

Immobilien-Spezialfonds

Nachhaltiger Trend: Aufspaltung der Wertschöpfungskette bei Immobilien-Spezialfonds

Ähnlich wie bei Wertpapierfonds vor einigen Jahren setzt auch im gesamten Anlageprozess bei Immobilien-Spezialfonds eine zunehmende Spezialisierung ein. Institutionelle Investoren präferieren mitunter sogar die vollständige Aufspaltung des Wertschöpfungsprozesses. Die klare Trennung in Form des Masterfondsprinzips hat aus Sicht des Autors, eines großen Insourcers, verschiedene Vorteile: das zentrale und einheitliche Reporting, die Risikosteuerung in Form eines Managements über alle Anlagen hinweg, die damit verbundene höhere Transparenz sowie die Auswahl des passenden Asset Managers vor Ort. Die Kosten für Master-KAGen seien dabei nur vermeintlich höher, meint er. (Red.)

Seit Auflegung der ersten deutschen Offenen Immobilienfonds hat die Anlagegattung elementare Veränderungen erlebt. Für viele Änderungen stand der Gesetzgeber Pate, wie jüngst bei der Einführung des Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetzes (AnFuG). Eine Konstante gab es aber mit Blick auf die Immobilien-Spezialfonds.

Betrug das Gesamtvolumen der Immobilien-Spezialfonds vor etwa einer Dekade kaum mehr als sieben Milliarden Euro, so waren es zum Ende 2011 bereits über 33 Milliarden Euro. Der Gesamtanteil an allen Offenen Immobilienfonds stieg von fünf auf 26 Prozent. Auf der Wertpapierseite dominieren bereits seit Jahren die institutionellen Fonds mit aktuell 51 Prozent des gesamten Fondsvolumens. Dieser Trend ist nicht der erste Impuls, der von den Wertpapierfonds ausgehend die Immobilienfonds erreicht. Eine zunehmende Diversifikation der Anlagestrategien, neue Mechanismen zur Risikokontrolle, eine erhebliche Professionalisierung im Portfoliomanagement oder auch eine effizientere Liquiditätssteue-

rung sind alles Trends, die von den Wertpapierfonds ausgingen. Nun lässt sich ein weiterer Trend erkennen, der die Immobilien-Spezialfonds nachhaltig verändern wird – ein Aufbrechen der Wertschöpfungskette mit dem Masterfondsprinzip.

Spezialisten statt Generalisten

Statt Komplettanbietern werden von den institutionellen Anlegern immer stärker Spezialisten für einzelne Bausteine wie Asset Management oder Administration nachgefragt. Generalisten müssen immer häufiger ihre Glaubwürdigkeit unter Beweis stellen und zeigen, dass sie spezialisiert genug sind, in den wesentlichen Komponenten der Wertschöpfungskette – Administration und Asset Management – effizient, flexibel und transparent zu sein. Viele institutionelle Investoren fordern jedenfalls zunehmend eine klare Arbeitsteilung zwischen Asset Management und Administration auf Basis einer Master-KAG.

Auf der Wertpapierseite hat sich dieser Trend seit langem etabliert. 2011 wurden offiziellen Branchenzahlen zufolge bereits 63 Prozent der Wertpapier-Spezialfonds als sogenannte segmentierte Fonds über Master-KAG-Lösungen verwaltet. Inzwischen nutzen laut einer aktuellen Studie von Telos für das Jahr 2011 rund 80 Prozent der institutionellen Investoren für ihre Wertpapieranlagen eine Master-KAG. 75 Prozent davon haben sogar alle ihre Spezialfondsmandate in einer Master-KAG. Dieses Prinzip der Arbeitsteilung zwischen Asset Management und Administration bietet auch für Immobilien-Spezialfonds klare Vorteile. Dabei ergeben sich die

positiven Effekte vor allem aus der Fokussierung auf die Kernkompetenzen und die damit einhergehende Professionalisierung.

