

„Auszahlungen auf ein nachhaltiges Niveau bringen“

Der Wohnungsfondsanbieter **ZBI** wurde seit dem Einstieg der Union Investment komplett umgekrempelt. Der Prozess war für einige schmerzlich. Geschäftsführer **Jörg Kotzenbauer** erläutert die Hintergründe und die künftige Strategie des Hauses.

Vor sechs Jahren ist die genossenschaftliche Union Investment mit knapp 50 Prozent bei der ZBI, einem Anbieter von Wohnimmobilienfonds, eingestiegen. Kurz darauf, im Sommer 2017, ging der offene Immobilienfonds Uniimmo: Wohnen ZBI an den Start. Parallel wurden jedoch weitere geschlossene Vehikel aufgelegt. 2020 übernahm Union Investment weitere 45 Prozent an der ZBI. Mit der 2021 angekündigten Kürzung von Auszahlungen in den geschlossenen Fonds eskalierte ein Konflikt zwischen dem neuen Management und der bisherigen Führungsriege, ihren Vertriebspartnern und den Anlegern der geschlossenen Fonds. Zwei konzeptionell verschiedene Investmentwelten prallten aufeinander.

Herr Kotzenbauer, vor knapp zwei Jahren, inmitten eines anhaltenden Booms des deutschen Wohnimmobilienmarktes, kündigte ZBI an, in einigen geschlossenen Fonds Auszahlungen zu kürzen, und stieß damit Anleger und Vertriebspartner vor den Kopf. Wie kam es dazu?

»Am Ende geht es darum, dass für die Anleger das bestmögliche Ergebnis erzielt wird.«

Jörg Kotzenbauer, ZBI

Jörg Kotzenbauer: Vor dem Hintergrund neuer Verantwortlichkeiten im Fondsmanagement haben wir eine Bestandsaufnahme vorgenommen: Wie ist der Status der einzelnen Fonds? Wie steht es um die Immobilien? Welche Investitionen sind notwendig? Wir stellten fest, dass einige Fonds Probleme hatten, Auszahlungen aus erzielten Gewinnen darzustellen, was uns keine nachhaltige Politik zu sein schien, sondern eine Vorwegnahme künftiger Erträge unter der Annahme, dass das sehr positive Marktumfeld permanent so weiterlaufen würde. Angesichts dessen, dass der Immobilienzyklus schon sehr lang so gut gelaufen war, ging es uns darum, die Aus-

zahlungen auf ein nachhaltiges Niveau zu bringen, um weiteren Mehrwert für die Anleger schöpfen zu können. Das war immer die Grundlage unseres Handelns.

Das ist bei den Betroffenen offenbar nicht so angekommen.

Wir haben eine Gesamtbetrachtung vorgenommen, welches Szenario sich für die Anleger insgesamt am besten rechnet: kurzfristig höhere Auszahlungen aus der Substanz oder längerfristig niedrigere Auszahlungen? Die Gemengelage, die wir vorgefunden haben, ließ uns den Weg mit den gekürzten Auszahlungen einschlagen.

Gab es neben dem Abschmelzen der Substanz weitere kritische Punkte?

Der Grad der Portfoliosteuerung und die toolbasierte Unterstützung des Fondsmanagements waren aus unserer Sicht ausbaufähig. Wir haben also massiv in die Simulationsfähigkeit des Portfolios investiert, um messen zu können, wie sich Managemententscheidungen während der Fondslaufzeit auswirken. Dafür haben wir entsprechende Systeme eingerichtet, Prozesse etabliert und personelle Kompetenz aufgebaut. Gleichzeitig änderte sich das Marktumfeld deutlich: Die Kosten für Bau, Umbau und Sanierung gingen dramatisch nach oben. Das muss sich im Management widerspiegeln: Alte Planungsannahmen, die man in

»Verbessert sich die Fondsrendite durch einen weiteren Ankauf nicht, dann wird nicht investiert.«

Jörg Kotzenbauer, ZBI



der Realität nicht mehr halten kann, weil man zu den angesetzten Preisen keine Handwerker mehr bekommt, müssen nachgezogen werden – mit gegebenenfalls einschneidenden Konsequenzen. Sanierungsprojekte, die sich zu den alten Preisen noch gerechnet hätten, können dann eben nicht mehr umgesetzt werden.

