

Immobilien-Spezialfonds

„Schon bei Auflage muss es eine klare Ausstiegsstrategie geben“

Redaktionsgespräch mit Ferdinand von Sydow

Der Immobilien-Spezialfonds ist ein ganzes Stück besser durch die Krise gekommen als der Publikumsfonds. Das sei vor allem der kleineren und damit überschaubareren Anlegerstruktur zu verdanken, so der Autor. Gleichwohl sei die Zeit der großen Poolfonds mit unbegrenzter Laufzeit auch im institutionellen Bereich vorbei. Er stellt zunehmend höhere Ansprüche an den Asset Manager fest und sieht in speziellen Themenfonds und durchaus veritables Anlageprodukt. Für sein eigenes Unternehmen sieht er die Zugehörigkeit zum IVG-Konzern mittlerweile als vorteilhaft an. (Red.)

I&F Zahlreiche Immobilien-Publikumsfonds mussten in den zurückliegenden Monaten schließen. Wie hat sich der Immobilien-Spezialfonds in der Finanzmarktkrise behauptet?

Da der Immobilien-Spezialfonds de jure ein Offener Immobilienfonds ist, bestehen grundsätzlich die gleichen strukturellen Herausforderungen wie bei Immobilien-Publikumsfonds: Ein wenig fungibler Vermögensgegenstand steckt in einer Investmenthülle, welche die kurzfristige Rückgabe von Anteilscheinen zulässt. Insofern stößt auch der Immobilien-Spezialfonds an seine Grenzen, wenn sich Anleger mit substanziellen Beträgen zügig aus dem Sondervermögen verabschieden wollen.

In schwachen Marktphasen nehmen Ausstiegswünsche tendenziell zu. Für die Ausstiegsabsicht kann es verschiedene Gründe geben, angefangen bei der Neuausrichtung des Anlageportfolios über einen erhöhten Liquiditätsbedarf bis hin zur Unzufriedenheit mit der Fondspersformance. So mussten in der Finanzmarktkrise vereinzelt auch Immobilien-Spezialfonds „eingefroren“ werden. In der Regel stehen die Anleger jedoch zur vereinbarten Investitionsstrategie und halten diese auch in Krisenzeiten durch. Unterm Strich hat sich der Immobilien-Spezialfonds in der Finanzmarktkrise sehr gut gehalten.

I&F Den semi-institutionellen Investoren ist vielfach die Schuld an der Schließung zahlreicher Offener Immobilien-Publikumsfonds gegeben worden. Flohen diese Anleger auch aus den Spezialfonds?

Der Anspruch eines institutionellen Investors an einen Spezialfonds ist ein anderer als an einen Publikumsfonds. Den Anlegern ist bewusst, dass ein Spezialfonds nur geringe Liquidität vorhält, sodass ein kurzfristiger Ausstieg schwieriger ist. Zudem ist der Anlegerkreis im Spezialfonds kleiner als bei Publikumsfonds, wodurch sich die Investoren in der Regel kennen und untereinander austauschen.

In dieser Situation auf die sofortige Rückgabe der Anteilscheine zu bestehen, kann zu Nachteilen für die Co-Investoren führen und ist somit schwerlich ohne Reputationsschaden möglich. In einem anonymen Publikumsfonds spielt dieser Aspekt eine untergeordnete Rolle.



I&F Hat sich das Bild des Immobilien-Spezialfonds im Verlauf der Krise verändert?

Wenn sich ein Investor heute mit einer indirekten Immobilien-Kapitalanlage beschäftigt, dann prüft er das Produkt, den Investment Manager und die Mitinvestoren. Letzteres war früher nicht so ausgeprägt, weil im institutionellen Kontext von einer weitgehenden Interessengleichheit auch bei verschiedenen Anlegertypen ausgegangen wurde. Zudem sehen wir heute häufiger, dass Institutionelle über Individual-Spezialfonds investieren – vorausgesetzt sie verfügen über ausreichend Anlagevolumen. Poolfonds werden aber weiter ihre Berechtigung haben, denn nicht alle Investoren verfügen allein über genügend Kapital, um mit Individualfonds eine ausreichende Risikodiversifikation abzubilden.

I&F Bleiben die verschiedenen Anlegergruppen im Spezialfonds lieber unter sich?