Die Master-KAG, auch Service-KAG genannt, hat ihre Kernkompetenz im Bereich von Fondsverwaltungsleistungen. Dazu gehört die Erfüllung der aufsichtsrechtlichen und regulatorischen Anforderungen. Zudem übernimmt sie die Treuhand- und Kontrollfunktion. Im Fokus stehen allerdings die Strukturierung, die Auflage und Administration der Spezialfonds inklusive des Risiko-Controllings, der Fondsbuchhaltung und der für institutionelle Anleger so wichtigen Reporting-Services. Das Asset Management wird in der Regel an entsprechende externe Spezialisten ausgelagert, die sich dann ebenfalls auf ihre Kernkompetenz, eben das Asset Management, fokussieren. Hauptkunden einer Master-KAG sind sowohl institutionelle Anleger, die sie als Plattform für die eigenen Anlagen nutzen, wie auch Asset Manager, die Fonds ohne den ressourcenaufwendigen Aufbau einer eigenen KAG anbieten möchten.

Flexible Auswahl der Asset Manager

Mit Bezug auf Immobilien-Spezialfonds übernimmt die Master-KAG für das gesamte Grundstückssondervermögen unter anderem auch die Unterstützung bei der Auswahl der gewünschten Anlagestrategie und des dazu passenden Asset Managers. Dabei agiert sie als quasi neutrale Stelle zwischen dem Asset Manager und dem Investor. Durch die Aufspaltung der Wertschöpfungskette fungiert die Master-KAG neben der Depotbank zusätzlich als Treuhänder mit Kontrollfunktion. Eigentumsrechtlich befinden sich die Immobilien unter der treuhänderischen Verwaltung der Master-KAG. Dies ermöglicht die flexible Anbindung von Asset Managern nach dem Best-in-Class-Prinzip, die auch im Falle eines Austauschs des Asset Managers nicht zu einer grunderwerbsteuerlichen Belastung für den Investor und

Der Autor

Alexander Tannenbaum

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



das Sondervermögen führen würde. So können gleich mehrere vor Ort präsente Asset Manager mit ihrer Spezialisierung auf besondere Immobilienarten, beispielsweise asiatische Shoppingcenter oder australische Büroimmobilien, jeweils den besten Beitrag leisten. Die Leistungsmöglichkeiten sind nicht mehr durch die Auswahl eines Generalisten beschränkt.

Durch das Master-KAG-Prinzip wird es darüber hinaus auch für ausländische Asset Manager einfacher, ihre Expertise deutschen Anlegern zugänglich zu machen. Statt aufwendig eine eigene KAG aufzubauen, können sie über Master-Plattformen ihr Know-how über Spezialfonds anbieten. Die Markteintrittsbarrieren für internationale Spezialisten sinken damit deutlich und im Gegenzug steigt das Angebot für Investoren.

