

Dr. Stephan Kloess

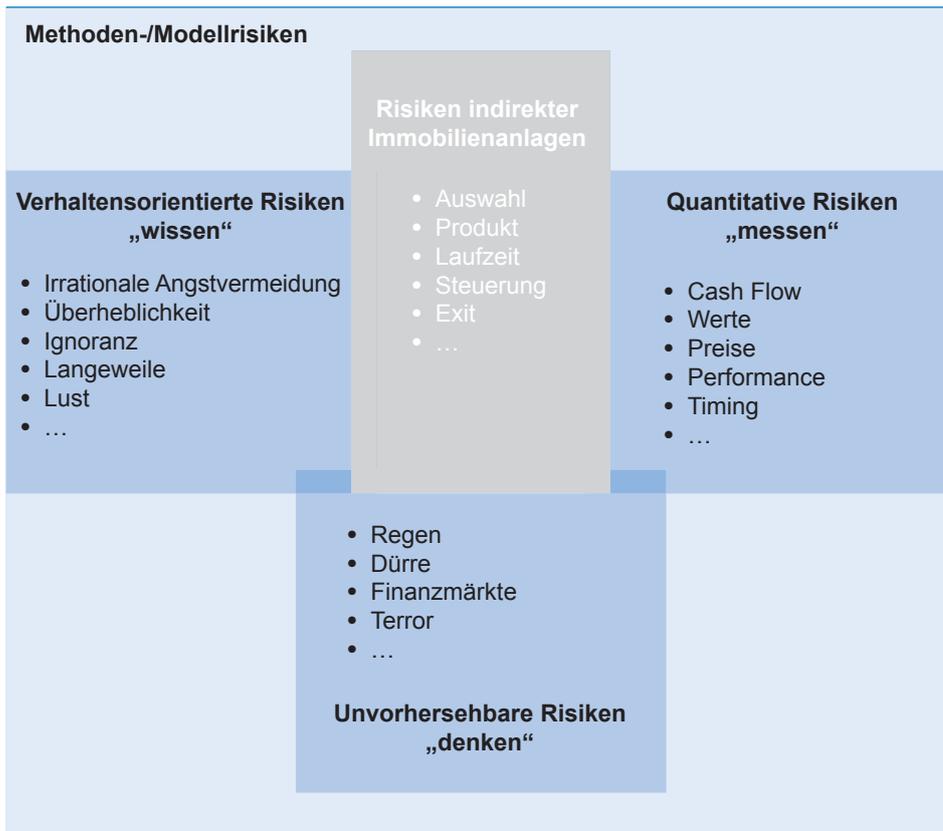
# Controlling indirekter Immobilienanlagen unter Risikoaspekten

*Risikobetrachtungen lassen sich in zwei Betrachtungsweisen unterteilen: Zum einen in analytisch herleitbare messbare Überlegungen, die sich in Kennzahlen fassen lassen. Zum anderen bedeutet Risiko im Endeffekt Überraschung, in Form von Ereignissen, die sich vorab nicht auf einfachen Wegen analytisch herleiten lassen. Eine Vergangenheit, in der die prognostizierten den tatsächlich erreichten Renditen und Ausschüttungen entsprechen, ist eben Vergangenheit und damit nicht in die Zukunft extrapolierbar. Viele Ereignisse der letzten Jahre haben uns gelehrt, dass das eintretende Risiko meist Quellen hat, die wir vorher als Analysten, Investoren, Volkswirte, Professoren oder auch als Gesellschaft nicht als mögliche Quelle „gedacht“ haben. Bei indirekten nicht gelisteten Immobilienanlagen existieren zahlreiche dieser Quellen, die Ursache für Risiken sind, deren Eintritt eigentlich vermieden werden sollte. Im folgenden Artikel wird die indirekte nicht gelistete Immobilienanlage auf diese Quellen hin untersucht.*

Im letzten Zyklus haben institutionelle Investoren hinsichtlich ihrer internationalen indirekten Immobilienanlagen erfahren müssen, dass diese Anlageform Risiken enthält, die vorher in der Form nicht bekannt waren und vorab auch nicht für möglich gehalten wurden. Der eine oder andere Investor denkt mit Blick auf die künftige Allokation über diese Art von Investitionen in grundsätzlicher Art nach. Im Ergebnis haben Märkte in Form von Regionen und Sektoren nicht das gehalten, was Initiatoren und Investoren sich davon versprochen haben. Zahlreiche Assetmanager haben nicht das gehalten – oder konnten auch nicht halten – was sie ihren Investoren versprochen haben. Und im Ergebnis hat die Diversifikation innerhalb der Immobilienanlagen und auch zwischen Immobilienanlagen und anderen Assetklassen nicht das geleistet, was ursprünglich erwartet wurde.

