

## Immobilien-Spezialfonds 2008

# „Es kommt zu keiner Verwässerung der Assetklasse Immobilie“

Redaktionsgespräch mit Franz Lucien Mörsdorf

**Institutionelle und private Anleger sollten nicht in einem Sondervermögen gemischt werden. Dies hat die Deka Immobilien gelernt. Um den Bedürfnissen von Sparkassen und Versorgungswerken besser zu entsprechen, hat die Deka-Bank neue, zielgruppenspezifische Spezialfonds aufgelegt und eng fokussierte Themenfonds initiiert, wie sie auch die Wettbewerber anbieten. Nur Nachahmer ist Franz Lucien Mörsdorf jedoch zu wenig. Mit Funds-in-Fund-Konzepten will sein Haus auch opportunistische Investitionen in sich entwickelnden Märkten ermöglichen und der Konkurrenz damit ein Stück voraus sein. (Red.)**

**I&F** Die Deka Immobilien hat eine Zeit der strategischen Bereinigung und Neuausrichtung hinter sich. Wie ist die Stimmung im Unternehmen?

Ausgesprochen gut. Die schwierigen Jahre liegen hinter uns. Während des internen Strukturwandels beschäftigten wir uns hauptsächlich mit dem Verkauf von Objekten. Dabei wirkte sich das Marktumfeld und die Begeisterung ausländischer Investoren für deutsche Immobilien ausgesprochen hilfreich aus. Dieser Prozess ist mittlerweile abgeschlossen, sodass die sich derzeit bietenden günstigen Kaufmöglichkeiten wieder genutzt werden können. Vor allem im Ausland erwerben wir derzeit viel. Dieser Umstand an sich und die hohe Schlagzahl bei den Transaktionen motivieren natürlich auch die Mitarbeiter.

**I&F** Ist die hohe Zahl an Transaktionsmeldungen ein Zeichen für die intensivere Öffentlichkeitsarbeit oder den hohen Anlagedruck der Fonds?

Weder noch. Die Fonds haben keinen Liquiditätsdruck, der zum Kaufen zwingt. Richtig ist vielmehr, dass nach den Jahren des Verkaufs der Schalter jetzt auf „Einkauf“ umgelegt wurde. Das wird in der Öffentlichkeit vielleicht bewusster wahrgenommen als Veräußerungen. Aber die Offenen Immobilienfonds, auch die der Deka, sind weit von dem Umsatzvolumen entfernt, das in den Jahren 2001 und 2002 zu sehen war, als gewaltige Mittelzuflüsse relativ kurzfristig investiert werden mussten. Heute begrenzen wir den

Mittelzufluss. Für die international anlegenden Fonds liefen die Kontingente nur sechs Monate bis zum 30. Juni 2008. In dieser Zeit wurde die vorgegebene Menge an Anteilscheinen auch sehr zügig abgesetzt. Für die stärker deutschlandgewichteten Fonds – den Deka-Immobilien Fonds und den Westinvest 1 – sind die Kontingente noch bis zum Jahresende geöffnet. Das durch die Kontingente hereingenommene Geld wird in der aktuellen Ankaufphase sukzessive investiert. Das erklärt wohl auch unsere deutlichere Präsenz in den Medien.

**I&F** Sie sprachen die Vergangenheit an und was die Deka daraus gelernt hat. Mit diesem Wissen: Was

zeichnet einen guten Real Estate Asset Manager aus?

Gutes Real Estate Asset Management beschränkt sich nicht mehr auf den An- und Verkauf von Immobilien. Der Asset Manager schaut inzwischen stärker auf den vorgegebenen Performance-Korridor. Bei Abweichungen wird nach Maßnahmen gesucht, um auf den geforderten Rendite-Pfad zurückzukehren. Das können Umschichtungen im Portfolio sein, um Marktzyklen auszunutzen, das können aber auch Maßnahmen direkt am Objekt sein, um die Vermietbarkeit zu erhöhen. Aktives Asset Management ist heute eine der wesentlichen Grundlagen des Erfolgs. Eine weitere Basis ist die Pflege des Netzwerkes, der Kontakte zu den Mietern, zu den anderen Investoren, zu Baukonzernen, zu Rechtsberatern und Immobilienmaklern. Denn diese kennen den Markt und erst aus den Einblicken all dieser Akteure lässt sich ein genaues Bild der aktuellen Entwicklungen gewinnen. Aus diesem Grund werden wir überall dort, wo wir eine hinreichend große Immobilienmasse haben, eigene Büros mit Asset Managern eröffnen.

**I&F** Bietet das novellierte Investmentgesetz den Asset Managern die gewünschten Freiheiten? Welche Risiken ergeben sich aus den höheren Freiheitsgraden?

