

## Schwerpunkt Immobilien-Spezialfonds

# Managementauswahl und Fondsanalyse

Viele neue Anbieter von Immobilienfonds buhlen um das Kapital institutioneller Investoren. Offeriert werden dabei vorwiegend sogenannte Themenfonds, die sich auf nur ein Marktsegment konzentrieren. Um aus der zunehmenden Angebotspalette das passende Produkt und den am besten geeigneten Manager auszuwählen, ist eine tiefgehende Prüfung ratsam. Diese Due Diligence muss nach Überzeugung des Autors sowohl eine quantitative als auch eine qualitative Analyse beinhalten. Beispielsweise sind einerseits die versprochenen Kennzahlen auf Plausibilität und Erreichbarkeit zu untersuchen, andererseits die Lebensläufe und der Trackrecord des Managementteams sowie der Zustand der geplanten Fondsobjekte kritisch unter die Lupe zu nehmen. (Red.)

Die Finanzkrise hat auch in der Private-Equity-Immobilienfondsbranche Spuren hinterlassen. Die Anzahl der neu aufgelegten Fonds ist seit dem Ausbruch der globalen Krise deutlich gesunken und die Volumina noch deutlicher. Investoren sind kritischer geworden und prüfen im Rahmen ihrer Due Diligence intensiver als je zuvor. Denn die Finanzkrise hat einmal mehr gezeigt, dass eine gute Auswahl und Analyse der Grundstock für stabile Engagements sind.

Grundsätzlich sind die Charakteristika der Private-Equity-Immobilienfonds ähnlich. Die Fonds werden nach Risikoklassen (Core, Value Added und Opportunistic) kategorisiert. Im Normalfall handelt es sich bei den Fonds um Blindpools; häufig verfügen sie jedoch über ein Startportfolio, sodass sich der Investor ein Referenzbild über die Qualität der Immobilien machen kann.

Das vom Investor gegenüber dem Fondsmanager zugesagte bereitzustellende Eigenkapital wird üblicherweise nach Investitionsstatus abgerufen, das heißt, erst wenn Objekte gekauft werden, wird das hierzu erforderliche Eigenkapital abgerufen. Im Durchschnitt dauert es drei Jahre bis der Fonds voll investiert ist.

Der Fondsmanager erhält üblicherweise für seine Aktivitäten eine Ankaufs- und Verkaufsgebühr sowie eine Verwaltungsgebühr während der Laufzeit und final bei Erreichen bestimmter im Fondsprospekt definierter Zielrenditen auch eine erfolgsabhängige Vergütung. Da Private-Equity-Immobilienfonds nicht öffentlich vertrieben werden, gibt es jedoch keine Standards in Bezug auf die Höhe und Ausgestaltung dieser Gebührenstrukturen, geschweige denn in Bezug auf Gesellschaftsformen oder eine einheitliche Prospektgestaltung. Da also nicht jeder Fonds dem anderen hinsichtlich Struktur und bei Weitem nicht hinsichtlich der Objekt- und Managementqualität gleicht, ist eine detaillierte Analyse der Fondsangebote äußerst wichtig und bedarf langjähriger Erfahrung.

### Zeitliche Determinanten

Grundsätzlich werden die Investitionskriterien für indirekte Immobilieninvestitionen im Rahmen der Asset-Liability-Studien durch den Investor oder seinen Berater definiert. Hier werden insbesondere geografische und sektorale Schwerpunkte sowie Risiko-Rendite-Profile definiert. Im Rahmen einer Bestandsaufnahme werden zeitgleich Muss- und Kann-Kriterien für ein Investment festgelegt, um zu einem Investitionsraster für eine Grob- und später folgende Feinselektion zu gelangen. Im nächsten Schritt werden die potenziellen Zielfonds selektiert.

Nach dem Abgleichen der Selektionsbasis mit den vom Investor definierten Muss- und Kann-Kriterien wird üblicherweise eine erste Vorselektion vorgenommen, auf Basis derer zusätzlich zu den Fondsunterlagen auch spezielle Due-Diligence-Fragebögen versandt werden. Zeitgleich wer-

den Termine für Managerinterviews vor Ort sowie Besichtigungstermine für die Immobilien des Startportfolios vereinbart. Dieser Bestandteil der Due Diligence ist von wesentlicher Bedeutung, denn es hat sich leider in der Vergangenheit des Öfteren herausgestellt, dass die im Prospekt beschriebenen Parameter nicht immer mit der Realität übereinstimmen und Fondsmanager Risiken eingehen, die nicht zu den Investitionskriterien des Fonds passen.

Final werden die Ergebnisse aus der Feinselektion dann verglichen und der Anlagekommission des Investors zur Verfügung gestellt, um zu einer Entscheidung für oder gegen ein Fondsinvestment zu gelangen.

