

1/2012 | Theorie &amp; Praxis

## Geschlossene Fonds: Schwieriger Hoffungsmarkt

**Initiatoren geschlossener Fonds suchen Anschluss an institutionelle Investoren. Aus verschiedensten Gründen gelingt das nur wenigen.**

Nachdem das Geschäft mit Privatkunden eingebrochen war, haben die Anbieter geschlossener Fonds den Sturm einer Bastion ausgerufen – ihr Ziel: institutionelle Investoren. „Bald nach der Lehman-Krise haben viele den Wechsel in dieses Geschäft angekündigt“, erinnert sich Dirk Riedel, Inhaber von Riedel & Cie. Consulting in Berlin, zurück. Die Branche hat sich einen Strukturwandel verordnet und sieht sich, jedenfalls mit den Augen des Verbandes Geschlossene Fonds (VGF), auf einem guten Weg. Wenn es nach VGF-Hauptgeschäftsführer Eric Romba geht, ist der Wandel bereits gelungen. Riedel ist hingegen nicht so euphorisch: „Passiert ist noch nicht viel.“ Glaubt man der Verbandsstatistik, sieht der Berater die Situation zu pessimistisch. Im vergangenen Jahr investierten Institutionelle laut der aktuellen Verbandsstatistik immerhin eine Milliarde Euro in geschlossene Fonds – im Jahr davon waren es derselben Quelle zufolge nur 620 Millionen Euro. Themenschwerpunkte, die auf Interesse stießen, waren Infrastruktur-, Immobilien- und Energiefonds. Dabei steuerten Versicherungen 715 Millionen Euro bei, von Versorgungswerken erfolgten Zusagen über 154 Millionen Euro. Der VGF führte Ende des Vorjahres rund 4,5 Milliarden Euro institutionelles Eigenkapital im Bestand, 2010 waren es rund 1,6 Milliarden Euro weniger. Die Liste der Spitzenreiter veröffentlicht der VGF aus Vertraulichkeitsgründen nicht. Bekannt ist, dass etwa die Hälfte des Kapitals in deutschen Immobilien steckt. Abgeschlagen auf den Plätzen zwei und drei folgen Immobilien im Ausland und Energiefonds.

Diese Eckdaten dienen zur Orientierung in der Debatte, inwiefern die Fondsanbieter den Anschluss an eine begehrte Investorengruppe gefunden haben oder finden können. Bis zur Krise waren die Emissionshäuser mit wenigen Ausnahmen auf Privatkunden ausgerichtet. Man wollte Kleinanlegern Investments ermöglichen, die sonst nur vermögenden oder institutionellen Investoren zugänglich sind. Nur einige wenige Anbieter sind im Geschäft mit Großinvestoren verankert. Zu diesem elitären Kreis zählen beispielsweise Real I.S., KGAL, CFB, Hannover Leasing und HIH. Diese Firmen haben eine Gemeinsamkeit: Ihre Muttergesellschaften sind Banken und Sparkassen.

Von einem Wandel, der mehr und vor allem neues Angebot für Institutionelle zutage fördert, die sich an Sachwerten beteiligen wollen, kann keine Rede sein. Die Zahl der Fonds für Großanleger ist ebenso überschaubar wie die Zahl der Initiatoren, zu denen sich in und nach der Krise kaum einer dazugesellt hat. Nur vier Fonds der beiden etablierten Initiatoren KGAL und CFB besorgten 2011 drei Viertel des Umsatzes in Höhe von einer Milliarde Euro. „Jene, die das Geschäft schon vorher gemacht haben, haben es ausgebaut. Es gibt fast keine neuen Player“, beobachtet Riedel.

Das hat gute Gründe: Das manifestierte Geschäft mit Privatkunden lässt sich nicht ohne weiteres auf professionelle Anleger extrapolieren. „Die Fondsiniciatoren sind nicht per se ungeeignet. Die Kardinalfrage ist aber, ob die Emissionshäuser die Asset-Kompetenz haben. Die

muss nachgewiesen sein“, so Riedel. Demzufolge dürften Häuser, die bislang selbst mit externen Asset Managern zusammengearbeitet haben, Schwierigkeiten bei der Erschließung institutioneller Kunden haben. Die Anforderungen der Institutionellen sind auch darüber hinaus speziell. Dafür gibt es unter anderem rechtliche Gründe. Für Versicherungen und Pensionskassen gelten beispielsweise die Anlageverordnung, das Versicherungsaufsichtsgesetz und aufsichtsrechtliche Mindestanforderungen an das Risikomanagement. Außerdem müssen wahrscheinlich ab Anfang 2013 die Vorschriften von Solvency II beachtet werden.