Jede Freiheit birgt Risiken, das ist systemimmanent. Das Investmentgesetz hat vor



„Der Asset Manager schaut inzwischen stärker auf den vorgegebenen Performance-Korridor.“

**Franz Lucien Mörsdorf,**  
Geschäftsführer,  
Deka Immobilien Investment GmbH,  
Frankfurt am Main

allem für die Immobilien-Spezialfonds eine große Palette neuer Möglichkeiten eröffnet. Wir begrüßen diese Erweiterung der Chancen und nutzen diese auch. So wurde mit dem S-Domus ein mehrstöckiger Fonds konstruiert. Dieser darf in andere Fonds, in REITs und andere Immobilienunternehmen investieren.

Mögliche Risiken sollten nicht überbewertet werden, denn Spezialfondsanleger sind überwiegend risikoscheu. Sie bestimmen im Anlegerausschuss, welche Anlageobjekte erworben werden. Daher werden die Fondszeichner nach ihren Bedürfnissen für eine angemessene Risikolage in ihren Sondervermögen sorgen. Wenn der Investor die Beimischung von Spezialitäten wünscht, werden sich die Fondsgesellschaften diesem Begehren nicht verschließen. Doch egal ob ein- oder mehrstöckig – als Bewertungsgrundlage dient immer die Immobilie. In unserem Haus ist kein Fonds so konzipiert, dass es zu einer signifikanten Verwässerung der Assetklasse Immobilie kommt.

**I&F** Aber wie wird bei mehrstöckigen Konstruktionen, bei Unternehmensbeteiligungen der Bezug zur Immobilie sichergestellt?

Bei der Mehrstöckigkeit werden in der Tat Unternehmen verwaltet. Das ist für uns aber nichts Neues, denn wir kennen es bereits aus dem Individualfondsgeschäft, das nicht dem Investmentgesetz unterliegt. Hier managen wir im Grunde Minikonzerne. Das macht etwas mehr Arbeit, aber letztlich ist es das kleine Einmaleins jedes Buchhalters, mit den verschiedenen Gesellschaftsformen und ihren steuerlichen und bilanztechnischen Besonderheiten umzugehen. Der Bezug zur Immobilie geht dabei nicht verloren, weil das vermietete Gebäude der entscheidende Produktionsfaktor ist. Dort, und nur dort werden die Erträge generiert. Ist die Immobilie unrentabel, kann sie auch die gesellschaftsrechtliche und steuerrechtliche Verpackung nicht zur Cash-Cow machen.

Deshalb haben wir für das Immobilienfondsgeschäft die Funktionsstruktur erneuert. Die Fondsgesellschaften Deka Immobilien Investment GmbH und Westinvest GmbH konzentrieren sich auf die Kernfunktionen des Managements der Sondervermögen. Die Deka Immobilien GmbH fungiert als Dienstleister für diese beiden Kapitalanlagegesellschaften und kümmert sich unter anderem um den An- und Verkauf und die Vermietung der Objekte.

**I&F** Immobilien-Spezialfonds dürfen unbegrenzt viele Anleger aufnehmen. Doch wie viele Investoren sind sinnvoll, sind handhabbar?

Diese Frage lässt sich für jeden Fonds individuell beantworten. Die meisten Spezialfonds haben bis zu zehn Anleger. Das hat sich auch als praxistauglich herausgestellt. In einem Fonds mit 100 Anlegern stellt sich die Abstimmung und Kommunikation sehr komplex dar und verursacht steigende Kosten, was letztlich die Rendite schmälert. Unter diesem Aspekt reguliert sich die Zahl der Fondszeichner meist von selbst.

**I&F** Reicht Ihnen das gesetzliche Fremdkapitallimit für Immobilien-Spezialfonds?

Zurzeit hemmt uns diese Beschränkung wenig. In den USA und Japan wäre ein höherer Fremdkapitaleinsatz sicherlich vorteilhaft, aber wir haben bisher mit

den von Sparkassen gewünschten Fondsobjekten dürfen nicht nur wertorientiert sein, sondern müssen auch Cash-Flow liefern, weil die Banken Dividenden sehen möchten. Dafür sind die Kreditinstitute nicht auf hohe Internal Rates of Return (IRR) erpicht. Entsprechend scheiden opportunistische Immobilien als Zielobjekte für den Immobilien-Spezialfonds aus.

**I&F** Gibt es heute noch die Mischung von privaten Kleinanlegern und institutionellen Investoren in den Offenen Immobilien-Publikumsfonds?

