

Das Risiko der Anlegerstruktur im deutschen Spezialfonds

Marian Berneburg und Ulrich Sonnemann

Die deutsche Spezialfondslandschaft wird vielseitiger und bunter werden. Dessen sind sich die Autoren gewiss. Den Grund dafür sehen sie in dem steigenden Risiko, dass ein Fonds aufgrund eines egoistischen Verhaltens einiger Anleger oder Anlegergruppen handlungsunfähig wird, was wiederum den gesamten Anlegern in diesem Fonds Schaden zufügen kann. Um dieser Gefahr zu entgehen, stehen entweder Individual-, Massen- oder Oligopol-Strukturen zur Diskussion, wobei der Trend, so der Tenor dieses Beitrags, jedoch klar zu Individuallösungen geht. Für die Asset Manager heißt dies natürlich, dass die Anforderungen an sie hinsichtlich Dienstleistungs- und Produktspektrum sowie Spezialisierungsgrad deutlich zunehmen werden. (Red.)

Der deutsche Spezialfonds ist seit Jahren das Standard-Investitionsvehikel deutscher institutioneller Investoren. Neben Flexibilität (zum Beispiel in Bezug auf die Anlageziele) und Kosteneffizienz bietet er vor allem aufsichtsrechtliche Sicherheit. Der hohe Stellenwert des Spezialfonds für deutsche institutionelle Investoren wurde mit den Änderungen im Investmentrecht Ende des Jahres 2007 nochmals unterstrichen, indem teilweise existierende Nachteile im Vergleich zu entsprechenden internationalen Vehikeln weitestgehend ausgeglichen wurden.

Entwicklung des Spezialfondsvolumens seit 1990

Die Entwicklungen im Rahmen der Finanzmarktkrise der Jahre 2008 und 2009 haben jedoch insbesondere einen Aspekt hervorgehoben, der zuvor eher unbedeutend schien, der die Strukturen zukünftiger Spezialfonds wohl aber deutlich beeinflussen wird. In den frühen 2000er-Jahren spielte die Anlegerstruktur eines (Spezial-)Fonds üblicherweise eine nachgelagerte Rolle und die damaligen Anforderungen an eine homogene Investorenzusammensetzung können als vergleichsweise gering bezeichnet werden. So galten beispielsweise VAG- beziehungsweise AnIV-regulierte Investoren wie Versicherungen und Versorgungswerke als homogene Investorengruppe und grundlegende Aspekte wie Anlagementalität, Bilanzierungsrichtlinien oder Gremienstrukturen fanden kaum Beachtung. Die Gründe hierfür sind sicherlich in der relativen Unerfahrenheit der Akteure mit den damals noch neuen Investitionsvehikeln zu finden.

In Zeiten der Krise hat sich jedoch gezeigt, dass Heterogenität zwischen den Investoren und ihren jeweils aktuellen Anlagezielen ein erhebliches Risiko für die Ausrichtung und Steuerung eines Fonds darstellen kann. Dies gilt umso mehr, je illiquider die im Fonds enthaltenen Assetklassen und je höher die Transaktionskosten für einen kurzfristigen Ein- beziehungsweise Ausstieg sind, wie dies zum Beispiel bei Immobilien-Spezialfonds der Fall ist.

Aufgrund des ausdrücklich gewünschten und ausgeprägten Mitbestimmungsrechts der Anleger in einem Spezialfonds führen in extremen (Markt-)Situationen unterschiedliche Meinungen zur Blockade der entsprechenden Anlageausschüsse und machen die Fonds de facto handlungsunfähig. Zu einem Zeitpunkt, zu dem krisenbedingt ein Höchstmaß an Flexibilität und Entscheidungsfreude nötig gewesen wäre, war eine solche Entwicklung besonders schmerzhaft.

In Kombination mit dem in der Krise vermehrt geäußerten Wunsch einiger Investoren, bestehende Kapitalzusagen zu reduzieren beziehungsweise Anteilscheine zurückzugeben, wurde klar, dass die „falsche“ Anlegerstruktur nicht nur ärgerlich ist, sondern ein erhebliches

Risiko für eine Investition darstellen kann: das so genannte Mitinvestoren-Risiko (alternativ: Limited Partner-Risiko, Co-Investor-Risk). Es zeigte sich ferner, dass aufgrund unterschiedlicher Rahmenbedingungen (wie zum Beispiel abweichender Bilanzierungen oder unterschiedlicher Unternehmensstrukturen) Investoren, die vor der Krise als homogen galten, in schwierigem Fahrwasser tendenziell ebenfalls unterschiedliche Interessen vertreten haben und damit die Handlungsfähigkeit des Fonds gefährdet war. Durch solche Konstellationen kann es zu verschiedenen Varianten des aus der Spieltheorie bekannten Gefangenendilemmas kommen. Neben vertraglichen Lösungsansätzen, die im Fall einer Blockade die Handlungsfähigkeit des Fonds wieder herstellen sollen, stellt sich vor allem die Frage, wie bereits bei Auflegung die Gefahr einer Handlungsunfähigkeit ausgeschlossen oder zumindest reduziert werden kann.

