

Moderne Steuerungsinstrumente in der Immobilienbranche

Risikomanagement im Immobilien Asset Management

Der DIX Deutsche Immobilien Index hat 2005 bezogen auf den Total Return nach einem fünfjährigen Abwärtstrend den Tiefststand der letzten zehn Jahre markiert (Vgl. ► **Abb. 01**). Besonders stark war das Bürosegment betroffen. Aufgrund von umfangreichen Abwertungen und Leerständen von nahezu 20 Prozent musste in diesem Segment 2005 mit -0,7 Prozent erstmals ein negativer Total Return hingenommen werden. Gleichzeitig ist die Nettoabsorption von Flächen auf ein minimales Niveau gesunken. Neu- oder Anschlussvermietungen sind oftmals nur noch unter erheblichen Zugeständnissen bei den Mietkonditionen, Gewährung von mietfreien Zeiten oder Übernahme von Umbaukosten möglich. Vor diesem Hintergrund haben viele institutionelle Immobilieninvestoren und Asset Manager den hohen Stellenwert eines modernen Risikomanagementsystems als Steuerungsinstrument erkannt, das Chancen und Risiken eines Portfolios systematisch erfasst und analysierbar macht.

Besonders hart hatte die Entwicklung die Offenen Immobilienfonds getroffen. Da die Anleger ihre Anteilscheine hier kurzfristig zurückgeben dürfen, steht den langfristig in Immobilien gebundenen Geldern eine kurzfristige Refinanzierung gegenüber. Der mit dem Rückgang der Renditen unter Geldmarktniveau einsetzende massive Mittelabfluss (Vgl. ► **Abb. 02**) verschärfte so die ohnehin schwierige Marktsituation und brachte die vermeintlich sichere Immobilieninvestition und das Produkt Offener Immobilienfonds ins Gerede.

Das Krisenmanagement fiel dabei unterschiedlich aus. Einzelne Anbieter wirkten drohenden Fondsschließungen und dem damit verbundenen Vertrauensverlust bei den Anlegern durch massive Stützungsmaßnahmen entgegen. Der Verzicht auf Gebühren, die Aufnahme zurückfließender Anteilscheine in den Eigenbestand und das Herauskaufen von Objekten mit hohem Abwertungspotential sind Beispiele hierfür. Demgegenüber setzte Ende 2005 mit dem Grundbesitz-Invest der DB Real Estate erstmals ein Fonds vorübergehend die Anteilscheinrückgabe aus und löste ein panikartiges Abziehen von Investorengeldern im 1. Quartal 2006 aus.

Mittlerweile hat sich die Stimmung wieder etwas aufgehellt. Neben den vielfach durchgeführten Abwertungen tragen hierzu auch ausländische Investoren bei, die auf dem derzeitigen Bewertungsniveau günstige Einstiegsmöglichkeiten sehen. Selbst den Offenen Immobilienfonds sind

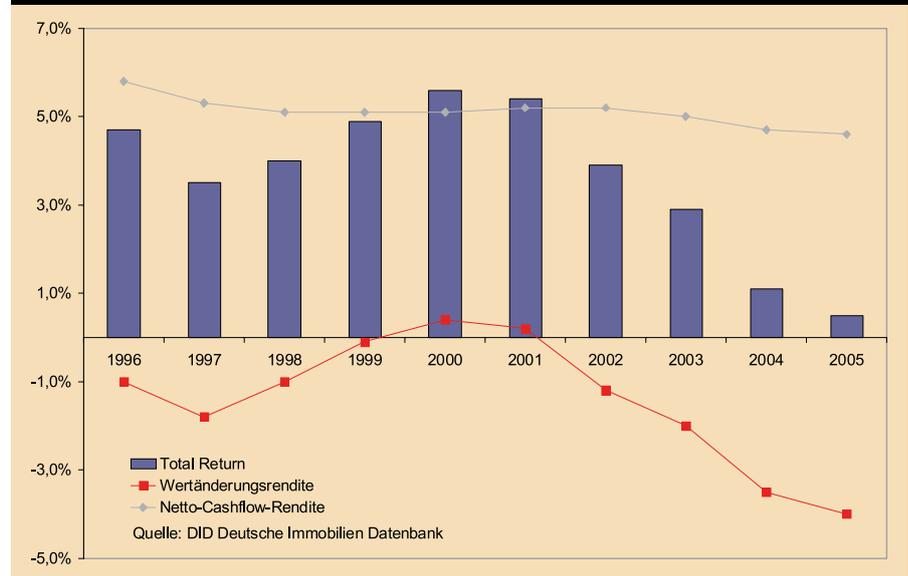
im Juni 2006, unterstützt durch steigende Renditen und Korrekturen an den Aktienmärkten, per Saldo wieder 220 Mio. EUR zugeflossen.

