



Michael F. Legnaro  
Geschäftsführer und Gründer



Martin Sander  
Geschäftsführer und Gründer

Agora Invest GmbH  
Mörsenbroicher Weg 200  
40470 Düsseldorf  
Germany

Telefon: +49-211 64 90 40 901

Fax: +49-211 64 90 40 909

Web: [www.agorainvest.de](http://www.agorainvest.de)

# Michael F. Legnaro und Martin Sander, Geschäftsführer und Gründer der Agora Invest GmbH, über die Assetklasse Immobilien

26.08.2016

Im Gespräch mit Michael F. Legnaro und Martin Sander, beide Geschäftsführer und Gründer der AGORA Invest GmbH, über Chancen, Potential und Risiken der Assetklasse Immobilien.

## **Herr Legnaro, bitte schildern Sie uns den Gegenstand des Geschäftes der Agora Invest.**

Die Agora Invest GmbH ist als unabhängiges Beratungsunternehmen aufgestellt. Aufgrund der aktuellen Niedrigzinsphase entwickeln wir alternative Investments für institutionelle Investoren, die einen verlässlichen und nachhaltigen Renditevorteil bieten. Daher fokussieren wir uns derzeit auf die Begleitung von „Asset Based Debt Finanzierungen“ für mittelständische Projektentwickler im Umfeld von Wohnimmobilien und an ausgewählten Standorten in Deutschland. Hierzu haben wir eine Fondsstruktur nach Luxemburger Recht initiiert, um Investoren eine diversifizierte Investitionsmöglichkeit in ein mit Besicherungen unterlegtes, liquides Immobilien-Asset zu geben.

## **Warum ist derzeit so ein Hype rund um die Assetklasse Immobilie?**

Die Immobilienpreise bei Wohnimmobilien sind nach unserer Einschätzung insbesondere durch die wachsende Nachfragenach modernem, energieeffizientem Wohnraum sowie durch reale Einkommenszuwächse und niedrige Zinsen getrieben. In vielen Standorten erleben wir einen deutlichen Nachfrageüberhang nach Innenstadtlagen, der die Preise bei dem nicht adäquaten Angebot treibt. Die Prognosen zeigen, dass wir durch die niedrigen Zuwachszahlen in der baulichen Genehmigung und Realisierung in den letzten Jahren einen Nachfragestau aufgebaut haben, der die nächsten Jahre den Trend unterstützen wird. Hinzu kommt, dass wir im internationalen Vergleich einen wachsenden Nachholbedarf bei eigengenutzten Objekten und den Preisentwicklungen haben, was auch vermehrt ausländische Investoren anzieht. Die Folgen des Brexit werden den deutschen Immobilienmarkt sicherlich nicht negativ berühren. Die andere Seite trifft die institutionellen Investoren. Aktuell gibt es im Bereich des klassischen erstrangigen „Debt Finance“ keine Renditen mehr, die eine auskömmliche Risikoprämie abbilden oder überhaupt eine Rendite abwerfen. Die Zinsstrukturkurven über alle Ratingklassen und Emittenten sind entweder negativ oder im historisch niedrigen Bereich. Die Investoren benötigen verlässliche und nachhaltige Renditen aus dem Bereich der alternativen Investments, um hier gegensteuern zu können. Hier bietet der Immobilienbereich aktuell eine interessante Alternative ab.

## **Sehen Sie Risiken oder Preisblasen am Horizont?**

Wir schätzen den deutschen Immobilienmarkt weiterhin als sehr robust ein und erwarten kurzfristig keine besonderen Risiken, zumal auch unsere Zinseinschätzung mittelfristig keine wesentliche Zinserhöhung sieht. Selbstverständlich müssen aber auf der Mikroebene die Preisentwicklung und auch die Preiserwartung beobachtet werden. Zudem müssen wir auch „Nein“ sagen können, wenn Überhitzungstendenzen an bestimmten Standorten oder Lagen erkennbar sind. Um den Preisgefahren zu begegnen, finanzieren wir ausschließlich auf der GIK-Ebene, also die Herstellungskosten der Immobilie, und erzielen durch die von uns gewählte Finanzierungsstruktur einen Risikopuffer von bis zu ca. 30% zum aktuellen Marktpreis einer Immobilie. Unsere Diversifikationsgrenzen auf den Ebenen Standort, Projektvolumen und Projektentwickler geben uns neben den klassischen Besicherungen weitere Sicherheiten, da Marktveränderungen hierdurch sehr gut abgefangen werden können.