### Wer verwaltet das Sondervermögen?

Von elementarer Wichtigkeit für die Fondsauswahl sind die inhaltlichen Bestandteile der Due Diligence, der im Rahmen der Feinselektion ermittelten Fonds, die üblicherweise mit der Prüfung des Fondsmanagements beginnt. Was sich bei allen vorgenannten Prüfungskriterien wie ein roter Faden durch die Prüfung durchzieht, ist die Frage nach der Strukturierung des Unternehmens und der Zusammensetzung des Managementteams. Bei der Prüfung der Organisations- und Eigentümerstruktur wird im Wesentlichen überprüft, inwiefern die bestehenden Strukturen in der Lage sind, die Anforderungen an das Fondsmanagement zu erfüllen und Interessenkonflikte zu vermeiden.

Im Rahmen der Eigentumsstruktur wird unter anderem geprüft, inwiefern in Bezug auf das Fondsmanagement ein Personenrisiko durch Abhängigkeit von ein oder mehreren Schlüsselpersonen besteht und ob es Anreizsysteme für die Mitarbeiter gibt (Optionen am Unternehmen, Beteiligung am Ergebnis des Unternehmens oder des Fonds et cetera). Üblicherweise gehen diese Prüfungen bis hin zur Analyse der Lebensläufe der wichtigsten Mitarbeiter des Fondsmanagers und beziehen auch die Dauer der Zusammenarbeit des Teams mit ein. Grundsätzlich kann davon ausgegangen werden, dass

#### Der Autor

#### Dr. Bernhard Köhler

CEO, Swisslake Capital AG, Pfäffikon



Teams, welche bereits seit vielen Jahren erfolgreich miteinander arbeiten, auch mit Krisensituationen erfahrener umgehen können als Teams, die eine hohe Fluktuation aufweisen. Die Loyalität der Mitarbeiter drückt sich zumeist nicht nur gegenüber dem Arbeitgeber, sondern auch gegenüber den Investoren aus.

Dieser Prüfungsbestandteil, Retention genannt, geht auch in die Prüfung des Trackrecords mit ein, denn es gilt final festzustellen, welche Mitarbeiter an den Erfolgen oder Misserfolgen der Vergangenheit beteiligt waren. Der Trackrecord ist demgemäß nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ zu bewerten. Bei der quantitativen Analyse ist zudem zu bewerten, in welchem Umfang es sich bei den ausgewiesenen Erfolgen um realisierte Transaktionen oder um Buchgewinne handelt.

Immer häufiger legen Investoren auch einen Schwerpunkt auf Fondsmanager mit einem „Hands-on“-Ansatz und nehmen von Fonds mit reinem Allokationscharakter – bei denen mit Ausnahme des Investment- und Asset Managements alle Dienstleistungen ausgelagert sind – Abstand. Auch früher teilweise in der Due Diligence von Investoren eher vernachlässigte Faktoren wie beispielsweise die Prüfung des Risikomanagements oder der Research-Fazilitäten des Fondsmanagers nehmen heute eine deutlich größere Rolle ein, als noch vor Beginn der Finanzkrise.

### Prüfung der Strukturen

Parallel zur Qualifikation des Managements muss im Detail geprüft werden, inwiefern der Fonds per se auch den Anforderungen des Investors entspricht. Investoren setzen grundsätzlich unterschiedliche Schwerpunkte. Von daher sind die in Abbildung 2 geschilderten Prüfungspunkte nicht in der Chronologie ihrer Bedeutung, sondern allgemeingültig aufgelistet. Einen tiefen Eindruck über die Qualität des Fonds und des Managements erhält man bei der Prüfung des Startportfolios. Hier sind Vor-Ort-Besuche und eine detaillierte Prüfung des Immobilienbestandes zwingend erforderlich. Der Investor kann so am besten erkennen, ob die Darstellung im Fondsprospekt auch der Realität entspricht und der Fondsmanager tatsächlich so gut vernetzt ist, wie er üblicherweise behauptet. Nur dann ist er auch in der Lage, die zukünftigen Akquisitionen des Fonds mit der entsprechenden Qualität zeitnah umzusetzen.