Versicherungsunternehmen, Pensionskassen, kirchliche Verbände und Stiftungen bevorzugen nichtöffentliche Spezialfonds nach dem Investmentgesetz, die von einer Kapitalanlagegesellschaft aufgelegt und verwaltet werden und im Wesentlichen selbst Töchter von Institutionellen sind. Investitionen in Immobilien erfolgen über Immobilien-Spezialfonds (Sondervermögen). Die Kommanditgesellschaft, der bei den Publikumsfonds am häufigsten verwendete Mantel, ist als Investitionsvehikel nicht ausgeschlossen, aber jedenfalls bei Immobilien kein Standardmodell. Praktisch sind die Vehikel selbst gestreut: Beispielsweise hält die Bayerische Versorgungskammer deutsche Immobilien in Form von Direktinvestments, während internationale Immobilieninvestitionen sowie Anlagen in Infrastruktur und Timber über Fonds implementiert werden.

In Publikumsfonds investieren ohnehin nur wenige Institutionelle; in der Regel handelt es sich um Einrichtungen wie zum Beispiel kleine Stiftungen. Schuld daran ist aber nicht die Rechtsform. „Die institutionellen Investoren vermeiden Parallelinvestments mit Privaten mangels deren Professionalität und wegen einer gewissen Scheu vor Fremdbestimmung und Öffentlichkeit“, berichtet Real-I.S.-Vorstand Jochen Schenk aus der Praxis. Sein Unternehmen, das derzeit rund fünf Milliarden Euro verwaltet, ist eine hundertprozentige Tochter der Bayerischen Landesbank.

## **Viele Eigenheiten**

Freilich ist die institutionelle Investorenschar ebenso inhomogen wie die private – das wird in der Betrachtung häufig zu wenig berücksichtigt. In der klassischen Definition zählen Banken, Versicherungen und Pensionskassen zu den Institutionellen. Schon aus deren Eigenregulierung ergeben sich besondere Ansprüche und Anforderungen, Vorlieben und Abneigungen. Hinzu kommen Family Offices, die ebenfalls sehr unterschiedlich strukturiert sind und entweder von familieneigenen Organisationen oder von Tochterfirmen von Banken und Finanzdienstleistern geführt werden. Hier handelt es sich um ein kontaktgetriebenes Business in vertrauten Kreisen. Schließlich gibt es Tausende Stiftungen, die eine sehr große Bandbreite von geringen bis extrem hohen Vermögen haben. Diese Einrichtungen haben die geringste Erfahrung bei Kapitalanlagen und können in den seltensten Fällen Investitionen selbst strukturieren und managen, abgesehen davon, dass sich für kleine Organisationen das Know-how vorzuhalten nicht lohnt. Nach Informationen des Bundesverbandes Deutscher Stiftungen orientiert man sich inzwischen mehr am Anlageverhalten der hochregulierten Versicherungsunternehmen als früher. „Dies gilt auch für Investments im Bereich Photovoltaik und Wind, wo man inzwischen verlässlichere Erträge und weniger Risiko als in manchen Euro-Staatsanleihen vermutet“, sagt Hermann Falk, Mitglied der Verbandsgeschäftsleitung.

Zu den drei zentralen Anforderungen der institutionellen Investoren an die Asset Manager zählt Christof Stadter, Partner bei Deloitte in München: Track Record in der relevanten Assetklasse, erfolgsabhängige Vergütungssysteme und ein nachgewiesener Marktzugang sowohl einkaufs- wie auch absatzseitig. „Die Investoren wollen Sicherheit in der Beschaffung“, betont der Berater. Darüber hinaus sei die Denkweise dieser Anlegergruppe mit jener der Privaten durchaus zu

vergleichen. Dennoch sind die Ansprüche sehr speziell. Stabilität hat eine unheimlich große Bedeutung, ergänzt Berater Riedel: „Dazu gehören einerseits Stabilität im Management und bei den eigenen Finanzen und andererseits Stabilität bei den Assets under Management. Risiken aus vergangenen Investments bewerten institutionelle Anleger besonders kritisch.“