Spätestens jetzt ist der Zeitpunkt gekommen, die Lehren aus der Krise zu ziehen und die Steuerungsinstrumente den veränderten Rahmenbedingungen anzupassen. Viele institutionelle Immobilieninvestoren und Asset Manager haben in diesem Zusammenhang vor allem den hohen Stellenwert eines modernen Risikomanagementsystems erkannt, das Chan-

cen und Risiken eines Portfolios systematisch erfasst und analysierbar macht.

Die hierfür notwendigen Methoden und Ansätze sind in der Branche bisher nur eingeschränkt vorhanden und oftmals auf Spezialthemen wie Projektentwicklung reduziert. Verbunden mit einem größer werdenden externen Druck durch Gesetzgeber, Aufsichtsbehörden oder Ratingagenturen, gilt es, die Herausforderung Risikomanagement im Immobilien Asset Management jetzt anzugehen.

Entwicklung des Total Returns und seiner Komponenten Wertänderungsrendite und Netto-Cashflow-Rendite für den DIX Deutsche Immobilien Index unter Berücksichtigung aller Bestandsobjekte ► **Abb. 01**



Herausforderungen

Bei der Konzeption und Implementierung eines modernen Risikomanagementsystems stehen die Unternehmen einer Vielzahl von Fragestellungen gegenüber:

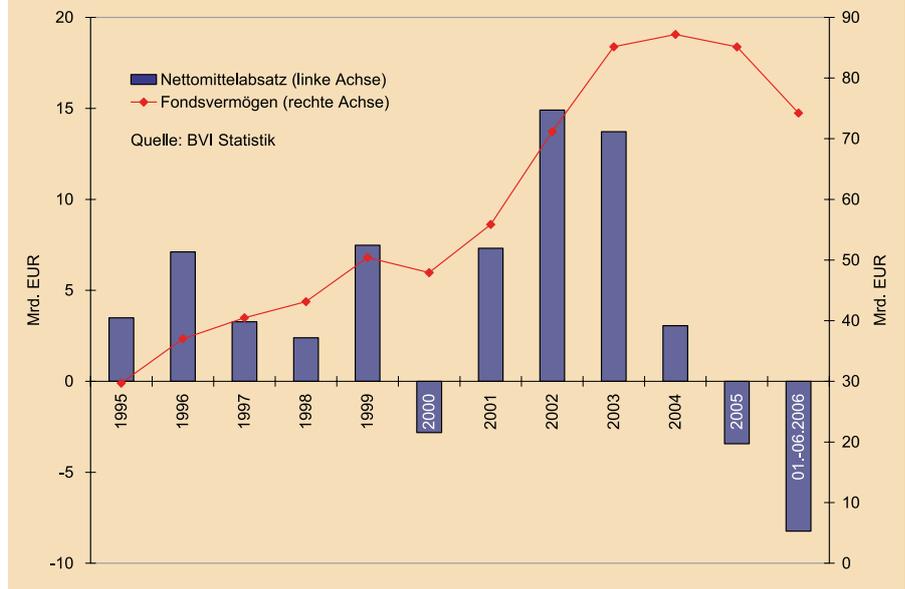
- Wie kann auf Basis der vielfach vorliegenden umfangreichen Risikokataloge eine möglichst überschneidungsfreie und praktikable Strukturierung der wesentlichen Risiken vorgenommen werden?
- Welche Methoden und Verfahren sind zur vollständigen Abdeckung aller wesentlichen Risiken notwendig? Können schon bestehende Lösungsansätze genutzt werden?
- Welche Implikationen hat die Portfoliobildung auf die Risikosituation und was bedeutet dies für die eingesetzten Methoden?
- Welche Rollen und Verantwortlichkeiten sollten festgelegt werden und wie lassen sich neue Aufgaben sinnvoll verteilen?
- Wie sieht ein an den Bedürfnissen der verschiedenen Adressaten orientiertes Reporting aus? Lassen sich die neuen Reportinginhalte in das bestehende Reportingsystem integrieren?
- Ergeben sich neue Anforderungen im Hinblick auf die vorzuhaltenden Daten sowie die DV-Unterstützung?

