

# Spezifisch und maßgeschneidert

Der weitaus überwiegende Teil aller Stiftungen in Deutschland hat in den vergangenen Jahrzehnten vor allem in Rentenpapieren oder Aktienfonds investiert. An Sachwerten sind Stiftungen allenfalls mal ganze Immobilien zugefallen, die sie vermacht bekommen haben. Eine gezielte Investition in Sachwerte ist für die meisten Stiftungen Neuland. Zu groß waren in der Vergangenheit die Vorbehalte. Der Markt der Sachwertinvestitionen hat sich in den vergangenen Jahren jedoch erheblich professionalisiert, er ist vielfältiger und dynamischer geworden. Nicht zuletzt ist er dabei, Stiftungen als neue Anlegerklientel zu entdecken. Das erhöht die Bereitschaft, maßgeschneiderte Lösungen anzubieten.

Die Fondszeitung hat drei Anbieter von Sachwertinvestments zum Interview gebeten: Dirk Baldeweg vom Containerspezialisten Buss Capital, Michael Günther vom Fondshaus Hamburg Immobilien und Hermann Klughardt von Voigt & Kollegen, deren aktueller Schwerpunkt europäische Photovoltaikanlagen sind. Thema der Gesprächsrunde ist die Gestaltung einer jeweiligen Schnittstelle zu den spezifischen Erfordernissen einer Stiftung.

## Wie sind Ihre bisherigen Erfahrungen mit Stiftungen als Anleger?

**Günther:** Stiftungen gehören seit vielen Jahren zu unserem Anlegerkreis und sind eine wichtige Zielgruppe für FHHI. Bisher haben etwa 50 Stiftungen einen oder mehrere unserer Fonds gezeichnet.

**Klughardt:** Stiftungen interessieren sich insbesondere für nachhaltige Anlagemöglichkeiten. In unserer letzten Umfrage nannten bereits 55 Prozent der befragten Stiftungen Erneuerbare Energien und Infrastrukturinvestments als attraktiv bis sehr attraktiv.

**Baldeweg:** Auch bei uns nimmt die Nachfrage von Stiftungen zu. Wir erstellen für jede Anfrage ein maßgeschneidertes Angebot.

## Welche spezifischen Vorteile bietet Ihr Anlagevehikel gerade für Stiftungen?

**Baldeweg:** Stiftungen schätzen an Containern, dass sie wertstabile Sachwerte mit zuverlässigen Rückflüssen sind. Das Containerleasing ist viel weniger volatil als beispielsweise Schiffs- oder Immobilienmärkte. Die Investition in Containerportfolios ist dabei für institutionelle Investoren vom Risiko-Rendite-Profil

die in vielen Fällen attraktivste Variante. Erwerben sie Anteile an börsennotierten Leasinggesellschaften kaufen sie auch die Schwankung der Börse mit ein.

**Günther:** Unserer Erfahrung nach schätzen Stiftungen an geschlossenen Immobilienfonds, dass sie ihnen „passgenaue“ Immobilieninvestitionen ermöglichen. Denn der Charme eines klassischen geschlossenen Immobilienfonds besteht ja gerade darin, dass die Anleger im Vorfeld genau wissen, in welche Immobilien investiert werden soll und genaue Daten zum Objekt, zur Mikro- und Makrolage usw. bekommen. Geschlossene Immobilienfonds passen als langfristige, wenig volatile Anlage mit in der Regel konstanten Auszahlungen generell sehr gut in die Anlagestrategie von Stiftungen.

**Klughardt:** Die Erfahrung kann ich bestätigen. Zwei Drittel der Stiftungen bevorzugen Haltedauern von mehr als 10 Jahren, was auch der Charakteristik von Infrastrukturinvestments mit langfristig stabilen Cashflows entspricht. Unser Anlagevehikel VC-SolEs Invest S.C.A. SICAV-FIS mit dem aktuellen Schwerpunkt Photovoltaik in Europa ist ein Spezialfonds nach Luxemburgischem Recht. Die rechtliche Struktur bietet Stiftungen ein durch die luxemburgische Bankenaufsicht

überwachtes und reguliertes Investitionsvehikel.

**Günther:** Anders als zum Beispiel bei einem Direktinvestment haben sie bei einem Immobilienfonds keinen eigenen Verwaltungsaufwand und können ihr Risiko besser diversifizieren.