Darüber hinaus sind die Ansprüche sehr spezifisch. Einmalige Fondsanlaufkosten (Up-Front Fees) in Höhe von 15 bis 30 Prozent des Eigenkapitals, wie sie in den Publikumsfonds gang und gäbe sind, dulden Großanleger nicht. Selbst die laufenden Kosten sind zum Teil an Zielvorgaben geknüpft. Außerdem ändert sich deren Berechnungsgrundlage anders als bei Privatanlegerbeteiligungen von zunächst dem zugesagten Kapital auf das nach Abschluss der Investitionsphase tatsächlich investierte Kapital. Der Bonus obendrauf ist selbstverständlich. Der Haken: An diese Vergütungssysteme müssen sich die Anbieter der geschlossenen Privatkundenfonds nicht nur mental gewöhnen. Betriebswirtschaftlich bedeutet das eine Umstellung des Cashflows; ein Teil des Salärs ist überhaupt schwebend. Außerdem gibt es noch einen monetären Unterschied, der häufig übersehen wird. Institutionelle gehen nicht in die Vorfinanzierung – das Eigenkapital wird zwar zugesagt, aber erst bei der tatsächlichen Investition zur Verfügung gestellt.

### **Mit der Kneifzange**

Blindpools, die bei Privaten nur noch mit spitzen Fingern angegriffen werden, sind Großanlegern durchaus noch zu verkaufen, weil das Investitionsthema im Vordergrund steht. Letztlich entscheidend ist das Profil des Managers. Bei opportunistischen Beteiligungen ist die Nachfrage bei Privaten und Institutionellen stark eingeschränkt. Die Emission steht und fällt mit dem Anbieter, der bei solchen Projekten auch eigenes Kapital einlegen muss, was sonst eher kein Kriterium ist. „Newcomer haben mit Blindpools und Opportunity Funds allerdings so gut wie keine Chancen, institutionelles Kapital zu akquirieren“, berichtet Deloitte-Partner Stadter.

Positiv für die Umwelt ist der geringere Papier- und Tonerverbrauch, denn die Unterlagen für Institutionelle sind prägnanter und weniger bunt. Die Prospekte ähneln mehr wissenschaftlichen Arbeiten als klassischen Verkaufsunterlagen. „Die in den Retailfonds üblichen langfristigen Prognoserechnungen sind in den institutionellen Unterlagen kaum zu finden. Vorgabe ist ein Renditeziel nach dem internen Zinsfuß (IRR)“, meint Stadter. Somit gibt es in diesem Bereich keine durch Rechentricks hochgeschraubten Prognosen, die ohnehin in der Due Diligence der Investoren auffliegen würden. Uwe Fleischhauer, Gründer und Partner der Alternative-Investment-Boutique Yielco, betont, dass Fondsinitiatoren „Institutional Quality“ brauchen. Neben technischen und regulatorischen Aspekten schließt er weiche Faktoren ein: „Die Unternehmen brauchen einen klaren Investitionsfokus und Führungsstabilität.“ Bauchläden dürften seiner Meinung nach auch künftig nicht frequentiert werden, während es kleine Spezialisten als Investmentboutiquen durchaus schaffen könnten.

So ein Spezialist ist zum Beispiel das auf US-Immobilien fokussierte deutsch-amerikanische Unternehmen Jamestown, das im vergangenen Dezember seinen ersten Fonds mit amerikanischen Core-Immobilien für institutionelle Investoren aufgelegt hat. Es gibt noch mehr Unternehmen, die das institutionelle Business aufgrund ihrer Kompetenz angehen können; die Größe des Betriebs spielt dabei keine Rolle, meint Berater Riedel. Namen will er jedoch keine nennen. Doric Asset Finance, ein deutsch-britisches Unternehmen mit dem Schwerpunkt Flugzeugfinanzierung, könnte so ein Beispiel sein. Aquila Capital liefert auf Anfrage zu den Themen Wald- und Agrarwirtschaft sowie erneuerbare Energien „maßgeschneiderte Investitionsmöglichkeiten“, die dann in der Regel gleichzeitig in Deutschland, Österreich und anderen Ländern als Spezialfonds angeboten werden.