Eine pauschale Beantwortung dieser und weiterer Fragen ist aufgrund der stark unterschiedlichen Geschäftsaktivitäten und Geschäftsstrukturen in der Immobilienbranche nicht möglich. Die Ausgestaltung des Risikomanagementsystems hängt neben dem Geschäftsumfang daher insbesondere von der Beantwortung der folgenden Fragestellungen ab:

- Wie wird die Immobilieninvestition durchgeführt (Direktanlage, Offener oder Geschlossener Fonds, Immobiliengesellschaft, REITs etc.)? Welche (rechtlichen) Rahmenbedingungen sind mit dem Durchführungsweg verbunden?
- Für wen wird die Immobilieninvestition durchgeführt (eigenes Unternehmen/Konzern, andere institutionelle Investoren, Privatkunden)?
- Welche Ziele werden mit der Immobilieninvestition verfolgt (maximaler Total Return, konstante und hohe Netto-Cash-flow-Rendite, minimales Überschuss-

Entwicklung von Nettomittelabsatz und Fondsvermögen für Offene Immobilienfonds in Deutschland

► Abb. 02



niveau gegenüber dem Marktwert vorhandener Verbindlichkeiten etc.)?

- Was sind die Investitionsschwerpunkte (Nutzungsarten, Länder und Regionen, Objektqualität etc.)?

Vorgehen bei der Konzeption eines modernen Risikomanagementsystems

Unabhängig vom Wesen der Immobilieninvestition werden nachfolgend wichtige Schritte bei der Konzeption eines modernen Risikomanagementsystems vorgestellt.

Ist-Analyse des Risikomanagementsystems

Zunächst gilt es, die bereits im Unternehmen bestehenden Elemente eines Risikomanagementsystems aufzunehmen und zu bewerten. Dadurch wird sichergestellt, dass beim weiteren Vorgehen Schwachstellen ausreichend Rechnung getragen wird und bereits bestehende, geeignete Elemente in das neue Risikomanagementsystem integriert werden können.