Die Preiserhöhungen betreffen ja den Gesamtmarkt, der nicht flächendeckend mit Auszahlungsreduzierungen reagiert hat. Hatten die ZBI-Bestandsfonds, die Sie vorfanden, denn einen konzeptionellen Webfehler?

Ihr Konzept konnte jedenfalls nur in einem stark steigenden Marktumfeld perfekt funktionieren. Das ist in der Tat, wenn Sie so wollen, ein Webfehler. Es ist aber das Konzept eines geschlossenen Fonds per se, der ein Problem hat, mit wechselnden Marktphasen umzugehen. Er hat strukturell bedingt sehr hohe Grundkosten: Konzeptions- und Vertriebskosten und verschiedene andere Gebühren sorgen dafür, dass für das eigentliche Management der

Immobilien zu wenig übrig bleibt. Es ist eine einfache Rechnung: Wenn Ihnen von 100 Euro, die Sie einsetzen, 80 bleiben, um damit zu arbeiten, dann ist es schwieriger, auf über 100 zu kommen, als wenn Sie mit 95 loslaufen. Das ist aber ein Webfehler, der weit über unser Haus hinausgeht und auch daher rührt, dass die Entwicklung des Immobilienmarktes dieses Geschäftsmodell möglich und viele Jahre sehr erfolgreich gemacht hat.

Die ZBI-Fonds hatten aber auch ganz hauseigene Konzeptionsmerkmale, zum Beispiel die Mischung aus Handels- und Bewirtschaftungskonzept.

Ja, damit setzte das Konzept auf große Wertsteigerungen und brauchte funktionierende Abnahmemärkte für die Immobilien, die idealerweise nach ein paar Jahren einen Verkauf zu deutlich höheren Preisen ermöglichen. Wenn die Steigerung zu gering ist oder der Markt nur seitwärts läuft, werden Sie damit schwerlich Gewinn erzielen. Sprunghafte Anstiege der Mietrendite sind in Deutschland schon wegen

des Mietrechts nicht möglich, das heißt für die ZBI-Fonds, dass die Handelskomponente auf umso signifikantere Wertsteigerungen angewiesen war. Aber auch hier gilt das Prinzip, dass Sie ein rationales Gegenüber antizipieren müssen und nicht davon ausgehen dürfen, dass jemand ein schlechtes Geschäft machen will.

Hinzu kam, dass die ZBI-Fonds kurze Laufzeiten ansetzten, während der geschlossene Fonds seine Stärken vor allem bei Langfristinvestments entwickelt und Zyklen überdauern kann.

Ja und nein. Die ZBI hat in der Vergangenheit durchaus auch erfolgreich agieren können, weil es der geschlossene Fonds ja ermöglicht, mit dem Einverständnis der Anleger Laufzeiten zu verkürzen oder zu verlängern, je nachdem wie der Marktzyklus das gerade erfordert. Da wurden immer auch Spielräume genutzt, und das muss ja auch so sein. Trotzdem erforderte das ZBI-Fondskonzept starke Wertsteigerungen, unabhängig vom Immobilienzyklus. Als sich der Immobilienboom 2021



erkennbar seinem Ende zuneigte, erforderte der Gesamtkontext die Entscheidungen, die wir dann auch getroffen haben.

Wie sieht die Strategie für die geschlossenen Fonds der ZBI aus, die noch in der Bewirtschaftung sind?