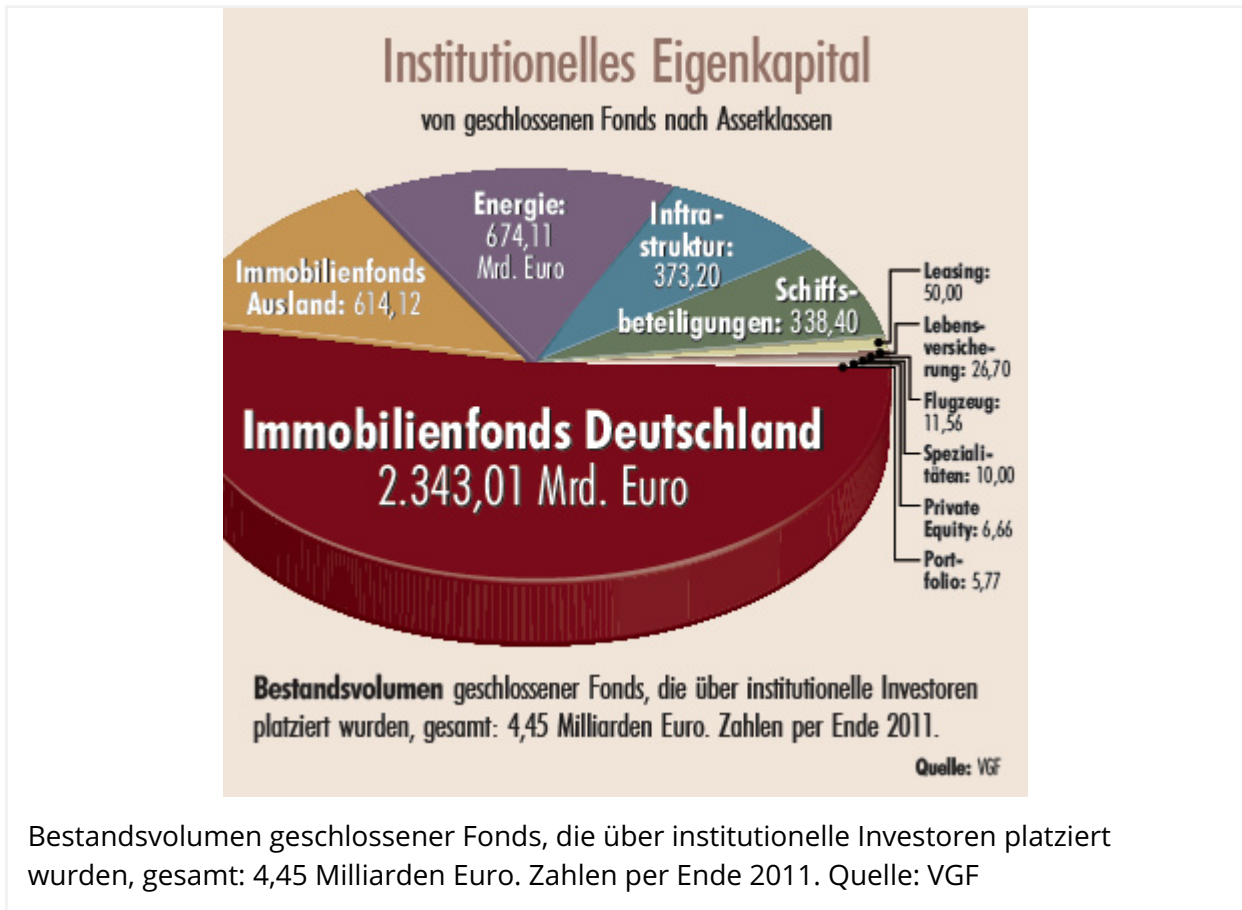
Bisweilen ist der Investitionsfokus eindeutig auf Immobilien gerichtet, wie die VGF-Zahlen belegen. 53 Prozent des investierten Kapitals stecken in deutschen Immobilien. Im Kommen sind Energie- und Infrastrukturfonds, die zusammen einen Anteil von 24 Prozent haben. Die Transport- und Logistikwirtschaft spielt keine große Rolle. „Schiffe oder Flugzeuge spielten bisher keine Rolle, da das Rendite-Risikoprofil für die BVK unattraktiv ist und kein Mehrwert durch die Beimischung zum bestehenden Portfolio nachzuweisen war“, erklärt Anselm Wagner, Leiter Alternative Investments bei der Bayerischen Versorgungskammer. Das macht deutlich, warum der Schiffsanteil bei den Institutionellen nur acht Prozent beträgt, während Privatanleger fast so viel Eigenkapital in Schiffe wie in deutsche Immobilien investierten. Flugzeuge spielen überhaupt keine Rolle. Riedel resümiert: „Schiffe werden von den Institutionellen eher ungern ins Portfolio aufgenommen. Das machen allenfalls eher die kleineren Großinvestoren.“

Spezialitäten sollten aber nicht zur Gänze abgeschrieben werden. Doric hat in Großbritannien einen Weg eingeschlagen, der mittelfristig auch in Deutschland Aufmerksamkeit erhalten könnte. Die Unternehmensgruppe hat zwei börsennotierte Investmentgesellschaften platziert, über die sich institutionelle Investoren an der Finanzierung von A380-Flugzeugen, die an die Airline Emirates vermietet sind, beteiligen. Seit einigen Wochen bietet Doric die Zeichnung einer luxemburgischen Anleihe an. Ein Platzierungserfolg könnte richtungweisend sein. KGAL hingegen hat alternativ zu Immobilienfonds seit vergangenem August die Beteiligung an einem Waldfonds im Angebot, den Institutionelle ab einer Ticketgröße von fünf Millionen Euro zeichnen können.