Die Erfahrungen im Einzelnen sind vielfältig. Die Quellen für Risiken sind sowohl einzeln als auch in verschiedenen Kombinationen sichtbar geworden.

**Business-Modelle der Assetmanager:** Die Business- und damit auch die Fee-Modelle von Assetmanagern sind häufig so gestaltet, dass Transaktions- und Performancehonorare einen wesentlichen Bestandteil des Honorarvolumens ausmachen. Oder anders formuliert, funktionieren diese Businesspläne bei einigen Assetmanagern ohne diese Bestandteile nur kurzfristig. Aus Sicht der Investoren jedoch sollte der Assetmanager Art und Zeitpunkt der Investition unabhängig von seinem Honorierungsmodell umsetzen. Zu beobachten war, dass zur „Unzeit“ eingekauft wurde oder die Assetmanager mit den angekauften Objekten einen „Style-Shift“ im Risk/Return-Profil vorgenommen haben. Das heißt, dass

**Abbildung 1: Risikoarten**

Quellen: Eigene Darstellung entwickelt aus  
 Cube, Felix v.: Gefährliche Sicherheit, 1990;  
 Taleb, Nassim N.: Der Schwarze Schwan, 2007

Profil bei Objekten eingekauft wurden, die so in der Anlagestrategie des Produktes nicht vorgesehen waren.

**Timing:** Timing spielt auch bei dieser Art der Anlage eine nicht zu unterschätzende Rolle. Zum einen ist aus einer immobilienökonomischen Betrachtung hinsichtlich Region, Sektor, Angebot und Nachfrage im spezifischen Markt eine Beurteilung über den Zeitpunkt im Zyklus vorzunehmen. Zum anderen sind die Zeiträume zu betrachten, die von der Auswahl der Assetmanager bis zum Commitment und dann bis zur vollständigen Investition vergehen. Im Ergebnis kann festgestellt werden, dass bei dieser Anlageform der Gesamtzyklus unterschätzt wurde. Darüber hinaus sind Auswahl- und Investmentprozesse in Zusammenhang mit dem Zyklus des underlying assets zu bringen.

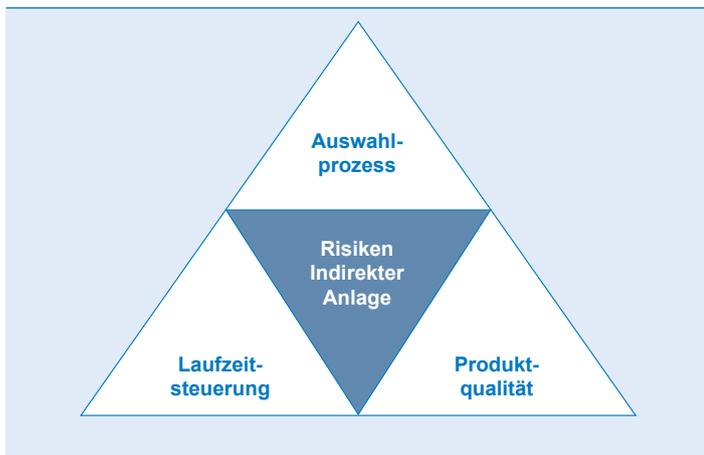
**Steuerung der Investitionen:** Eine der Motivationen, in indirekte Immobilienanlagen zu investieren, war, dass der für die Steuerung der Produkte notwendige Aufwand weit geringer ist als der für Direktinvestments. In den letzten 10 Jahren hat das Verhalten der Produkte und ihrer Manager deutlich gezeigt, dass eine Steuerung aus der zweiten Reihe oder bei „remote control“ der Komplexität der Anlageform und damit auch ihren Risiken nicht gerecht wird. Hiermit stellen sich auf Seiten der Investoren Fragen nach möglichen geeigneten Organisationsformen, Teamgrößen, Kompetenzen und der Aufgabenteilung.