Die Handelskomponente der Fonds weiter zu verfolgen ist angesichts der aktuellen Rahmenbedingungen keine Option. Wir werden also im Rahmen der jeweiligen Fondslaufzeiten vernünftig an und mit den Immobilien arbeiten und sowohl auf auslaufende Finanzierungen als auch auf den richtigen Verkaufszeitpunkt besonderes Augenmerk legen. Ein Verkauf kann auch mal vorzeitig sein oder sich nur auf einzelne Objekte beziehen, wobei wir weiterhin den Verkauf des Gesamtportfolios am Ende eines Fonds anstreben, was derzeit aber eine große Herausforderung wäre. Kleinteilige Teilverkäufe klappen derzeit besser, entsprechend kommt dem Management der Fondslaufzeiten im Einvernehmen mit den Anlegern große Bedeutung zu. Am Ende geht es darum, dass für die Anleger das bestmögliche Ergebnis erzielt wird, und darauf richten wir unsere Aktivitäten aus.

»Immer mehr Regulierung kann dazu führen, dass Markteintritte unmöglich werden und Oligopole entstehen.«

Jörg Kotzenbauer, ZBI

Haben nicht einige Fonds sogar noch zu investierendes Kapital übrig und müssten Objekte anbinden, anstatt sich von ihnen zu trennen?

Wir können nur noch in sehr geringem Umfang investieren. Dabei müssen wir zwei Themen berücksichtigen: Weitere Ankäufe müssten auf der einen Seite zur Laufzeit des Fonds passen, also den Fonds in die Lage versetzen, noch rechtzeitig seine Nebenkosten und weitere mit ihnen verbundene Gebühren zu verdienen. Auf der anderen Seite gibt es Renditeerwartungen, die wir unserer Planung zugrunde legen. Verbessert sich die Fondsrendite durch einen weiteren Ankauf nicht, dann wird nicht investiert. Das Konzept eines offenen

Immobilienfonds passt besser in die aktuelle Marktphase.

Vor zehn Jahren wurde das Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) verabschiedet, und zwar vor allem wegen der Probleme, die die offenen Immobilienfonds damals hatten, nicht nur die geschlossenen. Wie beurteilen Sie den Erfolg des Gesetzes?

Damals gab es die große Sorge, dass die Assetklasse komplett unattraktiv werden könnte, was sich aber glücklicherweise nicht bewahrheitet hat. Wir haben da eine vorbildliche Regelung.

Für die geschlossenen Fonds hat sich die große Sorge allerdings bewahrheitet.

Stimmt, die Aussage bezog sich auch ausschließlich auf offene Immobilienfonds. Die Einführung der Kündigungsfrist war ein riesiger Fortschritt. Letztlich hat man einen funktionstüchtigen Kompromiss gefunden zwischen Handelbarkeit und Rückgabemöglichkeit auf der einen Seite und der Tatsache, dass Immobilien nicht von heute auf morgen veräußert werden können, auf der anderen. Das Geschäft mit geschlossenen Fonds war vor dem KAGB weitgehend unreguliert. Die strukturellen Veränderungen auf Fondsebene, die Einführung von Genehmigungsprozessen und die Unterwerfung unter das aufsichtsrechtliche Regime der Bafin waren aus meiner Sicht richtig und notwendig. Der Gesetzgeber wollte mehr Transparenz und ein besseres Verständnis des geschlossenen Fonds als unternehmerische Beteiligung, aber ich habe meine Zweifel, ob da schon alles erreicht wurde. Ich nehme wahr, dass auch die Anleger der geschlossenen ZBI-Fonds nicht in jeder Konsequenz verstehen, wie das Konstrukt gestrickt ist, welche Chancen und welche Risiken drinstecken. Da gibt es schon noch Verbesserungsmöglichkeiten.

Was wäre zu tun?

Das ist ein schmaler Grat, weil man schnell



zu Themen wie ökonomische Bildung kommt, dass also die Anleger selbst ein Verständnis dafür entwickeln müssten, was ihre Geldanlage betrifft. Da müssten wir ganz woanders ansetzen, eher im Bereich der Schule als beim KAGB. Immer mehr Regulierung kann nämlich auch dazu führen, dass Markteintritte unmöglich werden: Wird zu übergreifend reguliert, entstehen Oligopole. Das ist aus Anlegersicht auch problematisch.

