

29.- Euro

RENDITE GESUCHT!



IN ZUSAMMENARBEIT MIT:

BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS, DB ADVISORS,
FEDERATED ASSET MANAGEMENT, LBBW ASSET MANAGEMENT



Ein Blick in den Immobilienmarkt

HERAUSFORDERUNGEN UND OPPORTUNITÄTEN MIT NON-LISTED REAL ESTATE FONDS

Dr. John Davidson, CAIA,
Lucerne University of Applied Sciences and Arts



Dr. John Davidson

Für eine Vielzahl von Investoren in Non-listed Real Estate Fonds waren die letzten Monate eine Periode der Brandbekämpfung. Die meist kleinen Investment- und Managementteams bei Versicherungen, Pensionskassen oder anderen institutionellen Investoren und Family Offices mussten eine Vielzahl von Herausforderungen bei den investierten Fonds anpacken und gleichzeitig oft kritische interne Fragen beantworten. In diesem Umfeld erstaunt es nicht, dass das Fundraising fast zum Stillstand kommt, respektive auf dem Niveau von 2004 steht, wie die folgende Grafik zeigt.

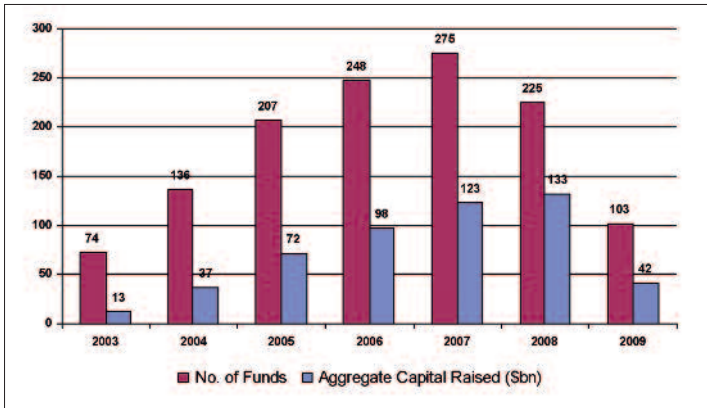


Abb. 1: Private Equity Real Estate Fundraising, Quelle: Preqin 2010

ist die Wertermittlung mittels dem transaktionsbasierten Ansatz, wie dies beispielsweise in Großbritannien üblich ist, erschwert.

Herausforderungen beim Fondsmodell

Nur wenn die Fragen und Kritikpunkte des Fondsmodells gelöst werden, werden die Investoren auch wieder Fonds zeichnen. Doch welches sind die Kritikpunkte und Erkenntnisse aus der Krise? Zu den Herausforderungen und Erkenntnissen des Fondsmodells zählen folgende Aspekte:

- **Fees:** Im Vergleich zur Private-Equity-Industrie ist die Private-Equity-Real-Estate-Industrie intransparenter bezüglich der Gestaltung der Gebühren. Besteht doch neben Management Fees eine Vielzahl von anderen Fees wie Development Fees, Financing Fees, Acquisition Fees etc., welche es dem Investor erschweren, die absolute Gebührenbelastung festzustellen.
- **Interessenkongruenz/Alignment of Interest:** Wichtig ist, dass der Fondsmanager incentiviert ist, in die gleiche Richtung wie die Eigentümer respektive Investoren zu handeln. Die Vergangenheit zeigte, dass beim Fondsmodell dies nur dann stimmt, wenn die Fonds eine positive Wertentwicklung zeigen. Verliert der Fonds an Wert, besteht keine Interessenkongruenz mehr und der Fondsmanager hat möglicherweise andere Interessen. Ist die Performance Fee außer Reichweite, hat der Fondsmanager beispielsweise ein Interesse, die Immobilien möglichst lange im Portfolio zu behalten, da er eine Asset Management Fee erwirtschaftet, während der Investor immer noch an einem möglichst profitablen Exit interessiert ist.
- **Fondsplattform:** In der Private-Equity-Real-Estate-Industrie wählten viele Investoren historisch bedingt ein Captive Modell, d.h. die Fondsplattform ist mehrheitlich im Besitz eines großen Konzerns, meistens einer Bank oder Versicherung. In der Finanzkrise mutierten diese vermeintlich starken Partner jedoch oft zu einem schwachen Partner, respektive

Einerseits steht das Fondsmodell und verschiedene Fondsmanager (General Partners/GPs bei Limited Partnerships) in der Kritik. Andererseits bestehen etliche Fragen und eine generelle Verunsicherung bezüglich des Zustands der Immobilienmärkte. In einem Umfeld, welches von erhöhter Unsicherheit getrieben wird, werden weniger Transaktionen getätigt. Folglich

zu einer Hypothek für den Fondsmanager. Diese Partnerschaft zwischen Muttergesellschaft und Fondsplattform führte in einigen Beispielen zum Verkauf der Plattform, zur vollständigen Auflösung oder zum Weiterbestehen – jedoch mit Fragezeichen. Die Frage nach der Stärke der Fondsplattform und deren Eigentümer steht somit wieder weit oben im Due-Diligence-Prozess. Auch die Unabhängigkeit ist kein Garant für die Stärke einer Plattform, brechen die Management Fees auf Grund der sinkenden Erträge und sinkenden Bewertungen weg und können keine weiteren Fonds auf Grund der Performance und/oder Marktes lanciert werden, ist dies oft das Ende der Plattform.