**Diversifikation:** Zwei Entwicklungen haben im Wesentlichen dazu beigetragen, dass die Diversifikation nicht mehr ihre volle Vorteilhaftigkeit in Phasen des Abschwungs entfalten kann. Erstens sind

die Mittelflüsse, die für Immobilienanlagen zur Verfügung stehen inzwischen weltweit verfügbar und damit nicht nur mobil, sondern geradezu flüchtig, wenn die Investoren der Auffassung sind, dass die Mittel woanders effizienter allokiert werden könnten. Zweitens hat die „Verheiratung“ der Finanz- mit der Immobilienwelt eine Vielzahl von Produkten und Innovationen hervorgerufen, die die Immobilienanlageprodukte viel näher an das Kapitalmarktgeschehen gebracht haben. Darüber hinaus spielt die Verhaltensorientierung auf Seiten der Investoren eine große Rolle. Die Kurzfristigkeit der Märkte und die Kurzfristigkeit der Investoren befördern sich gegenseitig, allerdings in Zeiträumen, die der Charakteristik von Immobilienanlagen nicht entsprechen. Hieraus resultiert auch nach wie vor einer der Vorteile der nicht gelisteten Immobilienanlageprodukte.

**Transparenz:** Sollen indirekte Immobilienanlagen ein wesentlicher und erfolgreicher Bestandteil der Allokation in der Anlageklasse Immobilien sein, so sind die Investoren aufgefordert, die vorhandene Komplexität dieser Anlageform für sich zu reduzieren und steuerbar zu gestalten. Künftig wird dies zu höheren Anforderungen an die Transparenz der Produkte und ihr Management führen. Investoren werden hinsichtlich systematischen Reportings genaue Vorstellungen bzgl. Breite und Tiefe entwickeln sowie darüber hinaus Ansprüche hinsichtlich einer ereignisbezogenen Berichterstattung formulieren.

Weiterführend wird in Zukunft die Vergleichbarkeit aller im Portfolio befindlichen Immobilienanlagen im Fokus stehen. Der Vorteil der Diversifikation wird alleinig nicht mehr als Begründung ausreichen,



**Abbildung 2:**  
**Strukturierung Risikobereiche indirekter Immobilienanlagen**

in verschiedene Formen zu investieren. Jede Anlageform, jeder Assetmanager, jedes Produkt wird am spezifischen Leistungsansatz beurteilt werden. Dieser wird für künftige Allokationsentscheidungen herangezogen werden.

Die größte Gefahr geht bei der Diskussion um Risiken von der ihnen innewohnenden Unsicherheit aus. Um diese zu reduzieren, gilt es, sich bzgl. des Gegenstandes Sicherheit zu erarbeiten. Diese schützt zwar nicht vor dem Eintritt jedweden Risikos, hilft aber, Risiken zu reduzieren, weil sie besser eingeschätzt und beurteilt werden können. Weiterhin werden verhaltensorientierte Risiken reduziert, da Know-how, dessen Verarbeitung und die Entwicklung einer eigenen Meinung Unabhängigkeit in der Einschätzung von Risiken gewährleistet und damit die Sicherheit in der Beurteilung erhöht. Aufgabe ist es, Risiken im Rahmen der Steuerung zu identifizieren, um ...

- ... planen zu können und nicht einfach extrapolieren zu müssen. Das beinhaltet die Entwicklung und das Infragestellen von Annahmen und Modellbildung,
- ... messen zu können – nicht das Ausmaß des Risikos, sondern dessen Auswirkung,
- ... reduzieren zu können – nicht unbedingt die Daten, sondern die Komplexität,
- ... interpretieren zu können, um nicht auf einer deskriptiven Beschreibung, sondern auf einer Bedeutung des Inhaltes aufzusetzen,
- ... vorhersagen zu können – nicht basierend auf dem Rückblick, sondern in der Vorschau.

Hierbei sind die unterschiedlichen Arten, Quellen und Ausprägungen von Risiken zu berücksichtigen. Eine Übersicht gibt die Abbildung 1.