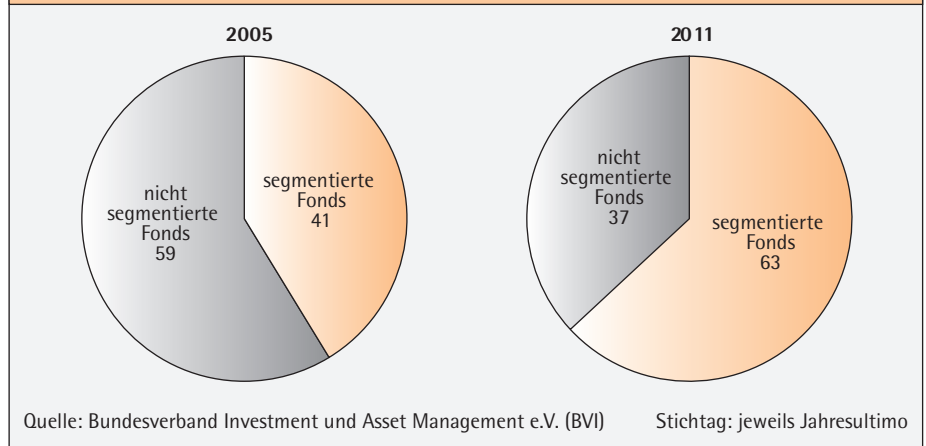
Vorteile einer Master-KAG

Laut einer Studie von Telos sind die Vorteile einer Master-KAG aus Sicht eines institutionellen Anlegers klar. Rund 50 Prozent der befragten Investoren nannten vor allem das zentrale und einheitliche Reporting als Pluspunkt. Die Vorzüge beruhen dabei auf der einheitlichen Plattform einer Master-KAG, die erstmals mit einem maßgeschneiderten Gesamtreport für alle Wertpapier- und Immobilienanlagen, alle Asset Manager und über alle Asset-Klassen hinweg absolute Transparenz verschafft. Zudem können die Reportings der Master-KAG versteckte Risiken in den Anlagen besser aufdecken. Denn die Master-KAG unterliegt im Gegensatz zu dem für die Fonds-Performance verantwortlichen Asset Manager keinem Interessenkonflikt.

Zudem ermöglicht die Bündelung aller Anlagen auf einer Master-Plattform eine Risikosteuerung in Form eines Overlay Managements über alle Anlagen und Fonds hinweg. So lassen sich Risiken für Investoren begrenzen oder transparenter aufzeigen, ohne dass die einzelnen Asset Manager dadurch beeinflusst werden.

Die bessere Transparenz und die deutlich professionellere Risikokontrolle durch einen unabhängigen Dritten anstatt durch den Asset Manager spielten ebenfalls eine bedeutende Rolle für das Votum der Anleger für Master-KAG-Lösungen. Gerade der letzte Vorteil dürfte im Zuge der verschärften Eigenkapitalanforderungen im Zuge von Solvency II noch eine Steigerung der Anziehungskraft von

Abbildung 1: Steigender Anteil segmentierter Wertpapier-Spezialfonds am Fondsvermögen (Angaben in Prozent)



Masterfonds auf institutionelle Anleger ausüben. Denn nach den aktuellen Plänen müssen Immobilieninvestments künftig mit 25 Prozent Eigenmitteln unterlegt werden. Institutionelle Investoren könnten im Rahmen dieser Quote von einem von der BaFin anerkannten und von einigen Masterfonds angebotenen Risikomanagementsystem unter Umständen profitieren.

Auch wenn die Vorteile von Masterfonds bereits zu einem Siegeszug bei Wertpapierfonds geführt haben, so gibt es bei institutionellen Anlegern teils immer noch Vorbehalte. Viele Anleger befürchten höhere Kosten. Das ist allerdings nur auf den ersten Blick verständlich. Denn im Vergleich zu den Komplettanbietern werden bei einer Master-KAG die Kosten der einzelnen Bausteine transparent ausgewiesen. Zudem führt die Spezialisierung zu einem Wettbewerb für Administration und Asset Management.

Generalisten hingegen verrechnen viele Leistungen ohne Aufspaltung, welche Kosten für Administration und Asset Management anfallen, unmittelbar zu Lasten des Fondsvermögens. Rechnet man alle offenen und versteckten Kosten zusammen, so liegen beide Varianten oftmals gleichauf, wobei die höhere Effizienz und die benannten Vorteile aufseiten der Master-KAG liegen. Die doppelte Herausforderung aus neuen Regulierungen und der Krise der Offenen Immobilien-Publikumsfonds ist für die Immobilienfondsbranche ernst zu nehmen. Sie kann ihre Existenz grundsätzlich infrage stellen, aber auch die Chance zum Aufbruch in eine neue Zeitrechnung bedeuten. Der Wachstums- und Effizienzschub, den die Wertpapierseite mit dem Aufbrechen der Wertschöpfungskette erlebt hat, steht nun offenbar auch der Immobilienseite bevor. Profitieren werden davon vor allem die institutionellen Investoren.

Abbildung 2: Vorteile aus Sicht des institutionellen Anlegers (Angaben in Prozent)