## **Welche Formen von Investitionsvehikeln präferieren Sie bei Agora Invest und warum?**

Wir präferieren und befassen uns ausschließlich mit Kapitalanlagevehikeln, welche die Investorenbelange sowie aufsichtsrechtliche Regelungen optimal abdecken. Unsere Produkte oder „Vehikel“ müssen den Anforderungen der Investoren auf mehreren Ebenen begegnen. Dabei ist es sehr wichtig, dass sie eine verlässliche Mehrrendite, besonders im Bereich des „Fixed Income“ aufweisen. Außerdem schränken die aufsichtsrechtlichen Anforderungen wie beispielsweise die Anlagenverordnung bzw. Solvency II die Möglichkeiten ein, auch mit Sicht auf das zu unterlegende Risikokapital. Daher haben wir mit unseren Fonds „AGORA INVEST REM2 SICAV SIF-Residential“ für institutionelle und semi-institutionelle Investoren ein

aufsichtsrechtlich reguliertes Instrument geschaffen, welches eine breite Diversifikation von Projektentwicklungen hinsichtlich Größe und Wohnkonzepten, Standorten, Projektentwicklern und Laufzeiten bietet. Es führt die Komponenten Risiko, Rendite und Aufsichtsrecht zusammen. Aufgrund der besonderen Struktur ist bei einer Betrachtung nach Solvency II nur eine geringe EK-Unterlegung notwendig. Auch bei Investoren die der Anlageverordnung unterliegen ist eine optimierende Zuordnung in verschiedenen Anlageklassen möglich. Die Investitionsstrategie des Fonds ist die Bereitstellung von „Asset Based Debt Capital“ zur Umsetzung von Wohnimmobilienprojekten an ausgewählten Standorten in Deutschland und die Erzielung von laufenden Zinseinnahmen über die unterlegten, an der Börse notierten, Schuldverschreibungen. Also ausdrücklich kein Beteiligungskapital im Real Estate Equity-Bereich mit einem nicht definierten Exit und den typischen Immobilieneigentümer-Risiken. Dieses Alleinstellungsmerkmal führt zu den vorher genannten aufsichtsrechtlichen Einordnungen und bewirkt, dass aus einem vom Grundsatz her illiquiden Immobilienengagement ein liquides Asset mit einer Kündigungsfrist von 120 Tagen und einer Fixed-Income-Ausrichtung wird.

### **Herr Sander, in welchen Nutzungsarten, Sektoren und Regionen sind Sie unterwegs?**

Wir bewegen uns aktuell ausschließlich an ausgewählten Standorten in Deutschland mit einem klaren Fokus auf die A-Städte und ausgewählte Landeshauptstädte mit positiven Bevölkerungszahlen. An diesen Standorten begleiten wir ausschließlich Projekte zur Schaffung von neuen Wohnimmobilien, die bereits einer positiven Vermarktung zugeführt sind. Hier liegt unser Ziel bei einer Vorvermarktungsquote von 50%. Die von uns begleiteten Projekte haben eine maximale Laufzeit von 36 Monaten, wobei unser Portfolio aktuell eine „Duration“ von 20 Monaten aufweist und ein GIK-Volumen von 10 bis max. 80 Mio. Euro. Hierbei unterscheiden wir zwischen Neubauprojekten und sog. Refurbishment- Projekten. Alle unsere Projektentwickler müssen in dem lokalen Marktumfeld und Standort einen positiven Track Record ausweisen, einen positiven betriebswirtschaftlichen Hintergrund haben hinsichtlich Eigenkapitalanforderungen und laufender Zinsdienste. Zudem müssen sie einen Gesamtfinanzierungsplan vorlegen, was die Zusage der Seniortranche voraussetzt.