Das Feld der „Unvorhersehbaren Risiken denken“ ist ein Platzhalter für alle Risiken, die nicht offensichtlich auf der Hand liegen, aber durchaus eintreten können. Hierbei ist die Arbeit mit Wahrscheinlichkeiten trügerisch, da diese Arten von „Restrisiken“ durch die Höhe der Eintrittswahrscheinlichkeit und sprachlich durch das Wort des Restrisikos diminuiert werden. In unserem Bewusstsein wird das Risiko automatisch „weiter hinten“ abgelegt. Häufig sind

die von uns im „Heute“ als undenkbar klassifizierten Risiken früher schon einmal eingetreten. Vielleicht nicht in den originalen heutigen Umständen, aber sie sind als Risiko bereits eingetreten. Beispielsweise sind bei der Beurteilung von indirekten Immobilienanlageprodukten Risiken aus der Anlage von Liquidität in Geldmarktfonds oder Staatsanleihen vor einigen Jahren nicht betrachtet worden, weil sie keine Risiken beinhalteten. In beiden Fällen durften wir entdecken, dass beiden Instrumenten Risiken innewohnen, die deren riskoadäquates Pricing in bestimmten wirtschaftlichen Umfeldern in Frage stellen. Es ist eben die Extrapolation aus der Vergangenheit, die unter Umständen extrem weit neben der dann eintretenden Wirklichkeit liegt.

Um die Komplexität bei indirekten nicht gelisteten Immobilienanlagen zu strukturieren, bietet es sich an, wesentliche Themen heranzuziehen, die in Abbildung 2 abgebildet sind.

Grundgedanke, den Auswahlprozess hier aufzunehmen, ist die Tatsache, dass der Investor eine „Ehe auf Zeit“ eingeht und er für die Zusammenarbeit in diesem Zeitraum möglichst viele inhaltliche und verhaltensorientierte Themen prüfen muss. Aus diesem Grund kann und darf ein Auswahlverfahren kein Commodity sein, sondern ist auf den Investor, die Anlagestrategie und die zur Auswahl stehenden Manager zugeschnitten. Dass es ein übergeordnet standardisiertes Verfahren in dem Sinn gibt, dass definierte Meilensteine immer zu prüfen und zu beurteilen sind, ist selbstverständlich. Nur darf die Checkliste oder der Standardprozess nie die Hoheit über den Inhalt erlangen. Themen wie Timing des Produktes und des Investmentprozesses, Track record des Teams, Analyse der Laufzeiten der Produkte, Alignment of interests und viele Themen mehr stehen hier im Mittelpunkt.

Bei der Beurteilung der Produktqualität ist u.a. das Zusammenspiel immobilienökonomischer, gesellschafts- und steuerrechtlicher sowie gestaltungsrechtlicher Kompetenz von entscheidender Bedeutung. Konstruktionsmerkmale, die den Assetmanager gegenüber dem Investor bevorzugen, sind mit Argwohn zu betrachten. Stimmen Erfahrungen des Teams mit der Strategie des Produktes überein? Was passiert, wenn das Fundraising stockt? Kann sich der Fund, also das Vermögen respektive die Investoren, vom Assetmanager trennen? Wenn ja, wie und wie hoch sind die Hürden, die hier aufgebaut werden? Ist die Gesellschaftsform auf die Ziel-Investoren ausgerichtet oder auf den Assetmanager? Besteht ein Investment Committee, und wenn ja, wie ist es ausgestaltet – rein informativ (passiv) oder beratend (aktiv)? Diese Fragen haben zum Ziel, die Risiken hinsichtlich der Qualität des Produktes zu reduzieren bzw. potentielle Quellen für Risiken zu identifizieren.

Bei der Laufzeitsteuerung gilt es, den eigenen Anspruch an die Steuerung der Anlageform zu beantworten. Ist es das Ziel, als Investor die Leistung des Assetmanagers eng zu begleiten oder mit einem gewissen Zeitabstand die Reportings des Assetmanagers für sich umzusetzen? Aktive Steuerung bedeutet, dass die Umsetzung der Produktstrategie eng verfolgt wird. Es bedeutet auch, dass der Investor sich nicht auf die reine Kenntnisnahme des Er-

gebnisses verlässt (Principal-Agent-Theorie), sondern bereits bei der Entstehung der Leistung beobachten kann, ob der Assetmanager das vereinbarte/versprochene Ziel erreicht. Letztendlich geht es um die Steuerung treuhänderisch zu verwaltender Gelder. Dies kann nur zum Schluss führen, dass aus Sicht des Investors er alle Rechte hat und aufgefordert ist, alle Massnahmen zu ergreifen, die das avisierte Ergebnis sicherstellen. Da der Auswahlprozess diese Intensität naturgemäß nicht haben kann, bietet es sich an, die operative Arbeit eng zu begleiten. Über die aktuelle Ergebnissicherung kann darüber hinaus sichergestellt werden, dass eine transparente Beurteilung des Assetmanagers im Falle einer nächsten zu fällenden Allokationsentscheidung vorliegt.

