

Immobilien-Spezialfonds

Konflikte um vermeintlich sichere Anlagestrategien zwischen den Investoren

Die institutionellen Investoren wollen zunehmend in sämtliche relevanten operativen Entscheidungen eingebunden sein. Demzufolge rückt die Homogenität der Interessen, also auch die Prüfung der Mit-Investoren, bei der Wahl der geeigneten Anlageform stärker in den Fokus. Nach Ansicht des Autors ist es wichtig, diejenige Konstellation zu finden, die einen Beitrag zur Minimierung des Konfliktpotenzials bietet. Die Festlegung klarer Vorstellungen bezüglich der Rahmenbedingungen ist im Vorfeld des Investments hilfreich. Sind wie beispielsweise bei Club Deals Konflikte unvermeidbar, erhält der Fondsmanager neben seinen gewöhnlichen Aufgaben eine neue Rolle – die des Vermittlers zwischen den verschiedenen Interessenlagen der Beteiligten. (Red.)

Sicherheit ist zum beherrschenden Thema für institutionelle Investoren geworden – vor allem angesichts der lang anhaltenden Niedrigzinsphase und der fragilen Bonität staatlicher Emittenten festverzinslicher Wertpapiere. Was schon lange auf der Agenda stand, wird deshalb jetzt umso energischer vorangetrieben: die signifikante Erhöhung der Immobilieninvestitionen. Die Gespräche mit den Verantwortlichen für diesen Schritt werden dann interessant, wenn es um die Frage der praktischen Umsetzung geht.

Bei der Wahl der geeigneten Immobilienanlageform kommt auch der „Prüfung“ der Mit-Investoren eine wachsende Bedeutung zu. Denn in den vergangenen Jahren hat sich (gerade bei Spezialfonds mit mehreren Investoren) offenbart, dass unterschiedliche Anforderungen und Richtlinien zum kritischen Erfolgsfaktor für ein Immobilieninvestment werden können.

Was die Anlage in „klassische“ Nutzungsarten wie Büro und Einzelhandel im heimischen Immobilienmarkt angeht, so

erlebt die Direktanlage eine Wiedergeburt. Geht es hingegen um Spezialitäten wie Hotels, Parkhäuser oder Auslandsimmobilien, kommen Begriffe ins Spiel wie „Joint Venture“, „Club Deals“, „Co-Investments“ oder „Separate Mandates“.

Als Immobilien-Fondsmanager kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass nicht alle Investoren dasselbe Verständnis dieser Begriffe haben. Die europäische Vereinigung INREV (The European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) hat im März 2012 den Versuch unternommen, in dem Beitrag „Spoilt for Choice? The growing menu of non-listed property products“ diese Begriffe zu definieren und voneinander abzugrenzen.

Kritischer Erfolgsfaktor Investorengemeinschaft

Ungeachtet des konfusen sprachlichen Gebrauchs stellt sich die Frage nach der geeigneten Immobilien-Anlageform für institutionelle Investoren auch faktisch. Vor dem Ausbruch der Finanzkrise haben deutsche Investoren ihre indirekten Immobilien-Engagements überwiegend mittels Spezialfonds nach dem Investmentgesetz getätigt beziehungsweise nach Luxemburger Recht.

Hierbei gilt es zu unterscheiden zwischen dem sogenannten Individualfonds, der für einen Anleger konzipiert wurde, und dem Gemeinschafts(Pool)-Fonds, in den in der Regel rund zehn Investoren investiert sind. Die zuletzt genannte Form des Immobilien-Spezialfonds erlebt seit dem Ausbruch der Finanzkrise

unruhige Zeiten. Gab es vorher allenfalls gelegentliche Unstimmigkeiten zwischen den Investoren auf der einen Seite und dem Manager auf der anderen Seite, so ist nun eine neue Dimension hinzugekommen: die Konflikte innerhalb der Investorengruppe.

Als Konsequenz dieser Konflikte mussten in der Folgezeit für viele Fonds mehrjährige Auflösungspläne erstellt werden, die nun einen geordneten Abverkauf der Liegenschaften und die Auszahlung der verbleibenden Erlöse an die Investoren vorsehen. Zwischenzeitig eskalierte der Konflikt in mindestens einem Fall sogar so weit, dass die Kapitalanlagegesellschaft sich gezwungen sah, eine Abwicklung eines Spezialfonds nach § 38 Absatz 1 Investmentgesetz einseitig zu verkünden. So etwas war bisher nur von Publikumsfonds bekannt.

Quellen der Konflikte

Die Ursachen für Uneinigheiten innerhalb der Anlegerschaft sind vielfältig. Eine unterdurchschnittliche Wertentwicklung ist es in der Regel nicht – in diesem Fall wären sich alle Anleger einig, dass sich die Leistung des Managers verbessern müsste. Anderenfalls würde der Fonds seine Anleger auszahlen müssen.

Schnell uneins werden sich Anleger dagegen über Fragen der Ausschüttung, der Abweichung vom Verkehrswert bei Veräußerungen und der damit gegebenenfalls verbundenen Abschreibung sowie über die teilweise durch Banken erzwungene Reduzierung des Fremdkapitals. Die konträren Sichtweisen begründen sich zum Teil aus den verschiedenen Bilanzierungsvorschriften, die zwischen Stiftungen, berufsständischen Versorgungswerken und einem internationalen (Versicherungs-)Konzern sehr stark divergieren können. Unterschiede zwischen den Anlegern bestehen aber auch in ihrer Geschäftspolitik.