Festlegen der Rahmenbedingungen

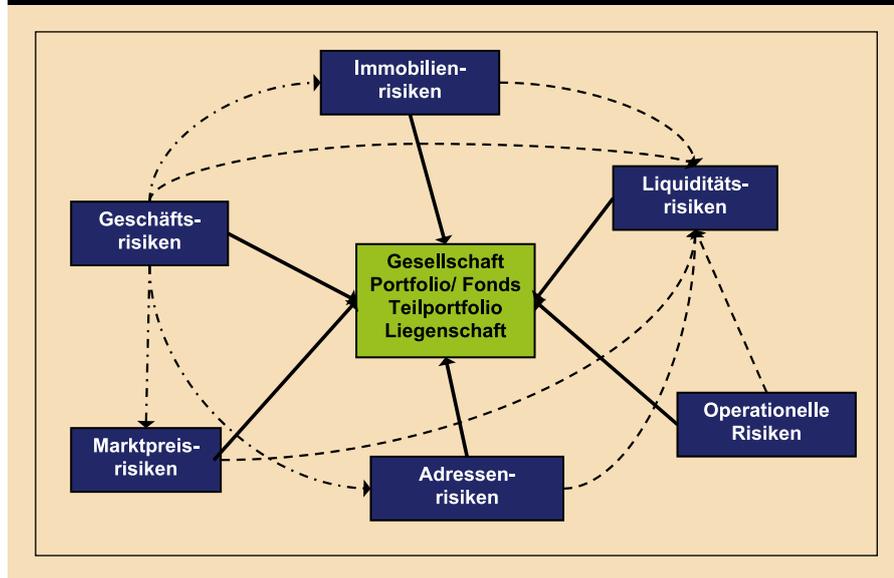
Zu Beginn der Soll-Konzeption werden zunächst wichtige Rahmenbedingungen für den Aufbau und Betrieb des Risikomanagementsystems festgelegt. Hierzu

gehören die Festlegung von Rollen und Verantwortlichkeiten sowie die Strukturierung der bestehenden Risiken. Weiterhin sollte an dieser Stelle möglichst auch eine erste, grobe Beschreibung der zukünftigen Risikomanagementprozesse und der eingesetzten Methoden und Verfahren erfolgen.

Die Notwendigkeit für diese frühzeitige Definition von „Leitplanken“ ergibt sich u. a. daraus, dass Risikomanagement ein Querschnittsthema ist und damit adäquat in der Ausgestaltung der gesamten Aufbau- und Ablauforganisation berücksichtigt werden muss. Zum einen sollte auf allen Steuerungsebenen eine ausreichende Verzahnung mit dem Investmentprozess vorgenommen werden. Nur so lässt sich sicherstellen, dass beispielsweise die strategische Asset Allokation, die Entscheidungen hinsichtlich des An- oder Verkaufs von Immobilien oder die Vermietungsentscheidungen im Rahmen des Bestandsmanagements unter ausreichender Berücksichtigung des Risikoaspekts erfolgen. Zum anderen sind Interessenkonflikte durch eine funktionale oder sogar aufbauorganisatorische Trennung einzelner Funktionen zu minimieren. Neben Best-Practice- und Kosten-Nutzen-Überlegungen müssen in diesem Zusammenhang auch die für das Unternehmen relevanten externen Vorgaben berücksichtigt werden. In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass sowohl Inhalt als auch Umfang der externen

Schematischer Überblick über die wesentlichen Risiken auf Ebene eines Offenen Immobilienfonds und ihre Wechselwirkungen (gestrichelte Linien)

▶ Abb. 03



Vorgaben stark mit dem Durchführungsweg der Immobilieninvestition variieren. Externe Vorgaben beinhalten beispielsweise das Investmentgesetz (InvG), die Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk), die BVI-Leitlinien für das Risikomanagement im Investment- und Asset Management (BVI-Leitlinien), das Kreditwesengesetz (KWG) und das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG).

Darüber hinaus ist die Strukturierung der Risiken an dieser Stelle von nicht zu unterschätzender Bedeutung. Erst deren verbindliche Definition und Kategorisierung stellt ein einheitliches Verständnis im Unternehmen sicher und schafft die Basis für die Methoden und Prozesse zur strukturierten Analyse, Bewertung und Steuerung der Risiken. Um diesem Anspruch gerecht zu werden, muss die gewählte Risikokategorisierung allerdings einigen zentralen Anforderungen genügen. Hierzu gehören insbesondere die Vollständigkeit hinsichtlich der Abdeckung der wesentlichen Risiken, die Überschneidungsfreiheit zwischen den verschiedenen Risikokategorien sowie die Homogenität der Risiken einer Kategorie hinsichtlich zugrunde liegender Ursachen oder Methoden zur Bewertung und Steuerung.