Wie wird sich die ZBI zukünftig ausrichten? Wir werden keine geschlossenen Fonds mehr nach bisheriger ZBI-Konzeption auflegen und über freie Finanzintermediäre vertreiben. Die bestehenden managen wir seriös zu Ende. Das ist unser Ziel. Im Umkehrschluss bedeutet das jedoch, dass wir uns vorbehalten, wieder geschlossene Fonds aufzulegen, wo es denn Sinn ergibt. Da gibt es durchaus Ideen, die wir spannend finden, zum Beispiel „Manage to Green“-Ansätze, also die Transformation von Immobilien in Richtung Nachhaltigkeit. Dafür ist ein die Laufzeit begrenzen des Vehikel wie der geschlossene Fonds sehr interessant. Vertreiben würden wir ihn

»Das Konzept eines offenen Immobilienfonds passt besser in die aktuelle Marktphase.«

Jörg Kotzenbauer, ZBI

allerdings über die genossenschaftliche Finanzgruppe. Neue Produkte müssen sich bei uns an zwei Dingen ausrichten: dem Anlegerinteresse und den konkreten Immobiliennotwendigkeiten.

Aber dem Asset Wohnimmobilie werden Sie treu bleiben?

Dem wollen wir im Kern absolut treu bleiben, es ist ja auch vielfältig genug. Das heißt aber nicht, dass wir gewerbliche Objekte kategorisch ausschließen, sondern nur, dass wir unseren Schwerpunkt auf dem Thema Wohnen haben. Wir sehen in der Stabilität des Produkts und in der unverändert hohen Nachfrage nach Wohnraum nach wie vor gute Chancen. Die Art der Nachfrage wird sich verändern. Wir können uns zum Beispiel vorstellen, einer

immer älter werdenden Gesellschaft Immobilien mit Zusatzservices anzubieten, etwa mit Blick auf die Unterstützung im Haushalt oder bei der Pflege. Aber das fällt in unserer Betrachtung alles unter Wohnen. Hotel oder Shopping werden wir nicht angehen.

Wie sehen Ihre Szenarien aus, wie sich der Wohnimmobilienmarkt in nächster Zeit entwickeln wird?

Ich erwarte, dass wir noch einige Monate in dieser Phase verharren, in der Angebot und Nachfrage am Transaktionsmarkt noch nicht wieder so richtig zueinander kommen. Das liegt an den großen gleichzeitigen Umbrüchen, die der Markt derzeit durchläuft: Zinsumbruch, ESG, Digitalisierung – jeder für sich genommen ein Umbruch ohne historische Vorbilder. Es wird also noch ein bisschen dauern, bis diejenigen, die eine Immobilie haben, und die, die sich vorstellen können, eine zu kaufen, wieder dieselbe Sicht auf die Dinge haben. Das wird in der zweiten Jahreshälfte langsam anfangen und sich nächstes Jahr stabilisieren. Der Immobilienmarkt wird sich dann aber anders eingerichtet haben. Das heißt, es wird sicher nicht nahtlos so weitergehen wie in der letzten Boomphase. Die Objektwerte werden allerdings in der vollen Breite kaum zurückgehen, da die Nachfrage exorbitant ist, was auch politisch induziert ist. Die hohe Nachfrage nach Mietwohnungen wird folglich in weiter steigenden Mieten ein Ventil finden. Die Notwendigkeit für die Wohnungswirtschaft, sich für die Rendite rechtfertigen zu müssen, die man aus den Immobilien zieht, wird aber zunehmen.

Vielen Dank für das Gespräch.

TILMAN WELTHER **FP**

KURZ-VITA: Jörg Kotzenbauer

hat Jura und BWL studiert und war bei der Union Investment Leiter Konzernentwicklung, bevor er 2019 den Vorsitz der Geschäftsführung bei der ZBI in Erlangen übernahm.