

# Risikosteuerung indirekter Immobilienanlagen

Zu den Schlagwörtern „Immobilien“ und „Risikosteuerung“ wurden in den letzten Wochen und Monaten in Hinblick auf die geplante Einführung von Solvency II viele Diskussionen geführt und verschiedene Fachbeiträge veröffentlicht. Eines der zentralen Themen war hierbei vor allem die richtige Abschätzung einer notwendigen Eigenkapitalhinterlegung, sowie deren Konsequenz auf das zukünftige Anlageverhalten. Weniger beleuchtet wurden bislang die organisatorischen Anforderungen, die zum Aufbau einer systematischen Risikosteuerung notwendig sind. Der folgende Artikel will hierzu einen ersten Einblick geben und Herausforderungen in der Umsetzung aufzeigen.



## Beschreibung der Ausgangssituation

Immobilienanlagen haben in den letzten Jahren in den Kapitalanlageportfolien institutioneller Investoren zunehmend an Bedeutung gewonnen. Ursache hierfür war vor allem die gegenüber Aktien und Anleihen attraktive und stabile Performance bei vergleichsweise geringer Volatilität.

Die schrittweise Erhöhung der Immobilienquoten über die letzten Jahre erfolgte dabei überwiegend in Form von Neuinvestitionen in indirekte Immobilienanlagen, wobei bei den institutionellen Investoren insbesondere die aufsichtsrechtlich überwachten Vehikel deutscher und Luxemburger Jurisdiktion großen Zuspruch fanden.

Aufgrund von Diversifikationsüberlegungen über verschiedene Anlegeregionen, Investmentstile und Nutzungsarten besteht das Immobilienportfolio eines Investors heute in der Regel aus einem Pool mehrerer indirekter Immobilien-

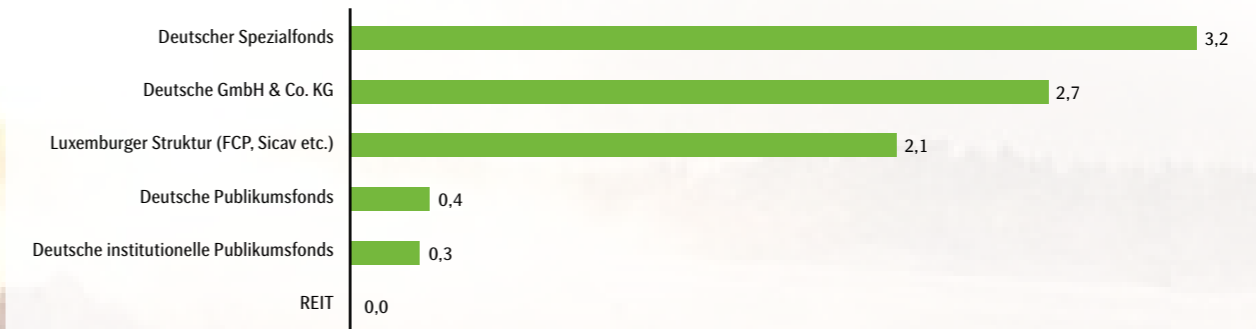
anlagen bei verschiedenen Managementgesellschaften. Nach einer von IMC initiierten Umfrage<sup>1</sup> setzt sich das Immobilienportfolio eines institutionellen Investors durchschnittlich aus neun verschiedenen Anlagevehikeln zusammen.

Aufgrund der gestiegenen Relevanz der Immobilienanlagen in den Kapitalanlageportfolien und der geplanten Einführung von Solvency II stehen die Investoren derzeit verstärkt vor der Herausforderung, ihre indirekten Investments zeitnah in die aktive Risikosteuerung der Gesamtkapitalanlagen integrieren zu müssen.

## Herausforderung konsolidierte Bestandsinformationen

Während die Anleger in der Vergangenheit durch das interne Management von Immobiliendirektbeständen einen direkten Zugriff auf sämtliche immobilienrelevante Informationen und Daten hatten, sind sie bei