Drei alternative Lösungsvorschläge

Die Erfahrungen der vergangenen zwei Jahre haben die Ärzteversorgung Westfalen-Lippe (ÄVWL) als eines der größten berufsständischen Versorgungswerke in Deutschland dazu bewogen, die vorhandenen Fonds- und Anlegerstrukturen auf den Prüfstand zu stellen. Ergebnis sind drei alternative Ansätze, die aus Sicht der ÄVWL das dargestellte Mitinvestoren-Risiko ausschalten oder zumindest minimieren können. Dabei ist festzuhalten, dass keine der vorgeschlagenen Lösungen grundsätzlich dominant ist. Jeder Ansatz hat klare Stärken und Schwächen. So können zum Beispiel Investitionsvolumen, Investitionsobjekt, Investitionsregion oder steuerliche Erfordernisse eine jeweils andere Alternative vorteilhaft erscheinen lassen.

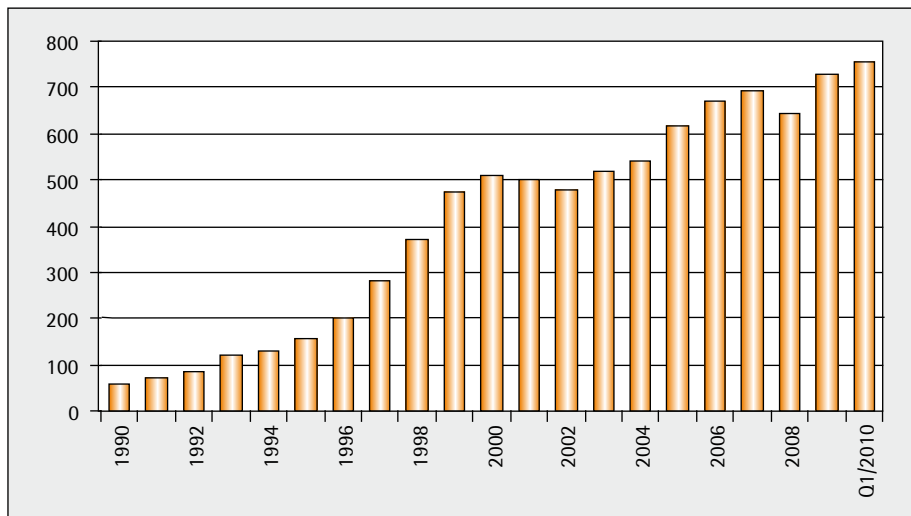
Im Folgenden werden die drei Lösungsvorschläge beleuchtet, ihre Vor- beziehungsweise Nachteile herausgestellt und Beispiele gegeben, unter welchen Bedingungen der jeweilige Ansatz sinnvoll erscheint. Hierbei wird insbesondere auf die Kriterien Unabhängigkeit bei der Anlageentscheidung, Individualität, Flexibilität, Handlungsfähigkeit und -geschwindigkeit, Kosteneffizienz sowie den Einfluss des Fonds- beziehungsweise Anlagevolumens abgestellt.

Ein intuitiver und fast schon trivialer Weg, ein Mitinvestoren-Risiko zu vermeiden, besteht darin, sich gänzlich unabhängig von Mitinvestoren zu machen beziehungsweise diesen den Zugang zu

Die Autoren

Dr. Marian Berneburg ist Portfolio Manager Immobilien und **Dr. Ulrich Sonnemann** ist Assistent des Hauptgeschäftsführers bei der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe, Münster.

Entwicklung des Spezialfondsvolumens seit 1990 (Angaben in Milliarden Euro)



Quelle: BVI

den eigenen Investitionen zu versagen. Dies geschieht über die Gründung eines Individualfonds, also eine Fondslösung mit nur einem Investor.¹⁾ Die Vorteile dieser Lösung liegen auf der Hand. So können jegliche Entscheidungen maßgeschneidert auf die Bedürfnisse des Investors angepasst werden. Auch steuerliche und aufsichtsrechtliche Aspekte können ganz individuell in der Struktur eines Investitionsvehikels bedacht werden. Vor allem aber – nicht zuletzt auch mit Blick auf das Mitinvestoren-Risiko – versprechen Individualfonds ein Höchstmaß an Handlungsfähigkeit und -geschwindigkeit. Beides sind Attribute, die insbesondere in Krisensituationen von integraler Bedeutung sein können.