Diese Konfliktsituationen sind für alle Beteiligten belastend, insbesondere für

Der Autor

Siegfried A. Cofalka



Mitglied des Vorstands, SEB Asset Management AG, Frankfurt am Main

die Investoren. Um derartige Situationen künftig zu vermeiden, suchen Investoren zunehmend nach Lösungsansätzen, welche das Konfliktpotenzial zu verhindern helfen. Konkret geht es also um die Frage nach geeigneten Anlageformen, die einen Beitrag zur Minimierung des Konfliktpotenzials leisten können.

Lösungen zur Konfliktvermeidung

Als „**Joint Venture**“ (Investment Programm) versteht sich die Zusammenarbeit zwischen einem Investor und einem Fondsmanager in Bezug auf eine einzelne oder eine Abfolge von Immobilieninvestitionen. Gemäß dieser Definition kann ein Konflikt innerhalb der Anlegergruppe hier ausgeschlossen werden – übrige Vor- und Nachteile einmal außen vor gelassen.

Ein derzeit bei Investoren sehr populärer Begriff ist der sogenannte „**Club Deal**“, der allerdings bislang nicht eindeutig definiert ist. Das einzige sich wiederholende Merkmal scheint die kleine, übersichtliche Anzahl von Investoren zu sein, die einander im Idealfall kennen und schätzen. Ob es sich hier um einen Fonds oder um eine sonstige vertragliche Lösung handelt, scheint zweitrangig. Insofern könnte ein Gesellschafts(Pool)-Fonds in diese Kategorie eingruppiert werden.

Damit wird zugleich deutlich, dass dieser Lösung Konflikte inhärent sind. Weder die übersichtliche Anzahl der Investoren – häufig drei bis fünf – noch deren einvernehmliches Miteinander zu Beginn des Investments sind ein Garant für Harmonie. Nicht nur die beteiligten Personen können im Laufe der Zeit wechseln, auch die jeweilige Geschäftspolitik kann sich etwa durch Übernahmen/Fusionen in unterschiedliche Richtungen entwickeln.

Bei „**Co-Investments**“ gilt es zu unterscheiden: Soweit es sich um Investitionen des Managers in das Vehikel handelt, haben diese nur wenig Einfluss auf die Art der Zusammenarbeit zwischen den Investoren. Werden externe „Co-Investoren“ gewonnen, gelten die zuvor bei „Club Deals“ ausgeführten Zusammenhänge.

„**Separate Mandates**“ – auch „Multi-Manager-Ansatz“ genannt – sind ein „Ein-Anleger-Modell“, das dem Investor Zugang zu einer breiten Allokation erlaubt, die nicht mittels einer „Fund of

Funds-Lösung“ umgesetzt werden soll. Auch hier ist festzustellen, dass es Interessenkonflikte zwischen den Anlegern per Definition nicht gibt.

Jenseits der banalen Erkenntnis, dass nur individuell eingesetzte Investmentvehikel gänzlich vor Konflikten mit weiteren Investoren schützen, versteht sich von selbst, dass gemeinsame Anlagen in einem sich verändernden Umfeld immer wieder zu neuen Entwicklungen führen, die nicht alle Beteiligten gleichermaßen zufrieden stellen. Schließlich sprach schon Schumpeter von „diskontinuierlichen Veränderungen“.

Fondsmanager als Vermittler

Wichtig ist, dies zu erkennen und daraus Schlussfolgerungen zu ziehen – etwa die, dass sich die kommunikative Kompetenz des modernen Fondsmanagers erweitern muss. Es kommt auf die Fähigkeit an, kritische Situationen zu moderieren beziehungsweise im Vorfeld zu erkennen und im Sinne eines Mediators zwischen den Investoren zu vermitteln.

Gleichzeitig sollte ein professioneller Immobilien-Fondsmanager im Vorfeld der Zusammenarbeit mit den Anlegern gemeinsam eine klare Vorstellung bezüglich der zuvor erwähnten kritischen Faktoren wie Ausschüttungsnuancen erarbeiten und dokumentieren. Dieses Vorgehen kann zumindest das gemeinsame Verständnis stärken und die Konfliktpotenziale minimieren.

Die Praxis der vergangenen Jahre hat gezeigt, dass die Interessen der Anlegerschaft teilweise extrem variieren können. Um das daraus entstehende Konfliktpotenzial zu reduzieren, geht es bei der Wahl des geeigneten Anlagevehikels auch um die Frage nach der Eignung der Mit-Investoren – im Sinne langfristig gleichgerichteter Anlageinteressen. Die gemeinsame Erarbeitung und Festlegung klarer Vorstellungen bezüglich der Rahmenbedingungen im Vorfeld der Zusammenarbeit zwischen Fondsmanager und Investoren können zudem helfen, das Potenzial für Konflikte zu minimieren. Für Immobilieninvestoren mit einer ausreichenden Größe dürfte dagegen die komfortabelste Lösung in Einzelfonds liegen. 