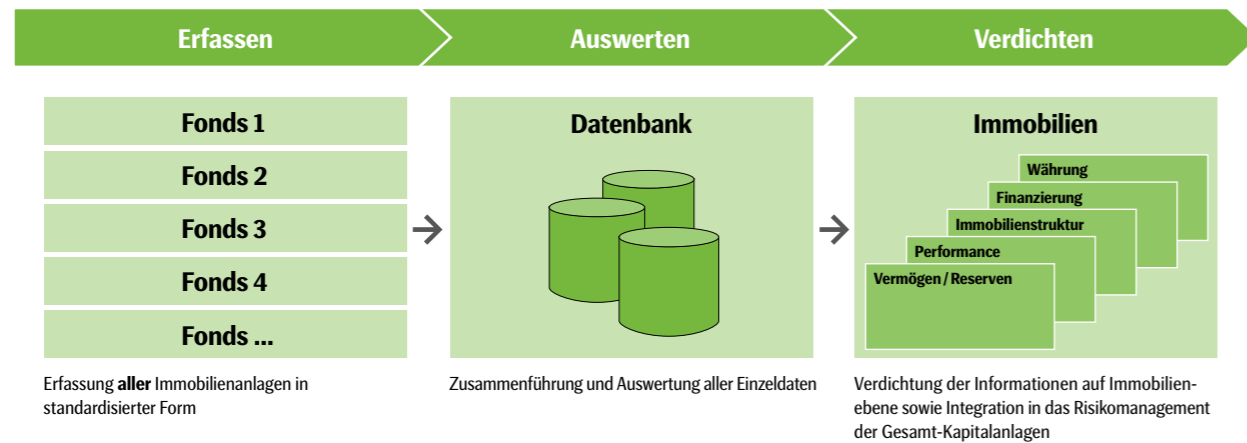
## Durchschnittliche Zusammensetzung eines institutionellen Portfolios



Quelle: Kommapha / IMC: Studie Risikocontrolling indirekter Immobilieninvestments, November 2010  
© IMC

<sup>1</sup> IMC-Studie Risikocontrolling indirekter Immobilieninvestments, November 2010

**Datenverarbeitungsprozess**



Quelle: © IMC

Fondsinvestments auf die Informationsversorgung durch die einzelnen Manager angewiesen. Der Großteil der Investoren stützt sich dabei auf Monats- oder Quartalsreports der Fondsmanager.

Die Herausforderung für die Investoren besteht deshalb zunächst darin, von den verschiedenen Managementgesellschaften eine einheitliche Datenbasis geliefert zu bekommen, die es ermöglicht, sämtliche Einzelfondsinformationen in einem festgelegten Turnus zu einem Gesamtportfolio zu verdichten.

Die inhaltliche Ausgestaltung der Datenabfrage sollte alle risikorelevanten Themenfelder in den Bereichen Immobilien, Finanzierung und Währung abdecken. Schwierigkeiten bereiten in diesem Zusammenhang jedoch oftmals noch fehlende Branchenstandards bzw. Kennzahldefinitionen, die eine einheitliche Datenerfassung insbesondere bei globalen Investmentstrategien erschwert. Bei der Konsolidierung der Einzeldaten sollten darüber hinaus die individuellen Beteiligungsquoten des Investors berücksichtigt werden, um das investorenbezogene Immobilienexposure exakt abbilden zu können.

Da es für die einzelnen Investoren in der Regel zeit- und ressourcenintensiv ist, eine eigene Datenbanklösung zur Risikosteuerung von indirekten Immobilienanlagen zu konzipieren, werden Datenermittlung und Datenverdichtung verstärkt an Masterfondsmanager oder externe Reportingexperten delegiert.

**Strukturierte Risikoauswertung**

Zur strukturierten Risikoanalyse der aggregierten Bestandsdaten und zur systematischen Risikosteuerung ist eine eindeutige Risikokategorisierung notwendig. In

der Praxis hat sich hierbei im Immobilienbereich eine Unterteilung nach Bewertungsrisiken, Ertragsrisiken, Währungsrisiken und Konzentrationsrisiken bewährt.

Bei den **Bewertungsrisiken** handelt es sich um Risiken, die sich aufgrund einer Veränderung der immobilien-spezifischen Bewertungsparameter wie Mieteinnahmen und Marktzinsniveau ergeben. Als Ergebnis der Bewertungsrisikoanalyse ergibt sich eine Veränderung des Marktwertes eines Portfolios und somit der Reserve-situation eines Investors. Zur qualifizierten Einschätzung der immobilien-spezifischen Bewertungsrisiken empfiehlt es sich, die aggregierten Verkehrswerte des Gesamtportfolios in Bezug auf die Anlageregionen und Nutzungsarten zu unterteilen und anschließend mit den aus verfügbaren Marktdaten abgeleiteten Risikofaktoren zu verknüpfen. Was sich in der Theorie sehr leicht und einfach beschreiben lässt, stößt in der Praxis jedoch teilweise auf große Umsetzungsschwierigkeiten. Eine der größten Herausforderungen bei der Risikomessung von Immobilienportfolios ist die im Vergleich zu den traditionellen Anlageklassen nach wie vor eingeschränkte Marktdatenverfügbarkeit und Datenrepräsentanz. Mögliche Ansatzpunkte zur Schließung dieser branchenimmanenten „Marktdatenlücke“ können hier die Verwendung von Indexreihen mit gleicher oder ähnlicher Analogie oder die Anwendung synthetisch ermittelter Indexreihen liefern.