Die Individuallösung (Individualfonds)

Hinzu kommt, dass das hohe Maß an Handlungsfähigkeit auch alternative Vorgehensweisen und Investitionsstrategien ermöglicht und somit die Flexibilität im Umgang mit einer Investition merklich erhöht. So erleichtert die Individuallösung zum Beispiel den Einsatz von derivativen Produkten, da eine strategische und gegebenenfalls langwierige Auseinandersetzung mit anderen Investoren, die unter Umständen eine alternative Meinung vertreten, nicht nötig ist.

Die Kehrseite dieser ausgeprägten Flexibilität ist die hiermit einhergehende Kostenbelastung. Zum einen müssen in dieser Lösung alle anfallenden Kosten von einem einzelnen Investor getragen werden. Zum anderen führt Individualisierung für sich genommen üblicherweise zu einem zusätzlichen finanziellen Aufwand. So ziehen innovative Lösungen

mitunter hohe Fixkosten nach sich. Zum Beispiel führen in steuerlicher Hinsicht komplexe Konstruktionen üblicherweise zu Honoraren externer Berater in nicht unerheblichem Umfang. Ein weiteres Problem der Individuallösung sind die unter wirtschaftlichen Gesichtspunkten zumeist erforderlichen (Mindest-)Investitionsgrößen. Beispielsweise lassen sich individuelle Anlagen im Büromarkt von Manhattan oder London nicht unter einem reichlich zweistelligen Millionenbetrag realisieren, mittelgroße Bürogebäude liegen sogar deutlich im dreistelligen Millionenbereich und große Objekte können auch einen Verkehrswert von mehreren Milliarden aufweisen.

Soll die anvisierte Investition nicht alleine stehen, sondern einen Teil eines diversifizierten Portfolios darstellen, so wird schnell klar, dass die Dimension des Kapitalbedarfs die Möglichkeiten des größten Teils der institutionellen Investoren in Deutschland überschreitet. Die Individualisierung der Investitionstätigkeit ist mit anderen Worten ein Weg, der vor allem größeren Anlegern vorbehalten ist.

Unabhängig von den Beschränkungen der Individuallösung durch Kosten und Losgrößen ist auch ein eventueller strategischer Nachteil zu beachten. Mitinvestoren können nicht nur Probleme oder Hindernisse darstellen, sondern mit Blick auf Problemlösungen und Governance-Aspekte auch eine Bereicherung für eine Investition sein – frei nach dem Motto: „Vier Augen sehen mehr als zwei“.

Der Publikumsfonds-Ansatz besetzt im Gegensatz zur Individuallösung das andere Extrem des Spektrums, ein eventuelles Mitinvestoren-Risiko zu eliminieren. Die

Grundüberlegung ist, dass Probleme unter den beteiligten Investoren vor allem dann auftreten, wenn wenige gewichtige heterogene Meinungen existieren. Steigt die Anzahl der Anleger deutlich (zum Beispiel reichlich zweistellig) und sinkt damit der Stimmrechtsanteil eines jeden auf ein nahezu unbedeutendes Gewicht, so wird der Einfluss von Einzelinteressen auf die Investition merklich reduziert oder sogar ausgeschlossen. Es entsteht somit eine Situation, die einem üblichen Publikumsfonds für Privatanleger, wie er von deutschen Privat-Banken vertrieben wird, nicht unähnlich ist, auch wenn weiterhin die regulatorischen Rahmenbedingungen eines Spezialfonds zur Anwendung kommen.

Hohes Maß an Vertrauen

Ein ähnliches Ergebnis wird erzielt, wenn den Investoren explizit keine Entscheidungsgewalt zusteht. Jegliche Kontrolle über die Anlage, zum Beispiel mit Blick auf die Strategie²⁾ oder die Investitionstätigkeit, wird dann von einem dritten, externen Dienstleister (zum Beispiel einem Fondsmanager) ausgeübt. Mit anderen Worten begeben sich die Anleger ganz bewusst in eine passive Rolle im Hinblick auf die Mitgestaltung der Anlagepolitik. Kommt eine für den Dienstleister anreizkompatible Vertragsgestaltung hinzu (zum Beispiel eine an der Fondsperformance ausgerichtete Erfolgsbeteiligung), so bilden im Idealfall nur noch rein ökonomische Überlegungen die Grundlage aller Entscheidungen. Einzelinteressen und politische Beweggründe rücken in den Hintergrund.