In ▶ Abb. 03 sind schematisch die auf Ebene eines Offenen Immobilienfonds auftretenden wesentlichen Risiken mit ihren Wechselwirkungen dargestellt.

Offene Immobilienfonds sind Immobilien-Sondervermögen gemäß §§ 66 ff.

InvG und werden von der Kapitalanlagegesellschaft getrennt vom eigenen Vermögen treuhänderisch verwaltet. Dementsprechend muss hier sauber hinsichtlich der spezifischen Risikoausprägungen auf Fonds- und Gesellschaftsebene unterschieden werden. Neben den zentralen Immobilienrisiken haben hier insbesondere die Liquiditätsrisiken als Folge eingetretener anderer Risiken eine große Bedeutung, da dem immobilien-spezifischen langfristigen Investitionshorizont das Recht der Anleger gegenübersteht, ihre Fondsanteile kurzfristig zurückgeben zu können. Bei anderen Durchführungswegen der Immobilieninvestition ergeben sich demgegenüber Anpassungen bzw. eine abweichende Gewichtung der Risikokategorien.

Da die Performance einer Immobilieninvestition in hohem Maße auf Mietzahlungen basiert, stellen die Adressenrisiken eine weitere wichtige Risikokategorie dar. Die Adressenrisiken können anhand der verschiedenen Geschäftspartner weiter untergliedert werden. Neben den Mietern sind hier vor allem Bauauftragnehmer und diverse Dienstleister (Facility Manager, Makler, Ingenieur- und Planungsbüros etc.), aber auch Emittenten und Kontrahenten im Rahmen von Liquiditätsanlage (beispielsweise Termingelder und Wertpapiere) und Absicherungsgeschäften (beispielsweise Devisentermingeschäfte) zu nennen.

Marktpreisrisiken beschränken sich im Umfeld der Immobilieninvestition meist

auf Zinsrisiken sowie Devisenrisiken, falls außerhalb der Euro-Zone investiert wird. Zinsrisiken ergeben sich dabei in der Regel aus Krediten zur Fremdfinanzierung von Immobilien, Liquiditätsanlage, Absicherungsgeschäften sowie den Miet-Cashflows.

Operationelle Risiken sowie Geschäftsrisiken aufgrund sich verändernder Rahmenbedingungen der Geschäftstätigkeit vervollständigen die Risikokategorien auf der ersten Ebene.

Schlagend gewordene Risiken, die extern bekannt werden, können darüber hinaus eine Rufschädigung gegenüber Geschäftspartnern, Anlegern und Aufsichtsbehörden mit nachteiligem Einfluss auf die zukünftige Geschäftstätigkeit zur Folge haben. Die Bedeutung dieses Reputationsrisikos variiert stark mit dem verfolgten Geschäftsmodell. Während z. B. Reputationsrisiken für eine Einheit, die für die Eigenanlage eines Konzerns verantwortlich zeichnet, zunächst von untergeordneter Bedeutung ist, haben sie bei einer Immobilien-Kapitalanlagegesellschaft eine sehr hohe Bedeutung.

Konzeption der Methoden und Verfahren

Im Anschluss an die Festlegung der Rahmenbedingungen erfolgt die Auswahl und Konzeption der Methoden und Verfahren zum Management und Controlling der verschiedenen Risikoarten. ▶ Abb. 04 zeigt beispielhaft Methoden und Verfahren im Überblick. Eine besonders mächtige Methode stellt hierbei die Szenarioanalyse bzw. die Untersuchung von Stressszenarien dar. Durch Variation einzelner Risikofaktoren (Liegenschaftszins, Leerstandsquote, Zinskurve etc.) lässt sich die entsprechende Sensitivität des Portfolios ermitteln und das damit verbundene Szenariorisiko messen und limitieren. Durch gleichzeitige Veränderung mehrerer Risikofaktoren lassen sich sogar Wechselwirkungen zwischen den verschiedenen Risikofaktoren berücksichtigen und realistische Szenarien untersuchen. Auf dieser Basis können – quasi unter Laborbedingungen – potenzielle Auswirkungen krisenhafter Entwicklungen untersucht sowie frühzeitig Gegenmaßnahmen identifiziert und hinsichtlich ihrer Eignung bewertet werden.