Die **Ertragsrisiken** quantifizieren die Auswirkungen möglicher Ertragsausfälle, die sich aus dem spezifischen Vermietungsportfolio (Mietstruktur, Branchenstruktur, Mietvertragslaufzeiten etc.) und der Kostenstruktur (Instandhaltungskosten, Zinsaufwand etc.) ergeben können. Aus der Ertragsrisikoanalyse ergibt sich eine

Variation des ausschüttungsfähigen Ertrags, der in die Liquiditätsplanung eines Investors einfließt. Die Auswertung von Konzentrationsrisiken, zum Beispiel nach dem Herfindahl-Index, ist dabei sehr eng mit der Analyse der Ertragsausfallrisiken verbunden. Im Allgemeinen sind die Ertragsrisiken umso geringer, je breiter das Vermietungsportfolio diversifiziert ist, das heißt je geringer der Wert der Herfindahl-Kennziffer ausfällt.

Die **Währungsrisiken** umfassen die Risiken, die sich aus den ungesicherten Nicht-EUR-Vermögenspositionen ergeben. Über die Verknüpfung der offenen Währungspositionen mit der Verteilungsfunktion der historischen Fremdwährungskursveränderungen ergibt sich als Resultat eine Veränderung der Marktwerte. Als Konsequenz der Analyse können maximale Fremdwährungsquoten festgelegt werden.

**Herausforderung Solvency II / Notwendige Parametrisierung der Risikoschätzer**

Im Rahmen der Umsetzungsvorbereitung zu Solvency II wurden in den letzten Monaten intensive Diskussionen geführt, welches die „geeigneteren“ Risikofaktoren zur Quantifizierung der geforderten Eigenkapitalhinterlegung von Immobilienanlagen sind. Zur Erinnerung: Nach dem Standardmodell der European Insurance and Occupational Pension Authority (EIOPA) zur Bestimmung des Marktrisikos sollen die eigenkapitalfinanzierten Immobilieninvestitionen mit einem Risikofaktor von 25 Prozent „gestresst“ werden. Indirekte Immobilieninvestitionen mit partieller Fremdkapitalfinanzierung sollen mit Eigenkapital in Höhe von mindestens 39 Prozent abgesichert werden. Hierbei stellt die Berechnungsformel auf ein Konfidenzniveau von 99,5 Prozent ab, was einem Schadensereignis in 200 Jahren entspricht. Aus den statistischen Kenngrößen einer Normalverteilungsfunktion lässt sich aus dem Stressfaktor von 25 Prozent und VaR von 99,5 Prozent retrograd ein Erwartungswert von 9,68 Prozent ermitteln. Dieser Erwartungswert spiegelt die implizierte Volatilität der Immobilienanlage im Standardmodell wider.

Analysen der Investment Property Databank (IPD), einem weltweit aufgestellten Unternehmen, das sich auf die Datensammlung und Datenauswertung im Immobilienbereich spezialisiert hat, kommen dagegen in einer breit angelegten Studie<sup>2</sup> zu dem Ergebnis, dass für ein paneuropäisches Immobilienportfolio der Stressfaktor nicht höher als 15 Prozent liegen sollte. Dieser Wert wurde anhand verfügbarer historischer Daten über einen synthetischen Index ermittelt und entspricht einem Erwartungswert für eine jährliche Volatilität von lediglich 5,8 Prozent.

Es lässt sich sehr leicht erkennen, wie weit derzeit der „Spielraum“ bei der Ableitung risikoadäquater Stressfaktoren ist. Hierbei ist auch zu bedenken, dass beim derzeitigen Sachstand der Risikoparametrisierung die klassischen Portfoliodiversifikationsebenen Region und Nutzungsart nur unzureichend verankert sind.

Aus unserer Sicht ist die Diskussion über die richtige Parametrisierung der Stressfaktoren sowie der Korrelationen der unterschiedlichen Immobiliensegmente deshalb noch lange nicht beendet. Hierfür sind weitere Analysen und Forschungsarbeiten nötig. Ein Investor sollte sich aus unserer Sicht deshalb im Zusammenhang mit der Einführung eines Risikocontrollingsystems für Immobilienanlagen zunächst auf die Schaffung einer einheitlichen Datenbasis für sein gesamtes Immobilienportfolio konzentrieren. Der Aufwand allein für diese „Teilaufgabe“ sollte nicht unterschätzt werden.



**AUTOR: STEFAN W. STUTE**  
MRICS  
IMC Privatinstitut für  
Immobiliencontrolling GmbH, Köln

Informationen zu IMC erhalten Sie unter:  
[www.imc-immo.de](http://www.imc-immo.de)

<sup>2</sup> IPD Solvency II Review Summary, April 2011