Neben einer im Vorfeld klar definierten und strikten Anlagestrategie ist ein sehr hohes Maß an Vertrauen zwischen Investoren und Dienstleister, das durch eine langjährige Beziehung oder eine sehr gründliche Due Diligence begründet sein muss, die Voraussetzung für die hier beschriebene Konstellation. Dies ist umso mehr der Fall bei Immobilieninvestitionen, die regelmäßig lange Anlagehorizonte benötigen und bei denen ein vorzeitiges Ende der Zusammenarbeit zwischen Dienstleister und Investoren üblicherweise unmittelbar negative wirtschaftliche Folgen nach sich zieht.

Im Gegensatz zur Individuallösung bietet sich dieser Ansatz vor allem für kleine Investoren oder Anleger mit geringer Marktexpertise an. Zwar gibt der einzelne Investor die Kontrolle über sein Investment ab, stellt gleichzeitig aber si-

cher, dass seine Investition, und damit ein Stück weit auch er selber, nicht von einem großen oder im Markt etablierten weiteren Investor dominiert wird.

Der Club-Deal

Sind die Kosten beziehungsweise die Losgrößen zu groß für eine Individuallösung, ist man gleichzeitig jedoch nicht bereit, die Kontrolle über die eigene Investition gänzlich an einen Dienstleister abzugeben (zum Beispiel aufgrund eines latenten Misstrauens gegenüber möglichen Incentivierungssystemen), so kommt ein Club-Deal als Kompromisslösung in Frage. Da der Begriff nicht klar definiert ist und gelegentlich strapaziert wird – so sind in jüngerer Vergangenheit vereinzelt „Club-Deals“ vereinbart worden, die zehn oder mehr Anleger hatten –, erscheint eine Beschreibung der Charakteristika sinnvoll.

Aus Sicht der ÄVWL besteht ein Club-Deal üblicherweise aus maximal drei Anlegern mit einem jeweils ähnlich hohen Anteil am Investitionsvolumen. Idealerweise herrscht zwischen den Club-Mitgliedern ein hohes Maß an Vertrauen und eine möglichst große Homogenität in Bezug auf Investitionstätigkeit, -ziele oder aber auch Asset-/Liability-Strukturen. Unterstützend kann auch eine ex ante festgelegte Laufzeitbegrenzung wirken. Zum einen lässt sich die Strategie des Fonds durch ein klar definiertes zeitliches Ende besser konkretisieren. Zum anderen können sich über die Zeit divergierende Ansichten unter den Anlegern leichter verkraften lassen, da die gegenseitige Bindung nur temporärer Natur ist und man nach dem Ende der Laufzeit des Fonds wieder getrennte Wege gehen kann.

Gleichberechtigt versus Huckepack

Alternativ kann es sich bei einem Club-Deal auch um einen starken, dominanten Lead-Investor handeln, der einen oder mehrere kleinere Anleger „huckepack“ nimmt. Letztere sind aufgrund bestehenden Vertrauens und guter Erfahrungen bereit, die Entscheidungen des Lead-Investors mitzutragen beziehungsweise zu akzeptieren. Häufig wird diese Beziehung positiv durch die Möglichkeit der kleineren Investoren begünstigt, ihre Anteile an der Investition zu vordefinierten Konditionen an den Lead-Investor zurückzugeben. Im Falle eines Vertrauensverlustes zwischen den Investoren wird hierdurch eine Exit-Möglichkeit geschaffen.

Während die Individuallösung vor allem für große institutionelle Investoren von Interesse ist und der Publikumsfonds-Ansatz insbesondere für kleinere beziehungsweise in einem bestimmten Marktsegment unerfahrene Anleger Vorteile birgt, kann der Club-Deal als Kompromiss für beide Gruppen interessant sein. Vorausgesetzt, es existieren Vertrauen und Einigkeit über die Ziele beziehungsweise Strategie einer Anlage, können große Investoren die Kostenbelastung übersichtlich halten, ohne die Kontrolle und Einflussmöglichkeiten zu verlieren.