Versicherungen haben gerne Versicherungen als Co-Investoren. Gleiches gilt für Pensionskassen, Versorgungswerke und Stiftungen. Das liegt daran, dass die einzelnen Anlegergruppen für ihre spezifischen Bedürfnisse spezielle Lösungen wünschen. Gleichzeitig schätzen manche Anleger einen gemischten Investorenkreis, der unterschiedliches Wissen bündelt.

I&F Offene Immobilien-Publikumsfonds haben in den letzten Jahren immer wieder teils erhebliche Ab-

„Hohen Verkaufsdruck hat es bei den Immobilien-Spezialfonds nicht gegeben“

Ferdinand von Sydow,
Geschäftsführer, IVG Institutional
Funds GmbH, Wiesbaden

wertungen vorgenommen. Das jüngste Beispiel ist der P2 Value von Morgan Stanley. Hat es solche Wertkorrekturen auch bei Spezialfonds gegeben und wie reagieren die Investoren darauf?

Die von Sachverständigen ermittelten Verkehrswerte werden erst beim Verkauf der Objekte tatsächlich getestet. Wenn Offene Immobilien-Publikumsfonds wegen Liquiditätsmangel gezwungen sind, Liegenschaften zu veräußern, kann es passieren, dass die zu einem Stichtag in der Vergangenheit ermittelten Verkehrswerte nicht realisierbar sind. Das kann am Marktzyklus, an der Veränderung der Mietenstruktur im Objekt oder am hohen Verkaufsdruck liegen. Zumindest den hohen Verkaufsdruck hat es bei den Immobilien-Spezialfonds nicht gegeben.

I&F Wie hat sich die Bedeutung der Immobilie im Anlageportfolio der institutionellen Investoren verändert? Soll die Immobilienquote tatsächlich steigen?

Die Bedeutung der Immobilie in der Asset Allokation hat zugenommen, doch ist das Bild bezüglich der Veranlagung differenziert. Im Zuge der Finanzmarktkrise fokussieren Investoren wieder stärker auf den Heimatmarkt und halten sich mit Engagements im Ausland etwas zurück. Dies spricht vorübergehend für eine Zunahme der Direktinvestitionen. Mittel- und langfristig ist der Trend zur indirekten Anlage aber ungebrochen. Aktuell beobachten wir allerdings eine Seitwärtsbewegung, die weniger den Marktbedingungen, sondern eher einer Verunsicherung rund um das Thema Solvency II geschuldet ist. Viele Investoren warten ab, wie die Diskussion um die künftige Unterlegung ihrer Anlagen mit Eigenkapital ausgeht.

I&F Ist Solvency II problematisch für die Fondsbranche?

Es ist sicherlich ein Versäumnis, dass bisher hinsichtlich der Immobilienanlagen keinerlei Unterscheidung nach Risikoklassen getroffen wird. Wir hoffen, dass hier noch nachgearbeitet wird. Risikoärmere Immobilienanlagen wie beispielsweise reine Core Funds sollten eine andere Kapitalunterlegung benötigen als risikoreichere Anlagen wie Opportunity Funds. In den weiteren Überlegungen zu Solvency II sollte man eine differenziertere Betrachtung anstreben und stärker auf den Inhalt achten.

I&F Im Gegensatz zu vielen anderen Anbietern von Immobilien-Spezi-

alfonds ist IVG Funds Teil einer Immobilien-Aktiengesellschaft. Wie sehen Sie das Verhältnis von Spezialfonds und Immobilienaktie?

Der Spezialfonds ist von seiner Struktur her ein Wertpapier und daher der Immobilienaktie nicht unähnlich. Natürlich gibt es bei den Einflussfaktoren für den Aktien- beziehungsweise Anteilswert erhebliche Unterschiede. Beim Spezialfonds richtet sich der Wert des Anteils ausschließlich nach den jeweiligen Vermögenswerten. Entsprechend sind die Werttreiber klar vorgegeben. Die gesellschaftsrechtliche Struktur der IVG Immobilien AG spielt dabei für die IVG Funds eine untergeordnete Rolle.

I&F Ist die Zunahme der direkten Investitionen in Immobilien eine Gefahr für den Spezialfonds? Braucht es neue Produkte?

