht, dass eine KAG, die alle Zielregionen von einem zentralen Standort aus verwaltet, nur einen eingeschränkten Zugang zu den lokalen Märkten und damit auch den Transaktionen hat.

Asset Manager, die sich auf nur ein sehr eng definiertes Segment beschränken, kennen die lokalen Märkte und deren maßgeblichen Akteure besser als zentral tätige Beratungshäuser. So erfahren sie eher von geplanten Verkäufen und kennen das Transaktionsgeschehen vor Ort sehr genau. Diese Dienstleister werden heute bevorzugt. Allerdings wird es für einen Investor mit einem breit diversifizierten Portfolio schwieriger, diese höhere Zahl an unterschiedlichen Asset Managern zu steuern und einheitlich zu reporten. Deshalb wächst auch im Immobilienbereich die Akzeptanz der Master-KAG.

**I&F** Der auf die asiatischen Immobilienmärkte spezialisierte Asset Manager MGPA hat einen Asien Spezialfonds aufgelegt und sich dabei einer Immobilien-Master-KAG bedient. Was hat es mit diesem Vehikel auf sich?

**Tannenbaum:** Die Idee einer Master-KAG stammt aus dem Wertpapierbereich, wo die Trennung zwischen Administration und Fondsmanagement mit wechselseitiger Kontrolle durch die Depotbank schon bei über zwei Drittel aller Spezialfondsanlagen etabliert ist. 2011 hat Universal-Investment dieses erfolgreiche Prinzip auch auf institu-

tionelle Immobilieninvestitionen übertragen. Mit dem MGPA Asien Spezialfonds wurde das Modell erstmals und mit Erfolg erprobt.

**I&F** Zwar locken die Wachstumsperspektiven der asiatischen Volkswirtschaften, doch sind Asiens Immobilienmärkte für viele deutsche institutionelle Investoren noch weiße Flecken. Das liegt auch an spezifischen Risiken – angefangen von Rechtsfragen über Usancen bis hin zur Währung. Ist eine Master-KAG bei soviel Komplexität von Vorteil?

**Tannenbaum:** Hier treffen mehrere Welten aufeinander. Zum einen möchten deutsche Investoren in Asien kaufen, und bevorzugen aus Sicherheitsgründen einen Immobilien-Spezialfonds. Zum anderen wollen Asset Manager den deutschen Investoren asiatische Immobilien zugänglich machen. Doch entweder kennen sie sich nicht gut genug hinsichtlich der deutschen Regulierung aus oder der Aufbau eines entsprechenden Know-hows lohnt sich nicht. Erschwerend kommt hinzu, dass der Immobilien-Spezialfonds ein ausschließlich deutsches Produkt ist, das im Ausland nicht verstanden wird. Ein separiertes Vermögen, das zwar keine Rechtsperson ist, aber trotzdem Verträge unterzeichnen kann, ist außerhalb Deutschlands nur schwer zu vermitteln.

Die Immobilien-Master-KAG ist deswegen für beide Seiten eine gute Lösung. Aufgrund der Arbeitsteilung ermöglicht eine Master-KAG, dass jeder Prozessschritt durch einen Spezialisten ausgeführt wird. Im konkreten Fall ist MGPA ein in den asiatischen Immobilienmärkten etablierter Asset Manager. Auflage und Administration des Fonds organisiert Universal-Investment, während Caceis als Depotbank die investimentrechtliche Kontrolle obliegt.

Für den Investor ist damit klar ersichtlich, wer was wie in diesem Prozess macht. Das schafft auch Transparenz hinsichtlich der Leistungsvergütung. Gibt die KAG für das gesamte Leistungsspektrum nur eine Gebühr vor, kann ein Investor nicht abschätzen, wer für was be- und entlohnt wird. Wenn der Kunde dann mit einer Leistung aus diesem Paket unzufrieden sein sollte, hat er keine Möglichkeit, beispielsweise die entsprechenden Gebühren zu kürzen. Die Investoren legen zunehmend mehr Wert darauf, die Kontrolle über die Prozesse zu behalten. Dem kommt die Master-KAG entgegen. ■