### **Schlechte Erfahrungen**

Der Private-Equity-Markt ist für viele Investoren wegen schlechter Erfahrungen nicht gut angeschrieben. Abgesehen davon ist so mancher potenzielle Investor schon mit der Vorselektion möglicher Asset Manager oder Berater teilweise überfordert. Und dann gibt es noch eine Gruppe von Investoren, die Private-Equity-Fonds wegen ihrer Furcht vor negativen Schlagzeilen, in die sie geraten könnten, grundsätzlich ausschließen.

Die vermutlich größte Hürde für Fondshäuser, die erstmals mit Großinvestoren ins Geschäft kommen wollen, ist aber nicht das Investitionsthema, sondern das Reporting. Bei Retailfonds ist der Aufwand gering – Fondsschiefen ausgenommen. Ein oder zwei Anlegerschreiben jährlich und eventuell eine Präsenzgesellschafterversammlung reichen aus. Bei Institutionellen sieht das anders aus. Quantitativ und qualitativ sind die Anforderungen um ein Vielfaches höher. Die bevorstehende Regulierung der Anbieter führt die Emissionshäuser ein Stück an das institutionelle Geschäft heran. Die EU-Richtlinie AIFM, die bis Juli 2013 in nationales Recht umgesetzt sein soll, und die Novelle des deutschen Finanzanlagenvermittler- und Vermögensanlagengesetzes werden zur Professionalisierung beitragen, denn die EU-Richtlinie schreibt den Fondsanbietern unter anderem ein strengeres Portfolio- und Risikomanagement und ein rigideres Berichtswesen, mithin ein regelmäßiges Reporting, vor. Die Meldepflichten werden erheblich ausgeweitet. Fazit: Sehr viele Fondshäuser drängen ins institutionelle Geschäft – und werden dabei an ihre Grenzen stoßen. Nach den bisherigen Erfahrungen tun sich die bisher auf Privatkunden ausgerichteten Anbieter schwer mit spezifischen Anforderungen der institutionellen Investoren. Es ist daher zu bezweifeln, dass sie zu einer festen Größe bei institutionellen Investoren werden. Diejenigen, die es schaffen wollen, müssen hart arbeiten und in Vorleistung treten. VGF-Hauptgeschäftsführer Eric Romba formuliert es nüchtern: „Die Institutionellen warten nicht auf die Anbieter geschlossener Fonds.“



Bestandsvolumen geschlossener Fonds, die über institutionelle Investoren platziert wurden, gesamt: 4,45 Milliarden Euro. Zahlen per Ende 2011. Quelle: VGF

### Fondsanbieter im Überblick

Die wichtigsten Anbieter von geschlossenen Fonds für institutionelle Investoren

	KGAL	CFB	Real I.S.	HIH
Gründung	1968	1983	1991	1992
Gesellschafter	Commerzbank, Bayern LB, Haspa, Sal. Oppenheim	Commerz Real (Commerzbank)	Bayern LB	Warburg-Henderson KAG
Inst. Platz. 2010	379,3 Mio. Euro	373,2 Mio. Euro	n. a.	58,3 Mio. Euro
Inst. Platz. 2009	235,7 Mio. Euro	n. a.	18,2 Mio. Euro	n. a.
Investitionsfokus	Immobilien, Flugzeuge, Infrastruktur	Immobilien, Flugzeuge, Energie	Immobilien, Mobilien	Immobilien
AuM	25,4 Mrd. Euro	13,5 Mrd. Euro	5 Mrd. Euro	3,8 Mrd. Euro
Internet	www.kgal.de	www.cfb-fonds.com	www.realisag.de	www.hih.de

AuM = Assets under Management Quelle: Anbieter, VGF.

Die wichtigsten Anbieter von geschlossenen Fonds für institutionelle Investoren; AuM = Assets under Management Quelle: Anbieter, VGF.