**Baldeweg:** Sehr wichtig für Stiftungen ist natürlich auch der Trackrecord. Anbieter müssen detailliert nachweisen können, dass sie sich mit dem Markt auskennen.

**Günther:** Es ist daher für Stiftungen, wie für alle anderen Anleger auch, extrem wichtig, vor der Zusammenarbeit die Leistungsbilanz des Emittenten sehr genau unter die Lupe zu nehmen.

**Wie differenziert stellen Sie Kapitalrückflüsse dar? Warum ist das so schwierig und warum brauchen Stiftungen die unbedingt?**

**Klughardt:** Eine Kapitalrückflussrechnung ist ex ante zunächst einmal immer eine Prognose der zukünftigen Entwicklung eines Investments. Bei der Ex-post-Betrachtung ist es in der Struktur einer GmbH & Co. KG nicht immer ganz einfach, erwirtschaftete Erträge von Kapitalrückzahlungen zu trennen.

**Günther:** FHHI weist in seinen Fondsprospekten sowohl das handelsrechtliche Ergebnis als auch die Kapitalrückflüsse im Detail aus. Stiftungen müssen schließlich wissen, ob und wie viel Kapitalrückfluss in einer Auszahlung enthalten ist, da diese Beträge im Rahmen des Kapitalerhaltungsgebotes Berücksichtigung finden müssen.

**Klughardt:** Diese Trennung erfordert aber einen deutlich erhöhten administrativen Aufwand. In der Struktur unserer luxemburgischen SICAV-FIS existiert dieses Problem nicht, da der Wert des Investments über den monatlich festgestellten Nettoinventarwert eindeutig festgestellt ist und die Ausschüttungen an die Investoren entsprechend Erträge sind.

**Baldeweg:** Richtig. Stiftungen suchen Investitionen, mit denen sie von Anfang

an auch buchhalterisch Erträge erzielen. Deshalb kommt man mit der klassischen KG-Struktur nicht weit. Bei ihr stehen positiven Liquiditätsergebnissen ja negative buchhalterische und steuerliche Ergebnisse gegenüber.

**Günther:** Das handhaben die einzelnen Stiftungen durchaus flexibler. Einige Stiftungen qualifizieren denjenigen Teil der Auszahlungen, der nicht dem handelsrechtlichen Gewinn entspricht, als Eigenkapitalrückflüsse. Aufgrund des Kapitalerhaltungsgebotes können sie diese entsprechend nicht für Stiftungszwecke verwenden, sondern müssen sie wieder anlegen. Andere Stiftungen schaffen einen Ausgleich durch Investitionen oder Wertsteigerungen an anderer Stelle im Stiftungsvermögen. Dann wiederum gibt es Stiftungen, die beispielsweise bei Immobilien eine jährliche Bewertung des Investments über die geplante Laufzeit vornehmen und – sofern der Wert der Immobilie durch Instandhaltungsmaßnahmen erhalten werden konnte – in Abstimmung mit dem Wirtschaftsprüfer die Auszahlungen in voller Höhe für Stiftungszwecke verwenden.

**Anfangsverluste und das Wiederaufleben der Haftung im Falle eines ins Negative rutschenden Kapitalkontos stellte bislang ein Ausschlusskriterium für ein Stiftungsinvestment in einen geschlossenen Fonds dar. Wie streng ist das zu sehen und wie lässt sich das handhaben?**

**Klughardt:** Auch diese Frage stellt sich im Fall eines Spezialfonds in Form der SICAV-FIS nicht. Da die SICAV-FIS eine Investmentfondsstruktur ist, gibt es Themen wie Anfangsverluste, Wiederaufleben der Haftung oder negatives Kapitalkonto nicht. Dies sind spezifische Themen der GmbH & Co. KG.

**Baldeweg:** Das Erfordernis, dass gleich Erträge generiert werden, ist unserer Erfahrung nach schon sehr strikt. Die Frage ist also: Wie können Anbieter Sachwertinvestments entsprechend strukturieren? Die klassische Kommanditgesellschaft kommt dafür wie gesagt nicht in Frage. Echte Sachwert-Anleihen sind dagegen für Stiftungen potentiell sehr interessant. Denn

damit generieren sie sofort auch buchhalterische Erträge. Gleichzeitig haben sie das Containerportfolio als Sicherheit.