Traditionell investieren die institutionellen Anleger direkt, wenn sie in Deutschland Immobilien erwerben. Hier kennen sie sich mit dem Immobilien-

„Risikoärmere Immobilienanlagen sollten eine andere Kapitalunterlegung benötigen als risikoreichere Anlagen.“

markt und der Jurisdiktion aus und verfügen meist über gute Ressourcen. Bei Investitionen im Ausland kaufen sie sich gerne fach- und marktkundiges Expertenwissen ein. Dabei bevorzugen sie den Spezialfonds. Es ist nicht verwunderlich, dass im Zuge der Finanzmarktkrise deutsche Immobilien als sicherer Hafen gesucht werden. Darunter leidet zunächst auch der Spezialfonds. Eine Gefahr würde ich darin jedoch nicht erkennen. Das ist vielmehr normales Anlageverhalten.

Nun zu Ihrer Frage nach neuen Produkten: Die Kapitalanlagegesellschaften identifizieren Marktopportunitäten und versuchen, auf die Bedürfnisse ihrer Investoren einzugehen. So nehmen die Angebote von speziellen Themenfonds deutlich zu. Diese widmen sich Marktsegmenten, die interessante Diversifikationsmöglichkeiten und Renditechancen bieten, aber zugleich ein hohes Fach- und Marktwissen voraussetzen. Dazu zählen zum Beispiel Logistikimmobilien, Pflegeheime oder Hotels.

Zudem werden tendenziell kleinere Fonds aufgelegt, sogenannte Club Deals, an

denen sich vier bis sechs Investoren beteiligen. Die Zeit der großen Poolfonds mit unbegrenztem zeitlichen Anlagehorizont ist vorerst vorbei. Heute sind Fonds mit fokussierter Anlagestrategie und festgelegter Laufzeit gefragt. Das heißt, die Fondsmanager müssen schon bei Auflage des Sondervermögens eine klare Ausstiegsstrategie haben.

I&F Die Fondsgesellschaften erweitern ihre Dienstleistungsfunktionen. Welche Zukunft haben Master-KAG und Master-Fonds?

Die Master-KAG ist keine echte Innovation, denn unter dem Investmentgesetz kann sich jede Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft als Master-KAG aufstellen. Der Master-Fonds hat den Vorteil, dass er die Komplexität der Immobilienanlagen eines institutionellen Investors einfach und überschaubar abbildet. Vor zehn Jahren, als die Produkte einfacher und die Anforderungen an das Reporting und Risikomanagement überschaubar waren, bestand dafür wenig Bedarf. Heute spielt der Master-Fonds eine immer größere

Rolle. Allerdings müssen die Master-Fonds-Anbieter die Frage beantworten, wie zuverlässig sie die Interessen des Investors wahrnehmen, wenn sie gleichzeitig Spezialfonds auflegen und damit in Konkurrenz zu den Inhalten ihres Master-Fonds treten.

I&F Was erwarten die Investoren von ihrem Asset Manager?

Die Investoren erwarten drei Dinge: Erstens muss der Asset Manager über entsprechende Ressourcen verfügen, um die geplante Investmentstrategie hervorragend umsetzen zu können. Zweitens soll der Asset Manager das entsprechende Risikomanagement umfassend durchführen und abbilden können. Es ist im Laufe der letzten Jahre in den Augen der Anleger immer wichtiger geworden, dass die Risiken vernünftig erfasst und ausgesteuert werden. Drittens ist immer öfter die Fähigkeit und die Bereitschaft des Asset Managers zu Co-Investments gefragt.

Das heißt, die Investoren wünschen, dass die Interessengleichheit zwischen ihnen und ihrem Asset Manager nicht allein

über erfolgsabhängige Gebühren, sondern auch mittels eigener Beteiligung an den Produkten sichergestellt wird.