Aus der Vergangenheit haben wir gelernt, dass private Kleinanleger und institutionelle Investoren nicht in einem Offenen Immobilien-Publikumsfonds gemischt werden sollten. Den jeweiligen Interessen können separate Produkte besser gerecht werden. Für die Sparkassen bietet die Deka Immobilien daher Individualfonds mit einer höheren Volatilität

„Das Investmentgesetz hat für die Immobilien-Spezialfonds eine große Palette neuer Möglichkeiten eröffnet.“

einer Fremdkapitalquote von maximal 50 Prozent auskommen müssen, dann werden wir mit den jetzt möglichen 60 Prozent auch gut leben können. Warten wir ab, was die nächste Novelle des Investmentgesetzes – vielleicht in drei oder vier Jahren – bringen wird.

**I&F** Wie unterscheiden sich institutionelle Investorengruppen im Anlageverhalten?

Hier spielt das Volumen des anzulegenden Kapitals eher eine Rolle als die Gruppenzugehörigkeit. Kleine Sparkassen haben andere Anforderungen und Wünsche an den Asset Manager als große Sparkassen. Gleiches gilt für die Pensionskassen, Versicherungen oder andere Kreditinstitute. Versicherungen und Pensionskassen, die einen erheblichen Teil ihrer Immobilienanlagen direkt halten, fragen derzeit verstärkt indirekte Investments nach.

Bei den Sparkassen ist die Direktinvestition in der Regel nur auf die eigenen Filialen und selbstgenutzten Gebäude beschränkt. Sparkassen suchen in der Regel langfristig nachhaltige Engagements in Immobilienfonds, die risikoavers sind und eine geringe Volatilität besit-

tilität und klassische Spezialfonds mit geringem Risiko wie die S-Domus-Familie an. Darüber hinaus gibt es sogenannte Spezialitätenfonds. Dabei wird in nicht abgesicherte, währungsorientierte Immobilienfonds auf Dollar- oder Yen-Basis investiert. Hinzu kommen indirekte Immobilienfonds, die nicht selbst Liegenschaften erwerben, sondern in andere, teils opportunistische Immobilienfonds investieren.

**I&F** Wie viele währungsorientierte Immobilienfonds sind von Ihrem Haus bereits aufgelegt worden?

Wir sind gerade dabei, den ersten Fonds im Auftrag eines Anlegers zu konzipieren.

**I&F** Wie groß ist die Produktpalette der Deka Immobilien für institutionelle Anleger?

Derzeit gibt es sieben Immobilien-Spezialfonds bei der Deka Immobilien Investment und einen bei der Westinvest. Dazu kommen noch zwei individuelle Fonds, ein Dachfonds der in Real Estate Private Equity investiert und der Westinvest ImmoValue als Offener Immobilien-Publikumsfonds, der aber nur für institutionelle Anleger zugänglich ist.

**I&F** **Worin unterscheiden sich ihre Themenfonds von den „Bausteinfonds“ der ebenfalls zum Sparkassensektor gehörenden LB Immo Invest?**

Die Produkte der Target-Select-Familie, unsere Themenfonds in den Bereichen Logistik, Hotel und Einzelhandel, wurden den Sparkassen in dieser Form bislang noch nicht so angeboten. Wesentlicher Vorteil der Target-Select-Familie ist, dass es sich um Offene Immobilien-Spezialfonds handelt. Der Anleger kann nach vorheriger Ankündigung seine Anteile zurückgeben.

**I&F** **Welche Anleger sprechen Sie mit den Themenfonds an?**

Diese Produkte sind in erster Linie für die Sparkassen und die Versorgungskassen

„Von pauschalen Urteilen zu den Märkten sollte abgekommen werden, entscheidend ist die Auswahl der Mikrolage.“

des Verbundes bestimmt. Hier sehen wir noch ein enormes Potenzial. Erst wenn wir das ausgeschöpft haben, werden wir überlegen, es auch über die Sparkassengruppe hinaus anzubieten.

**I&F** **Publikumsfonds bevorzugen größere Objekte, aber nicht mehr unbedingt die „Wuchtrummen“, während kleine Gebäude wegen des relativ hohen Aufwands verschmäht werden. Welche Objekte sucht ein Immobilien-Spezialfonds?**

Spezialfonds sind nicht so groß wie die Publikumsfonds. Um aber dennoch eine vernünftige Diversifikation zu gewährleisten, sind in der Regel auch die Objekte kleiner. Für die Target-Select-Fonds werden beispielsweise Logistikimmobilien erworben, die zwischen 30 und 80 Millionen Euro Wert sind. Um in diesem Sondervermögen ordentlich diversifiziert zu sein, sollten es etwa zehn Standorte sein, sodass sich in den nächsten Jahren ein Fondsvolumen von 300 und 500 Millionen Euro aufbauen sollte. Mit unter 100 Millionen Euro Anfangsportfolio zu starten, macht aber keinen Sinn. Ähnliches gilt für den Hotelfonds. In große Hotels zu investieren ist in der Regel sicherer, da erfahrungsgemäß die Bonität der Mieter mit der Größe des Betreibers steigt. Deshalb werden keine Hotels unter 30 Millionen Euro erworben. Wenn auch hier ein

gutes Dutzend Objekte akquiriert ist, erreicht der Fonds ebenfalls eine Größenordnung von 500 Millionen Euro. Im Einzelhandel ist die Situation eine andere. Hier lohnen auch Investitionen in kleinere Gebäude in den Fußgängerzonen. Ab zehn Millionen Euro würden wir kaufen. Folglich könnte der gesamte Fonds auf ein Volumen von 150 bis 200 Millionen Euro kommen.