### **Was sind die genauen Renditetreiber nach Ihrer Meinung?**

Die aktuelle und seit 2008 anhaltende Marktsituation stellt sich so dar, dass sich die traditionellen Mezzanine- Kapitalgeber, wie z.B. die Banken aus verschiedenen Gründen, aber insbesondere aufgrund aufsichtsrechtlicher Anforderungen, zunehmend aus diesem Segment verabschiedet haben und die Projektentwickler nunmehr sehr hohe Eigenkapitalquoten einbringen müssen oder diese durch alternative Finanzierungsformen als EK-Ersatz oder Mezzanine darstellen. Der Markt bietet für dieses Kapital aktuell Risikoprämien, die abhängig vom Besicherungsgrad mehr als 600 Basispunkte über den historischen Größen liegen, ungeachtet der niedrigen Ausfallwahrscheinlichkeiten und der positiven Entwicklung des deutschen Immobilienmarktes. Diese Marktsituation verschafft unserem Portfolio im Fonds eine Rendite von durchschnittlich 10% bei einer durchschnittlichen Laufzeit der Investments von 20 Monaten. Dies entspricht einer Mehrrendite von über 7% gegenüber z.B. einer Direktinvestition in Immobilien, also in der gleichen Asset-Klasse.

### **Wie hoch ist denn die Rendite in Ihren bestehenden Konzepten?**

Aufgrund der besonderen Anforderungen im Projektentwicklungsgeschäft sind unsere Anleiheinvestitionen mit einer Gesamtrendite von 8,0% bis 12,0% ausgestattet. Die Konditionen werden passgenau zu dem Projektplan abgestimmt. Um das Ganze zu veranschaulichen nenne ich Ihnen gerne die realen Erfolge des Fonds mit einer Ausschüttung in Höhe von 25,66 Euro pro Anteil im Rumpfgeschäftsjahr 2015 und im Jahr 2016 in Höhe von 53,00 Euro, was einer Ausschüttungsrendite von 5,13% entspricht. Diese Werte entsprechen einer Wertsteigerung des Gesamtfonds von 9,65% per Juli 2016.

### **Was ist Ihr Verständnis von Risikomanagement im Immobilienfondsgeschäft und können Sie dieses operativ gewährleisten?**

Wir haben ein konservatives Verständnis von Risikomanagement. Die hohen angebotenen Prämien bzw. Zinsen dürfen nicht zu einer Komfortzone werden, auch wenn die niedrigen Ausfallwahrscheinlichkeiten und die vorhandenen Sicherheiten von Grundschuld oder Schuldanerkenntnis dazu verleiten könnten. Daher werden alle Prozessschritte bis zur Vergabe der Investitionsmittel in einem strikten Vier-Augen-Prinzip unter Einschaltung unserer externen Partner umgesetzt. Hierbei arbeiten wir mit einem 3-stufigen Prüfprozess, der KWG-Konformität hat. Hierdurch gewährleisten wir eine auf mehreren Ebenen verlässliche Due-Diligence und entfernen uns von s.g. Einzelentscheidungen innerhalb einer Fondsstruktur. Dieses Alleinstellungsmerkmal prägt, auch aufgrund unserer Finanzerfahrungen im Bankbereich und unserer

Verantwortung für unsere Investoren, den Entscheidungsprozess für unser Portfolio. Nach der Anlageentscheidung erfolgt eine laufende Projektüberwachung. Auch hierbei greifen wir bei Bedarf auf externe Partner zurück.

### **Mit welchen Partnern arbeiten Sie zusammen?**

Im Rahmen des Fonds arbeiten wir mit der VP Fund Solutions in Luxemburg als Verwaltungsstelle zusammen. Die Zahlstelle ist die VP Bank in Liechtenstein, während als Wirtschaftsprüfer die Deloitte in Luxemburg bestellt wurde. Wir konnten somit für die Fondsadministration renommierte und starke Partner gewinnen. Als Anlageberater für den Fonds steht uns mit der AVANA Invest, München, ebenfalls eine angesehene, mit Real Assets vertraute und von der Bankenaufsicht überwachte Gesellschaft als Partner zur Verfügung.