Aufgabe des Investors ist es, über seine indirekten Immobilienanlagen eine Reihe an Fragen zu beantworten, die sich aus dem einzelnen Produkt in der Form unter Risikoaspekten nicht ergeben. Beispielsweise:

- Ist es möglich, eine Gesamtrendite über alle Immobilienanlagen auszuweisen?
- Ist es möglich, über alle Anlagen die Anzahl aller Quadratmeter in Paris auszuweisen?
- Ist es möglich, die unterschiedlichen Assetmanager bzgl. ihrer Einkaufsleistung auf Objektebene zu vergleichen?
- Ist es möglich, eine x%ige Verkehrswertreduktion in einem Land zu simulieren und die Auswirkung auf die Gesamtpformance auszuweisen?
- Ist es möglich, potentielle Klumpenrisiken auf der Mieterseite zu identifizieren?
- Ist es möglich, die Abwertung einer Fremdwährung in Kombination mit der Erhöhung der Cap Rate auf die Performance zu simulieren?

Dieser Fragenkatalog ließe sich beliebig weiter fortsetzen. In all diesen Sachverhalten ruhen unter Umständen Risiken, die, bevor sie gemessen werden, erst einmal entdeckt und beschrieben werden müssen. In einem zweiten Schritt sind mögliche Ausprägungen zu messen. Erst dann wird sichtbar, ob ein nennenswertes Risiko vorliegt oder nicht. Darüber hinaus können die Informationen für die Beurteilung des einzelnen Assetmanagers genutzt werden. Über die Zeit ist es möglich, einzelne Stärken und Schwächen bzgl. Einkauf, operatives Management, Reporting usw. unter den Assetmanagern zu vergleichen. Auch ein Vergleich mit einer Peer Group ist nicht nur sinnvoller, sondern überhaupt erst möglich. Für die Beurteilung des Erfolgs der Anlageform ist es wesentlich zu

wissen, auf welcher Ebene der Erfolg generiert wurde: im Objekt, im Portfolio, auf Ebene des Vehikels (bspw. Fonds) oder in der Diversifikation auf Ebene des Investors. Risiken innerhalb dieser Ebenen lassen sich nicht in einer Zahl messen und ausdrücken. Spezifische Risiken sollten nicht in einer Zahl vermischt werden. Was spricht dagegen, das Risiko einer indirekten Immobilienanlage mit drei verschiedenen Zahlen zu messen? Einzig und allein die Tatsache, dass drei Zahlen den Betrachter nicht ohne Umwege zu einem Ergebnis führen. Der Weg zum Ergebnis führt über die Einschätzung und Abwägung der drei Aussagen, die zusammengesetzt und interpretiert werden müssen. Wichtig zu berücksichtigen sind hierbei die eigenen Zielprioritäten sowie die wechselseitigen Beziehungen der Risiken untereinander. Risiken sind nicht addierbar, sondern können sich gegenseitig verstärken, reduzieren oder im besten Fall eliminieren.

Letztendlich ist Risiko keine Frage von Prinzipien, sondern eine Frage der Prioritäten. In der Folge gilt es,

- mögliche Quellen zu identifizieren,
- Transparenz in den Inhalten herzustellen,
- die Art des Erkenntnisgewinnes zu prüfen,
- Annahmen zu hinterfragen,
- sich den Inhalt der eingesetzten Methoden zu eigen zu machen,
- die Risiken in den Ebenen: Auswahl, Produktqualität und Steuerung über die Laufzeit zu identifizieren und zu beschreiben und
- den Aufwand für Erfassung und Messung im Hinblick auf den Erkenntnisgewinn im Blick zu haben.

Im Ergebnis bleibt Risiko unvorhersehbar, das ist seine Natur. Dem Charakter des Risikos kann man sich nähern, indem man versucht, das „Udenkbare“ zu denken, nicht um dann in einer Art „anfänglicher Unmöglichkeit“ zu versinken, sondern eine eigene Einschätzung bewusst zu treffen. Das Motto sollte sein, nicht das Risiko zu vermeiden, sondern es im definierten Maße bewusst einzugehen. Hierbei wünsche ich Ihnen viel Erfolg.

---

**Der Autor:**

**Dr. Stephan Kloess**

KRE KloessRealEstate, Gründer

Waechlenstr. 25

8832 Wollerau Schweiz

Tel.: +41 (00)43 2108506

E-Mail: s.kloess@kloess.ch

---