**Günther:** Zum Stichwort Wiederaufleben der Haftung lässt sich Folgendes sagen: Es handelt sich bei geschlossenen Fonds um ein unternehmerisches Investment, das selbstverständlich nicht ohne Risiko ist. Ein erfahrener Initiator kann aber Qualität und Nachhaltigkeit eines Assets gut einschätzen und wird nur Objekte in seine Fonds übernehmen, von deren Erfolg er selber überzeugt ist – schließlich geht er massiv in Vorleistung. Sollte bei einem unserer sorgfältig ausgewählten Investments dennoch entgegen der Prognosen das Kapitalkonto ins Negative rutschen, ist bei FHHI das Wiederaufleben der Haftung auf 10 Prozent des Nominalkapitals beschränkt.

**Das Sparsamkeitsgebot und das Begünstigungsverbot gebieten, das Nebenkosten nicht zu hoch sein dürfen. Was sind „unverhältnismäßig hohe“ Vergütungen?**

**Günther:** Das lässt sich so absolut nicht sagen.

**Baldeweg:** Sparsamkeit ist immer gut. Letztlich hängt es sehr stark vom Asset ab, wie viel Nebenkosten verhältnismäßig sind.

**Günther:** Bei geschlossenen Immobilienfonds sind in der Regel 8 bis 10 Prozent so genannte Weichkosten üblich, bezogen auf das Gesamtvolumen. Dabei halten wir bei den Fixkosten, die dem Initiator so oder so entstehen, eine Vorab-Gebühr von in der Regel 5 bis 6 Prozent für sinnvoll, zusätzlich bietet sich eine erfolgsabhängige Vergütung an.

**Baldeweg:** Schwankt der Zielmarkt nur wenig wie bei Containern, zwingt das geradezu zur Sparsamkeit. Denn dann können zu hohe Kosten nicht so leicht durch ein Markt-Hoch ausgeglichen werden. Dazu kommt natürlich die Laufzeit: Je kürzer sie ist, desto geringer sollten die Nebenkosten ausfallen.

**Klughardt:** Da unsere Spezialfondslösung ein Investmentvehikel für institutio-

## Interview mit Michael Günther, Hermann Klughardt und Dr. Dirk Baldeweg

nelle Investoren ist, sind die Kosten auch entsprechend günstig. Der Fonds hat keine so genannten anfänglichen Weichkosten und mit einer Assetmanagement-Fee von 1,5 Prozent pro Jahr inklusive Depotbankvergütung sicherlich eine faire Vergütungsstruktur.

**Günther:** Dass die Kosten für geschlossene Immobilienfonds vielen hoch scheinen, liegt nur daran, dass sie zu einem großen Teil am Anfang abgezogen werden. Umgelegt auf eine angenommene Laufzeit von 15 Jahren betragen beispielsweise bei unserem aktuellen Studentenapartment-Fonds die anfänglichen und laufenden Kosten für das Fonds- und Assetmanagement einschließlich externer Berater in Summe nur ca. 1,3 Prozent pro Jahr. Nebenbei bemerkt: Bei einem Fonds, der keine Gewinne erwirtschaftet, hat der Anleger auch nichts von besonders niedrigen Weichkosten.

**Welchen Stellenwert hat „Mission Investing“? Kann es den Königsweg aus der Krise und dem Niedrigzinsdilemma weisen oder handelt es sich um eine Modeerscheinung, die geeignet ist, vom eigentlichen Thema abzulenken? Wie ist die die Gefahr einzuschätzen, dass es dabei zu einer Vermischung der zu trennenden vier Bereiche einer gemeinnützigen Stiftung kommt?**

**Klughardt:** Laut Definition stellt sich für jede Stiftung die Frage, welche Möglichkeiten der Kapitalanlage sich in Einklang mit einer eventuellen Gemeinnützigkeit und insbesondere dem Stiftungszweck ergeben. Das heißt, die Kapitalanlage der Stiftung ist so zu gestalten, dass sie ergänzend zur Mittelverwendung die Gemeinwohl-Ziele der Stiftung unterstützt und sie nicht konterkariert oder unterwandert.

**Baldeweg:** Mission Investing hat meiner Meinung nach nichts mit der Krise zu tun, sondern eher mit einem Trend zu ethischen Investitionen. Damit wäre es Teil der Inve-

stitionsstrategie einer Stiftung. Inwiefern es dabei zu Zielkonflikten kommen kann, muss die Stiftung selbst bewerten.