Die Auswahl und konzeptionelle Ausgestaltung der Methoden und Verfahren

wird sich in der Praxis am spezifischen Geschäftsmodell orientieren. Dabei dienen die einzelnen Methoden und Verfahren unterschiedlichen Zwecken. Die damit erhobenen Daten, die erst in ihrer Gesamtheit ein umfassendes Bild der Risikosituation ergeben, werden dem Management der verschiedenen Steuerungsebenen (Einzelobjektebene, Portfolioebene etc.) bedarfsorientiert aufbereitet zur Verfügung gestellt.

Dokumentation des Risikomanagementsystems

Im Rahmen der Soll-Konzeption und der späteren Umsetzung sollte, auch zur Erfüllung der internen und externen Dokumentationspflichten, ein Risikohandbuch erstellt werden. Als praktikabel hat sich die Untergliederung des Handbuchs in ein Rahmenwerk, Fachkonzepte und funktionspezifische Arbeitsanweisungen erwiesen. Während das Rahmenwerk die zentralen „Leitplanken“ für den Aufbau und Betrieb des Risikomanagementsystems zum Inhalt hat, fokussieren die Fachkonzepte auf die inhaltliche Ausgestaltung

der Methoden. Die funktionspezifischen Arbeitsanweisungen, die im Rahmen der Umsetzung erstellt werden, konzentrieren sich demgegenüber auf die mit dem operativen Betrieb und der Weiterentwicklung des Risikomanagementsystems einhergehenden Verantwortlichkeiten, Berichtspflichten und Kompetenzen. □

Fazit

Einerseits haben die Krise der deutschen Büroimmobilienmärkte und die damit einhergehenden grundlegenden Veränderungen des Geschäftsumfelds dramatisch die Unzulänglichkeiten der Steuerungsinstrumente der Immobilienbranche aufgezeigt. Vor allem die an den Maßstäben des Wertpapiergeschäfts gemessen nur rudimentär vorhandenen Risikomanagementsysteme genügen meist nicht den heutigen Anforderungen. Andererseits hat sich in der Branche noch keine Best Practice im Hinblick auf die Ausgestaltung eines modernen Risikomanagementsystems herausgebildet. Auch fehlt in der Regel eine mit dem Wertpapiergeschäft vergleichbare Risikokultur in den Unternehmen.

Vor diesem Hintergrund ist die Branche gefordert, zügig zu handeln und sich der Herausforderung Risikomanagement im Immobilien Asset Management zu stellen. Dabei gilt es, modernes Risikomanagement als Querschnittsthema zu verstehen, von dem alle Einheiten und Prozesse gleichermaßen betroffen sind. Flickschusterei ist da der falsche Weg. Vielmehr gilt es frühzeitig, das Fundament für den Aufbau und Betrieb eines modernen Risikomanagementsystems aus einem Guss zu legen.

Quellenverzeichnis

DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH, 10 Jahre DIX Deutscher Immobilien Index – Ergebnisse des deutschen Marktes 2005, www.dix.de.
BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V., Fondsstatistik per 30.06.2006, www.bvi.de.

Autor

Dr. Andreas Peter ist geschäftsführender Gesellschafter der Dr. Peter & Company AG. Er berät Banken, Versicherungen und Asset Manager bei der Weiterentwicklung ihrer Risikomanagementsysteme.

Ausgewählte Methoden und Verfahren zum Management und Controlling der verschiedenen Risikokategorien im Überblick

► Abb. 04