I&F **Wie weit beteiligen sich die Immobilienmanager an den Objekten?**

Unter fünf Prozent sollte der Anteil des Asset Managers nicht liegen, weil die Beteiligung dann nicht mehr substanzial

können, gar nicht möglich. Ein paar Beispiele sollen das verdeutlichen:

Einen Kavernenfonds, wie wir ihn konzipiert haben, kann kein anderer Anbieter im Markt auflegen. Dieses Produkt war nur möglich, weil der Konzern ein sehr großes Kavernengeschäft betreibt. Ein weiteres Beispiel ist unser Protect-Fonds, an dem die IVG beteiligt ist und sich im Risiko an die erste Stelle gesetzt

der AG und der Fonds. Diese Einstellung hat sich geändert, weil unsere Investoren erkannt haben, was aus dem Bestand der IVG heraus möglich ist und welche Potenziale in diesen Liegenschaften stecken. Es kommt nicht darauf an, dass ein Interessenkonflikt besteht, sondern wie damit umgegangen wird. Unsere Anleger sehen die Konstellation heute primär als vorteilhaft an.

I&F **Auf der Bilanzpressekonferenz kritisierte der Vorstand der IVG, dass die Kundenzufriedenheit im Fondsgeschäft nicht der eines Marktführers entspricht. Wo müssen Sie besser werden?**

Kundenzufriedenheit ist ein relatives Konstrukt. Sie entsteht aus dem Vergleich zwischen erwartetem und tatsächlichem Leistungsniveau. Die Erwartungen an den Marktführer sind immer besonders hoch – zu Recht. Um den Erwartungen gerecht werden zu können, müssen wir uns zunächst mit zwei Fragen beschäftigen. Erstens, welche Aspekte definieren die Erwartungen des Kunden und zweitens, wie nimmt der Kunde aktuell die Leistung wahr? Für den Kunden steht die Rendite an erster Stelle, aber es gibt noch weitere Faktoren, die für die Qualität und Kundenzufriedenheit entscheidend sind. Wir haben dafür insgesamt zwölf Dimensionen erfasst. So ganzheitlich ist das Thema Kundenzufriedenheit bislang nicht in der IVG Institutional Funds analysiert worden, was auch dem enormen Wachstum der Gesellschaft in den letzten Jahren geschuldet war. In einigen Bereichen sind wir gut bis sehr gut aufgestellt, in anderen haben wir Verbesserungsbedarf.

Das Leistungsspektrum der Gesellschaft mit 15 Niederlassungen in Europa und

„Ohne die IVG wären viele Produkte gar nicht möglich.“

wäre. Allerdings sind auch Engagements von mehr als 20 Prozent problematisch, denn dies könnte zu einer Dominanz des Fondsmanagements führen, die von den Investoren nicht gewünscht ist.

I&F **Der Großteil der Spezialfondssparte der IVG stammt von der Oppenheim Immobilien Kapitalanlagegesellschaft (OIK). Hat sich die Krise des Bankhauses Sal. Oppenheim auf Ihr Geschäft ausgewirkt?**

Die Übertragung der OIK auf die IVG hat lange vor der Krise des Bankhauses Sal. Oppenheim stattgefunden. Trotzdem haben wir mit unseren Fondsinvestoren intensive Gespräche geführt, denn die Privatbank blieb noch einige Jahre Großaktionär der IVG Immobilien AG. Auswirkungen auf das treuhändisch verwaltete Fondsvermögen hatte die Oppenheim-Krise aber nicht. Inzwischen haben die Marktteilnehmer auch den Markenwechsel von OIK zu IVG Funds vollständig nachvollzogen.

I&F **Nun hatte die IVG in der jüngsten Vergangenheit einige Probleme, wie der gescheiterte REIT, die Kostenexplosion beim Airrail Center in Frankfurt oder die angespannte Refinanzierung des Unternehmens. Schlägt sich diese Unruhe auch auf das Fondsgeschäft nieder?**

Die IVG Funds agiert ausschließlich als Treuhänder im Sinne der Investoren. Dabei greifen wir auf Leistungen des Mutterhauses zurück, zum Beispiel im Asset Management. Daher ist die Leistungsstärke der IVG für uns von Bedeutung. In unserer Geschäftsentwicklung haben wir keine Nachteile gespürt. Im Gegenteil, ohne die IVG wären viele Produkte, die wir unseren Kunden anbieten

hat. Das heißt, sollte es in den ersten fünf Jahren der Fondslaufzeit zu Abwertungen kommen, dann gehen diese zuerst zu Lasten der IVG. Und als drittes Beispiel: Wir konnten den ersten institutionellen Green-Building-Fonds Deutschlands mit vier Projektentwicklungen der IVG auflegen. Auch dieses Produkt hätten wir ohne die IVG nicht anbieten können.