### **Haben Sie in Ihrer beruflichen Vergangenheit immer positive Erfahrungen im Immobiliengeschäft gemacht?**

In der unserer Zeit im Bankbereich haben wir sowohl die Immobilienblase in den USA als auch in Teilmärkten Europas hautnah miterlebt. Die Zeiten waren geprägt von Übertreibungen bzw. Marktüberhitzungen auf Seiten der Immobilienpreise als auch bei den Kapitalinvestoren. Daraus und aus den Erfahrungen in den 90er Jahren mit den Entwicklungen in den neuen Bundesländern ziehen wir unsere Lehren. Außerdem nutzen wir ein aktives Risikomanagement für unsere Fondsstruktur sowie die Projektseite. Dies bedeutet, dass wir nur in kurzfristigen Zyklen, sprich Projektentwicklungen bis max. 36 Monaten begleiten und ein auf 3 Ebenen stark diversifiziertes Portfolio vorhalten.

### **Gibt es unter dem KAGB immer noch schwarze Schafe im Immobiliengeschäft?**

Es ist für uns zwingend, die Akteure auf dem Immobiliensektor genau zu beobachten und unsere Einschätzung auch aus der Verantwortung für die Investoren ständig zu evaluieren. Neben den sehr positiven Berufserfahrungen der drei Gründungsgesellschaftern mit insg. mehr als 90 Jahren in verantwortlichen Positionen im Bank- und Fondssektor haben wir auch miterlebt, dass sich Einschätzungen und Entwicklungen schnell umkehren können. Unser kurzes Intermezzo bei der WGF AG hat dies z.B. aufgezeigt. In der Zeit unserer Berührung mit der WGF in 2010/2011 hatten die Anleihen der Immobiliengruppe u.a. ein Rating im „Investmentgrade“, einen mit renommierten Finanz- und Rechtsspezialisten besetzten Aufsichtsrat und die WGF galt als ein auf Wachstum fokussiertes Real Estate Unternehmen. Noch im Mai 2011 hat das Unternehmen von der BaFin die Genehmigung für eine Immobilien-KVG erhalten und damit eine neue Ausrichtung auf institutionelle Investoren, an der wir mit weiteren Kollegen mitgearbeitet haben, vorgenommen. Nach unserem Weggang im Oktober 2011 steht das Unternehmen, jetzt nach mehr als 4 Jahren vor der Insolvenz. Auch diese Erfahrung haben wir entsprechend bewertet und eingeordnet. Daher ist die laufende – auch betriebswirtschaftliche Überprüfung – der Projektpartner und deren Bonität und Management-Kompetenz, neben dem einzelnen Projekt und seiner Besicherung, ein festes Element unseres Prüfprozesses.

### **Was sind in Ihren Gesprächen mit institutionellen Investoren die dominierenden Themen, wo sind die größten Baustellen?**

Die Investoren haben aufgrund der aktuellen Zinsverschiebungen fast alle ein Problem auf der Fixed Income Seite. Zudem sind die aufsichtsrechtlichen Regelwerke deutlich verschoben worden, was zu neuen Fragen in der Zuordnung oder dem notwendigen Risikokapital führt. Das heißt, der Spielraum alternative Anlagen vorzunehmen ist neben der Zinslandschaft enger geworden. Darauf haben wir reagiert, indem wir eine risikominimierte Struktur – hohe Diversifikation, kurze Laufzeiten, hohe Kupons - aufgebaut haben und über unsere Portfoliostruktur „Fixed Income“ Einnahmen für die Investoren erwirtschaften.

### **Herr Legnaro, Herr Sander, ich bedanke mich für dieses Gespräch.**

© 2016 - Michael F. Legnaro und Martin Sander, Geschäftsführer und Gründer der Agora Invest GmbH, über die Assetklasse Immobilien - Kapitalerhöhungen.de