**Abbildung 1: Prüfkriterien für die Managementauswahl**

Organisationsstruktur/Eigentümerschaft	Research
Managementteam	Risikomanagement
Retention (Team-Stabilität)	Finanzielle Stabilität
Trackrecord	Präsenz beziehungsweise „Hands-on“-Ansatz
Reputation	Outsourcing
	Umsetzung der Strategie

**Abbildung 2: Prüfkriterien für die Fondsanalyse**

Fonds Governance	Komitees, Entscheidungsrechte, Investoreneinfluss, Vetorechte
Fondsmanagement	Zeitengagement, Berufserfahrung, Immobilienerfahrung, Anstellungsdauer, Zusammenarbeit, Größe des Teams und Rollen
Fondsstruktur	Entspricht Struktur rechtlichen Anforderungen des Investors, Flexibilität für zusätzliche Strukturen
Fondsstrategie	Attraktivität, Umsetzbarkeit, Erfahrung des Fondsmanager im geplanten Bereich, Diversifikation, Trackrecord in Bezug auf Strategie
Deal-Sourcing-Kapazitäten	Ermittlung der Anteile, welche Objekte bei Vorgängerfonds beziehungsweise im Startportfolio Off-Market oder On-Market angekauft wurden, Prüfung der Pipelines in Bezug auf Qualität, Risiken, Lage, Mieter, Vermietungsrisiken, Entwicklungspotenziale des Standorts
Restriktionen	Prospektbeschränkungen: Geografische und sektorale Allokation, Objektgröße, Objektarten, Anteil Projektentwicklungen, Risikokategorie
Steuerliche Fragen	Sicherstellung der steueroptimierten Behandlung der erzielten Erträge; Beurteilung von Änderungsrisiken während der Laufzeit
Zielperformance (Risikoprofil)	Prüfung der Plausibilität der geplanten Renditen unter Berücksichtigung von Strategie, Pipeline, Finanzierungsstruktur und allen sonstigen relevanten Faktoren
Exit-Strategie	Marktgängigkeit, Netzwerk, Off-Market, On-Market, Broker, IPO, Verkauf innerhalb des Konzerns, Liquidität
Fondsgröße	Gibt es eine maximale beziehungsweise minimale Fondsgröße? Falls ja, was passiert wenn nicht genügend Kapital eingeworben werden kann? Von wem werden Kosten in diesem Fall getragen?
Timing	Fondslaufzeit, Investmentperiode, Platzierungszeit, Verlängerungsoptionen der Laufzeiten, Mechanismen um Verlängerungen zu vermeiden, Investoreneinfluss
Ausschüttung/Kapitalrückflüsse	Prüfung der Ausschüttungs- und Kapitalrückflussprämisse auf Basis Kalkulation, Sensitivitätsanalyse
Pipeline – konkurrierende Fonds	Prüfung des Portfolios des Fondsmanagers in Bezug auf konkurrierende interne Fonds; Regelung der Zuordnung der potenziellen Fondsobjekte zu den einzelnen Fonds
Kapitalabrufprozess	Prüfung des Kapitalabruf-Zeitplans unter Berücksichtigung von Pipeline und Startportfolio
Gebühren/Kosten	Prüfung der im Prospekt enthaltenen Gebühren/Kosten auf Plausibilität und internationale Gepflogenheiten: Management-, Performance-, Transaktions-, Entwicklungs-, Property-Management-Gebühren, Gründungskosten, Reisekosten, Platzierungskosten
Berichtswesen	Prüfung der Quantität und Qualität des Reportings. Interne und externe Bewertungszeitpunkte, Umgang mit Interessenskonflikten
Interessenskongruenz	Kapitalmäßige Einbindungen des Managements, des Sponsors, des Initiators oder von verbundenen Unternehmen; Prüfung der Herkunft der Kapitalbeteiligung (eigene Mittel oder Fremdkapital)
Rechtsstreit/Gerichtsverfahren	Prüfung in Bezug auf anhängige Rechtsstreitigkeiten oder Gerichtsverfahren

Wesentlich zugenommen hat seit Beginn der Finanzkrise der Anspruch der Investoren in Bezug auf die Fonds-Governance. Investoren wollen zunehmend mitbestimmen können (nicht zuletzt auch aufgrund der gestiegenen Anforderungen für ihr eigenes Risikomanagementsystem). Auch die Organisationsstruktur des Fonds wird sehr detailliert geprüft, insbesondere der Anteil der Zeit, den das Management ausschließlich dem in der Prüfung befindlichen Fonds widmet, beziehungsweise ob es hauseigene konkurrierende Fonds gibt, die auf das gleiche Fondsmanagement zurückgreifen. Mögliche Interessenskon-

flikte sollen dem gemäß frühzeitig erkannt und vermieden werden. Die Selektion von Immobilienfonds ist äußerst komplex und rein quantitativ nicht darstellbar, denn die Bedingungen der Fondsprospekte sind heterogen und nicht standardisiert. Eine langjährige Erfahrung bei der Analyse und ein guter Überblick sind essenziell, um Fehler in der Selektion zu vermeiden. Da die meisten Private-Equity-Immobilienfonds keine Kündigungs- oder Rückgabemöglichkeiten haben, gilt einmal mehr: „Drum prüfe, wer sich ewig bindet“ – zumindest für einen Zeitraum von acht bis zehn Jahren.