Die Fondsanleger haben sehr wohl gesehen, dass die meisten negativen Schlagzeilen bezüglich der IVG mit dem Kapitalmarktumfeld zu tun hatten und nicht mit dem Produkt- und Leistungsangebot der Kapitalanlagegesellschaft.

I&F **Wenn Sie so viele Objekte von der Konzernmutter in Fonds verpacken und institutionellen Anlegern anbieten, gibt es möglicherweise einen Interessenkonflikt. Die IVG als AG ist in erster Linie ihren Aktionären verpflichtet, das heißt sie sollte bestrebt sein, ihre Objekte zu einem möglichst hohen Preis zu verkaufen. Aber Sie**

sollten als Fondsmanager an einem möglichst niedrigen Einkaufspreis interessiert sein?

Diese Frage wird heute anders beantwortet als noch vor zwei Jahren. Vor der Finanzmarktkrise wurde dieser mögliche Interessenkonflikt primär negativ gesehen und die Anleger bevorzugten eine klare Trennung zwischen den Immobilien

über 200 Mitarbeitern im Bereich Asset Management ist einzigartig. Auch im administrativen Bereich und im Reporting gehören wir sicherlich zur Spitzengruppe. Wir sind gut im Management der Bestandsfonds und in der Kundenansprache. Handlungsbedarf sehen wir insbesondere bei der raschen Anpassung und Umsetzung der Investitionsstrategie im Falle von unerwarteten Marktverän-

„In einigen Bereichen sind wir gut bis sehr gut aufgestellt, in anderen haben wir Verbesserungsbedarf.“

derungen wie beispielsweise zu Beginn der Finanzmarktkrise.

Dazu müssen wir sicherlich die personelle Qualität im Unternehmen weiter verbessern. Das heißt, wir müssen unsere Mitarbeiter intensiver schulen und an der einen oder anderen Stelle Personal aufstocken. In einem ersten Schritt konnten wir uns in der Geschäftsführung verstärken und bauen im Fondsmanagement weiter auf. Darüber hinaus haben wir uns vorgenommen, die Abstimmung zwischen den verschiedenen Funktionseinheiten der IVG zu intensivieren.

I&F Was soll IVG Funds noch erreichen?

Wir wollen im Fondsgeschäft sehr stark mit unseren bestehenden und neuen Kunden wachsen. Die IVG übernimmt neben der Funktion als Treuhänder und Dienstleister auch die Rolle des Co-Investors, der mit den Investoren gemeinsam Immobilien erwirbt – unabhängig vom Vehikel. Bei Marktopportunitäten wollen wir aktiv die Richtung vorgeben. Dazu schaffen wir eine neue Plattform, mit der Themen unabhängig vom Vehikel, also auch unabhängig vom Spezialfonds, umgesetzt werden sollen. So können wir uns in Zukunft auch Investitionen über Joint Ventures mit Drittinvestoren vorstellen. Denkbar ist auch, dass wir beim Verkauf von Einzelimmobilien in kleinem Umfang im Objekt investiert bleiben und das Asset Management übernehmen.

Bisher konnte es passieren, dass wir eine günstige Kaufgelegenheit zum Beispiel in Paris erkannt haben, aber keiner der Fonds hatte dafür eine Allokation. Dann haben wir dieses Objekt in der Vergangenheit liegen lassen. Zukünftig wollen wir das Objekt aber über unsere Plattform einer breiteren Investorenschicht antragen. Wir wollen uns dabei nicht auf den Spezialfonds beschränken müssen. Die Transaktion ist das Ziel, nicht deren Struktur.

I&F IVG Funds wird also in Zukunft eine zentralere Rolle in der Strategie des IVG Konzerns spielen?

Das ist richtig. Die IVG war früher auf vier Säulen aufgestellt: dem Investment-, dem Kavernen-, dem Fonds- und dem Projektentwicklungsgeschäft. Künftig wird die IVG eine integrierte Plattform sein. Der eigene Bestand an Co-Investments wird in den nächsten Jahren sukzessive ergänzt und die IVG somit eine noch breitere Palette der Immobilienanlagengestaltungen anbieten. ■