**Klughardt:** Ja, die Anforderungen an eine Stiftung erfordern zusätzliche Sorgfaltspflichten und detaillierte Prüfprozesse bei der Auswahl der Investments und der Asset-Manager kombiniert mit einer klaren Definition der Investitionsstrategie. Mission Investments können aber auch einen deutlichen Mehrwert bezüglich der Erreichung des Stiftungszwecks bieten.

**Günther:** Mission Investments sind eine gute Sache, aber es dürfte sich eher um ein kleines Segment handeln als um den Königsweg. Das Anlagegut in diesem Bereich ist einfach zu knapp. Eine Gefahr der Vermischung der vier Vermögensbereiche sehen wir nicht: Denn wenn Stiftungen gut aufgestellt sind, dann können sie mit ihren Investitionen alle vier Bereiche abdecken und entsprechend ihre Abrechnungskreise auch nach diesen getrennt organisieren.

**Was heißt: spekulativ investieren?**

**Klughardt:** Es ist immer eine Frage der Bewertung des Risikos, was als spekulativ angesehen wird.

**Baldeweg:** Spekulativ investieren heißt, mit bestimmten Trends zu rechnen.

**Günther:** Genau genommen ist jedes Investment spekulativ, da in die Zukunft gerichtete Erwartungen daran geknüpft sind. Es kann also eigentlich nur darum gehen, welches Produkt aus Sicht des jeweiligen Anlegers zu spekulativ ist. Das aber hängt wiederum vom Anlageprofil der jeweiligen Stiftung ab.

**Baldeweg:** Und vom zeitlichen Horizont des Assets. Der kann weit in die Zukunft reichen wie bei Schiffen: Die meisten Marktteilnehmer haben noch 2008 mit einer weiter wachsenden Nachfrage ge-

rechnet und entsprechend bestellt. Man kann aber auch auf Sicht investieren wie bei Containern: Die Nachfrage der kommenden Monate lässt sich vergleichsweise gut vorhersagen, und danach bestellen Sie dann die neuen Boxen. Das geht in diesem Markt, weil Container sehr schnell produziert sind. Der Bestellvorlauf beträgt auch für größere Mengen maximal drei Monate.

**Klughardt:** Stiftungen haben zunächst einmal gemäß Stiftungsgesetz grundsätzlich die Verpflichtung, das Stiftungsvermögen langfristig zu erhalten.

**Günther:** Kommt es darauf an, dass das Vermögen nicht nur nominal, sondern real erhalten bleibt, dann sind „sichere“ Geldanlagen wie Festgeld ungeeignet, da sie aktuell nicht einmal die Inflationsrate ausgleichen können.

**Klughardt:** Die Frage ist, wie dieser Auftrag erfüllt werden kann. Im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld mit dem herrschenden Niedrigzinsniveau führen konservativ und eng gesteckte Satzungen beziehungsweise Anlagerichtlinien zu einer deutlichen Erhöhung des Risikos. Das Risiko steigender Zinsen im Bereich festverzinslicher Wertpapiere ist ein Aspekt, dem sich die Verantwortlichen mit Blick auf die Zukunft unbedingt stellen müssen. Sofern noch nicht erfolgt, ist eine Überprüfung und gegebenenfalls eine Anpassung der Satzung und Anlagevorschriften und damit der Investitionsmöglichkeiten unerlässlich. Hier besteht im Bereich der Stiftungen teilweise noch deutlicher Handlungsbedarf.

**Günther:** Innerhalb eines Portfolios sind ja unterschiedliche Grade an Spekulation durchaus sinnvoll, nur eben beschränkt auf einen bestimmten Anteil am Vermögen. Wir haben Stiftungen, die sowohl in unseren Freiburg-Fonds – ein klassischer Bestandsfonds – als auch in Projektentwicklungsfonds investiert haben. ■



*Dr. Dirk Baldeweg ist seit 2005 geschäftsführender Gesellschafter von Buss Capital GmbH & Co. KG.*



*Hermann Klughardt ist seit 2007 geschäftsführender Gesellschafter bei der Voigt & Coll. GmbH.*



*Michael Günther ist als Prokurist für den Immobilieneinkauf von FHFI verantwortlich und Ansprechpartner für Stiftungen.*