- **Personalfluktuationen:** In diesem Umfeld erstaunt es nicht, dass die Anzahl der Fluktuationen bei Fondsplattformen stark zugenommen hat. Aufgrund der Reduktion der Immobilienwerte und Transaktionen sinken die Einnahmen der Fonds, was in Kombination mit fehlenden neuen Produkten zu Kostensenkungsmaßnahmen und somit zu Entlassungen führt. Zu- oder Abgänge sind interessante Indikatoren im Due-Diligence-Prozess und können Aufschluss über Probleme oder Stärken von Fondsplattformen geben.
- **Beziehung zwischen Fondsmanager und Investor:** Bei vielen Fonds hat die Beziehung zwischen dem Fondsmanager und den Investoren gelitten. Meistens wurden zu optimistische Businesspläne unterzeichnet, zu viel Fremdkapital aufgenommen, zu schnell im falschen Zeitpunkt investiert oder das Risikomanagement verletzt. Da ein Exit durch Verkauf für den Investor meist wegen fehlendem Sekundärmarkt nicht möglich ist, liegt die Schwierigkeit im Wiederherstellen der Beziehung. Dies kann oft nur über einen langen Zeitraum durch offene Kommunikation und volle Transparenz durch den Fondsmanager gelöst werden. In dieser Phase lernt man die wahren Fondsmanager respektive deren Prioritäten und Stärken kennen.
- **Advisory-Board-Zusammensetzung/Befugnisse:** Welches ist die optimale Zusammensetzung eines Advisory Boards und welche Befugnisse hat es? Es gibt keine richtige Anzahl von Advisory Board Members, jedoch gibt es kleine und zu große Advisory Boards welche suboptimale Entscheidungen zur Folge haben können. Die Investoren sollten sich jedoch bewusst sein, welche Interessen die verschiedenen Investoren vertreten und wie stark sie sich dafür einsetzen können oder dürfen. Europäische und amerikanische Pensionskassen können auf Grund von rechtlichen Voraussetzungen sehr unterschiedlich auftreten, was gerade in wichtigen Entscheidungen zu berücksichtigen ist. Zudem sind die Befugnisse der Advisory Boards von Fonds zu Fonds unterschiedlich, was die Übersicht bei einem großen Portfolio für den Manager nicht vereinfacht. Der Austausch mit Advisory Board Members bleibt für Investoren, welche nicht im Advisory Board vertreten sind, eine wichtige Informationsquelle.
- **Investorenkreis:** Im Laufe der Finanzkrise kamen Befürchtungen auf, dass eine Vielzahl von Investoren (Limited Partner bei Limited Partnerships) ihren Kapitalverpflichtungen nicht nachkommen kann. Eine Zahlungsunfähigkeit von einem Limited Partner hat oft den Ausschluss zur Folge und führt zu schnelleren Kapitalabrufen für die anderen Investoren und somit zu einer Reduktion des Fondsvolumens. Diese Mechanismen und Konse-

quenzen sind von Fonds zu Fonds unterschiedlich ausgestaltet und in der Praxis noch selten getestet worden. Im Laufe der Finanzkrise haben sich die Befürchtungen von zahlungsunfähigen Investoren (noch) nicht bewahrheitet. Dennoch sollten Investoren im Due-Diligence-Prozess berücksichtigen, wer die anderen Investoren sind und vor wie auch nach der Investition gelegentlich einen Informationsaustausch pflegen.

- **Exit Mechanismus:** Liquiditätsrisiken und Exit-Optionen wurden in der Vergangenheit bei geschlossenen Fonds oft vernachlässigt. Da ein funktionierender Sekundärmarkt fast gänzlich fehlt, wollen Investoren auch bei geschlossenen Fonds Liquiditätsoptionen aufgezeigt bekommen. Die verschiedenen Optionen sollten genau geprüft werden, stellen doch Liquiditätsoptionen in geschlossenen Fonds für einzelne Investoren oder auch für alle Investoren ein Risiko für den ganzen Fonds dar.

Dies sind einige Aspekte, welche Investoren im zukünftigen Due-Diligence-Prozess betrachten sollten, welche sich im Laufe der Finanzkrise änderten oder sich noch ändern müssen, um die Attraktivität des Fondsmodells nicht zu gefährden.

Fazit:

Trotz des Fundraising-Stillstands, der Herausforderungen des Fondsmodells und der etlichen Fragezeichen bezüglich der Immobilienmärkte wäre es verfehlt den Schluss zu ziehen, dass die zukünftigen Returns in der Branche genauso schlecht werden wie in den vergangenen Quartalen. Vielmehr eignet sich diese Marktphase, um die interne Strategie zu überprüfen und die Lehren zu ziehen, um sich für die jetzigen und zukünftigen Opportunitäten zu positionieren. Denn die Erfahrung in der Private-Equity-Branche zeigt, dass die Returns in jenen Vintage-Perioden am höchsten sind, in denen die Investoren zurückhaltend sind, das Kapital knapp und die Verunsicherung im Markt groß ist.