**I&F** **Wie entscheiden Sie beim Objektankauf, welche Immobilie in welchen Fonds kommt?**

Für jedes Sondervermögen gibt es ein eigenes Fondsprofil, in dem exakt beschrieben ist, in welchen Märkten, welchen Objektgrößen und welchen Nutzungsarten sich der Fonds engagieren darf. In der Praxis ist daher zumeist von

vornherein klar, welche Liegenschaft in welchen Fonds gehört. Es kommt ganz selten vor, dass ein und dieselbe Immobilie in zwei Portfolios passt. Wenn diese Situation eintritt, dann erhält sie der Fonds, in dem das Objekt den höchsten originären Renditebeitrag erbringen würde. Das kann zum Beispiel in steuerlichen Aspekten oder in den Möglichkeiten der Fremdfinanzierung begründet sein. Sollte es auch hier keine klare Präferenz geben, so würde – als „ultima ratio“ – das Los entscheiden.

**I&F** **Eignen sich Funds-in-Fund-Konzepte für Spezialfonds?**

Ein solches Produkt haben wir nicht als Spezialfonds, aber wir haben ein institutionelles Dachfondsangebot. Dieser Fonds kauft sich mit Chargen von zehn bis 50 Millionen US-Dollar in verschiedene Private Equity Funds ein. An diesem Dachfonds können sich wiederum Sparkassen mit mindestens einer Millionen Euro und Private-Banking-Kunden mit einer Mindestanlage von 50 000 Euro beteiligen. Konstruiert ist der Fonds als Luxemburger Vehikel.

**I&F** **Beteiligt sich der Fonds auch an Immobilien-Spezialfonds?**

Auch Immobilien-Spezialfonds von Wettbewerbern sind im Funds-in-Fund-Kon-

zept möglich. Dass bisher aber noch kein Spezialfonds zu den Zielfonds gehört, ist einerseits der regionalen Ausrichtung und andererseits den Renditeerwartungen geschuldet. Zwar gibt es unter den ausgewählten Private-Equity-Funds auch einige mit Europa-Schwerpunkt, doch lassen sich die erwarteten Renditen im lateinamerikanischen und asiatischen Raum eher realisieren.

**I&F** **Wie wird das Fondsmanagement vergütet? Wo sind für Sie Handlungsanreize?**

Der Asset Manager erhält ein Prozent Transaktionsgebühren und die klassischen Fondsmanagementgebühren. Aber der eine Anleger möchte lieber eine feste Gebühr bezahlen, weil er einen langfristigen Anlagehorizont hat. Während der andere lieber auf leistungsabhängige Vergütung setzt, vor allem wenn es eine dynamischere Anlagestrategie sein soll. Nicht erhoben werden allerdings sogenannte Turbo-Fees, bei denen das Management einen Bonus bekommt, wenn es seine eigenen Planzahlen übertrifft.

**I&F** **Welche Immobilienmärkte sind aus Sicht eines institutionellen Asset Managers heute interessant?**

Grundsätzlich sind alle Märkte interessant. Von pauschalen Urteilen zu den Märkten sollte abgekommen werden, denn vielfach entscheidet sich der Erfolg bei der Auswahl der Mikrolage. Dazu muss der Fondsmanager natürlich seine Hausaufgaben machen und die Märkte Stück für Stück besser verstehen lernen. Wir sehen uns jedes Jahr nur zwei neue Länder an und prüfen den Markteintritt. Im vergangenen Jahr ist die Deka Immobilien zum Beispiel erstmals in Mexiko aktiv geworden.

Dieses Jahr haben wir uns den Einstieg in Singapur vorgenommen. Vielleicht finden unsere Transaktionen auch deshalb mehr Beachtung, weil wir im Gegensatz zu anderen Fondsgesellschaften vorwiegend im Ausland einkaufen. Vor allem in Großbritannien, Polen und Frankreich sind wir als Käufer aktiv. In den USA kaufen wir nur sehr selektiv, weil sich dort die Preiskorrektur nicht so schnell eingestellt hat, wie wir das erwartet hatten und wie es beispielsweise in London der Fall ist. Dort sind die Preise immerhin schon um 100 bis 125 Basispunkte gesunken. Im Fokus stehen aber auch die Märkte in Japan und Korea. Und wir sehen uns Österreich wieder intensiver an. ■