Parallel müssen sich kleinere Investoren nicht ausschließlich in die Hände eines Dienstleisters begeben, sondern wissen ihre Interessen durch einen „befeundeten“ Lead-Investor vertreten, dessen Beweggründe gleichgeschaltet oder zumindest bekannt sein sollten. Da es sich bei einem Club-Deal nur um einen Kompromiss zwischen den zwei Extremlösungen handelt, kann das Mitinvestoren-Risiko auch nicht gänzlich eliminiert werden. So gibt es keine Garantie dafür, dass die Mitglieder eines Club-Deals in der Zukunft immer noch auf ein hohes Maß an Vertrauen und Kontinuität im Verhalten bauen können. Beispielsweise kann sich der Kurs eines Investors merklich verändern, wenn die handelnden Personen wechseln oder andere Umstände zum Tragen kommen, die einen (plötzlichen) einseitigen Strategiewechsel erforderlich machen.

Eine weitere mögliche Lösung, die zu einem ähnlichen Ergebnis führt wie der Club-Deal, ist ein Co-Investment. Dieser üblicherweise nur mit großen Volumina umsetzbare Ansatz erlaubt es einem Investor, parallel zu einer Gruppe von anderen Anlegern (zum Beispiel einem Publikumsfonds) in ein bestimmtes Projekt zu investieren. Aufgrund des hierfür benötigten Investitionsvolumens und der Tatsache, dass sich der Co-Investor außerhalb der Fondsstruktur bewegt, der die restlichen Investoren angehören, ist es dem Co-Investor möglich, bestimmte Sonderrechte in Anspruch zu nehmen und somit seine eigenen Interessen stärker zu betonen. Die Co-Investitionslösung kann somit als eine Variante des Club-Deals mit starkem Lead-Investor aufgefasst werden.

Alles in allem zeigt sich, dass der Kompromissansatz viele Nachteile der diskutierten Extremvarianten (Individuallösung beziehungsweise Publikumsfonds-Ansatz) eliminiert; dies geschieht jedoch teilweise auf Kosten der ursprünglich beabsichtigten Problemlösung: Das

Mitinvestoren-Risiko kann nicht gänzlich ausgeschlossen, sondern höchstens reduziert werden. Anders ausgedrückt besteht beim Club-Deal die Gefahr, im Endeffekt doch in einer Anlegergemeinschaft gefangen zu sein, die sich durch wenige stark konträre Meinungen auszeichnet.

Die Sicht des Portfoliomanagers des Investors

Es hat sich gezeigt, dass das Mitinvestoren-Risiko in bestimmten Kapitalmarktsituationen großen Schaden in den Fondsstrukturen anrichten kann und daher bereits bei Investitionsbeginn beachtet werden sollte. Die diskutierten Lösungsansätze liefern keine allgemeine Patentlösung. Vielmehr ist deutlich geworden, dass die Anlegerstruktur einer Investition künftig in noch höherem Maße von den Bedürfnissen und Zielen der Investoren abhängen wird. Die bestimmenden Faktoren werden vor allem die Größe der Anleger und das existierende Vertrauen der Investoren untereinander sein.

Im Fall der großen deutschen Versorgungswerke wird sich somit wohl die Tendenz zur Individualisierung, die sich seit einigen Jahren zeigt, fortsetzen oder gar beschleunigen. Stehen jedoch Nischenthemen oder Anlagen in bislang wenig abgedeckten regionalen Märkten im Fokus, ist also Spezialwissen erforderlich, werden weiterhin Investitionen in Kooperation mit anderen Anlegern eine wichtige Rolle spielen. Ob sich hierfür ein Club-Deal oder eine passive Anlegerrolle anbietet, hängt dann vornehmlich davon ab, ob sich die richtigen Partner mit ausreichender Homogenität finden.

Alles in allem sollten die aufgeführten Lösungen die Spezialfonds-Landschaft in Deutschland auf Dauer bunter, vor allem aber auch effizienter machen. Mit der größeren Vielfalt und Nuancierung von Strukturen steigen auch die Anforderungen an die Asset Manager, die dazu entweder ihre Palette an Fähigkeiten deutlich ausweiten müssen (sofern dies überhaupt realistisch möglich ist) oder eine klare Spezialisierungsstrategie verfolgen sollten.

Fußnoten

¹⁾ Außerhalb von Spezialfondslösungen wären auch Direktinvestitionen zu nennen, d.h. der Erwerb eines Objekts/Projekts beziehungsweise einer Objektgesellschaft direkt durch den Investor ohne Umweg über eine Fondsstruktur.

²⁾ Üblicherweise wird die Investitionsstrategie im Vorfeld vom Fondsmanager festgelegt. Dem Investor bleibt dann nur die Wahl, der Strategie zuzustimmen oder von einer Zeichnung des Fonds Abstand zu nehmen.