

Spezialfonds-Management braucht lokale Marktkenntnis

Ferdinand von Sydow und Jörg Homann

Dass sich trotz der Dezentralität des Immobiliengeschäfts und seiner regionalen Besonderheiten mit einem entsprechenden Softwaresystem mehr Transparenz im institutionellen Portfoliomanagement schaffen lässt, legen die Autoren am Produkt des eigenen Hauses dar – auch mit Blick auf eine mögliche eigenständige Vermarktung. Erst aber durch eine Vernetzung der einzelnen Systembausteine für die Renditeseite und das Immobilienrisiko, so ihr Credo, lässt sich zusammen mit dem Know-how regionaler Immobilienexperten das Optimierungspotenzial eines Fonds aufzeigen. (Red.)

Durch die US-amerikanische Subprime-Krise hat die Assetklasse Immobilie weltweit einen Image-Schaden erlitten. Denn zwischen den sehr unterschiedlichen Sektoren Wohnen einerseits und Büro, Handel und Logistik andererseits wurde kaum differenziert. Und dabei war der Auslöser der Subprime-Krise nicht einmal ein originärer Defekt im Wohnsektor, sondern eine – teilweise sogar durch kriminelle Kräfte verursachte – Fehlentwicklung bei der Kreditvergabe im US-amerikanischen Bankensektor.

Zurückkehrende öffentliche Wahrnehmung

Längerfristig werden sich die fundamentalen, Portfolio-stabilisierenden Charakteristika von Immobilien auch in der öffentlichen Wahrnehmung aber wieder durchsetzen. Dies sind ihr Substanzwert, die von konjunkturellen Entwicklungen unabhängigeren Einnahmeströme und die inflationskompensierende Eigenschaft durch Mietindexierung. Institutionelle Investoren haben diese Faktoren auch in den Turbulenzen der Subprime-Krise nicht aus den Augen verloren. Sie wollen ihre Immobilienquote daher überwiegend weiter erhöhen.

Mit der fortschreitenden Integration von Immobilien in den Prozess der Asset Allocation sollte aber nicht verkannt werden, dass Finanz- und Immobilienmärkte strukturell nach wie vor sehr verschieden sind und auch bleiben werden. Aktien und Anleihen als weitgehend standardisierte Produkte werden in New York, London und Tokio an drei globalen und sehr transparenten Hauptmärkten zentral und amtlich gehandelt. Immobilien sind von Natur aus nicht standardisiert

und werden an mindestens 45 globalen Hauptstandorten dezentral und unreguliert gehandelt. Der durchgängigen Anwendung der modernen Portfoliotheorie à la Markowitz sind damit Grenzen gesetzt. Dennoch ist das grundsätzliche Denken in den Dimensionen Rendite, Risiko und statistischer Abhängigkeit auch für die Assetklasse Immobilie zum Standard geworden.

Der marktstrukturelle Unterschied zu Aktien und Anleihen bewirkt, dass es für die Anlageklasse Immobilie jenseits quantitativ formulierter, zentraler Strategien immer auch dezentrale Opportunitäten geben wird, die aufgrund lokaler Informationsvorsprünge realisiert werden können. Dieses Nebeneinander von planvoller Portfoliostrategie und Zugriff bei Marktgelegenheiten ist daher kein Zeichen mangelnder Stringenz, sondern notwendige Konsequenz aus der Besonderheit der Immobilienmärkte.

Erfahrung und Intuition bleiben entscheidend

Lokale Marktkenntnis ist durch keinen noch so ausgefeilten Handels-Algorithmus zu ersetzen. Erfahrung und unternehmerische Intuition vor Ort bleiben entscheidend. Dies ist der Grund, warum institutionelle Investoren das Manage-

ment der Anlageklasse Immobilie an Spezialisten delegieren. Dies sind in Deutschland traditionell die Anbieter von Immobilien-Spezialfonds. Der Trend zum externen Portfolio-Management verstärkt sich naturgemäß mit der zunehmenden Globalisierung der Immobilien-anlage. Die zwei wesentlichen Handlungsfelder des Immobilien-Portfoliomanagements sind die Nutzung von Marktzyklen und die Risikodiversifikation.

Immobilienmärkte sind ausgeprägt zyklische Märkte. Dies resultiert im Wesentlichen aus der Zeitverzögerung, mit der das Flächenangebot auf die Nachfrage reagieren kann. Diese Verzögerung ergibt sich aus dem Zeitbedarf des Planungs- und Bauprozesses. Zu dieser Zyklus einzelner Märkte tritt das Zusammenspiel zeitlich versetzter Zyklen an verschiedenen Immobilienmärkten.

Verkettung zyklischer Immobilienmärkte

Dass sich die Märkte zu einem gegebenen Zeitpunkt in einem unterschiedlichen Stadium des Marktzyklus befinden, liegt an divergierenden Potenzialen und Entwicklungsgeschwindigkeiten der zugrunde liegenden Volkswirtschaften und der zunehmend regionalisierten Wirtschaftsentwicklung. Für IVG Fonds hat die Nutzung von Marktzyklen daher zwei Dimensionen: einen Markteinstieg möglichst im Tiefpunkt des jeweiligen Marktzyklus und die Verkettung zeitlich versetzter Marktzyklen verschiedener Standorte. Im Idealfall folgt dem Ausstieg am reifen Standort A die Reinvestition der Mittel am Potenzialstandort B.

Auf den Immobilienmärkten konnte in den letzten Jahren zudem eine Entkoppelung von Investment- und Mietmarkt beobachtet werden. Die Investmentmärkte sind auch in der teilweise schwierigen Vermietungslage der letzten Jahre erstaunlich stabil geblieben. Aktuell entwickeln sich die Mietmärkte überwiegend besser als die jeweiligen Investmentmärkte. Die Divergenz in der Entwicklung von Miet- und Investmentmarkt ist ein zusätzlicher Parameter, den ein aktives Immobilien-Portfoliomanagement berücksichtigt.

Das unmittelbar einsichtige Konzept der Risikomischung ermöglicht durch die Kombination von schwach bis gegenläufig abhängigen Märkten die Senkung des Portfoliorisikos bei gleich bleibender Rendite. Auch auf dem Immobilienin-

Die Autoren

Ferdinand von Sydow ist Geschäftsführer der IVG Fonds GmbH, Bonn, und **Jörg Homann** ist Fondsmanager der IVG Institutional Funds GmbH, Wiesbaden.

vestmentmarkt werden diese Abhängigkeiten in Form von Korrelations-Matrizen zunehmend berücksichtigt. Dabei sollte man an die Robustheit dieser Korrelationen keine zu hohen Ansprüche stellen und sie eher als Tendenzaussagen verstehen. Abbildung 1 zeigt eine solche Korrelations-Matrix. In vielen Fällen herrscht zumindest eine schwache Korrelation, mit der bereits eine Risikoreduktion möglich ist.

System-Unterstützung gewinnt an Bedeutung

Zweifellos sind viele Immobilienmärkte rund um den Globus in den letzten Jahren transparenter, verlässlicher und liquider geworden. Dies lässt sich an verschiedenen Transparenz-Indices ablesen. In Europa ist die „Investment Frontier“ deshalb schon weit nach Osten gewandert. Global folgen jetzt auch Immobilieninvestitionen in die sogenannten „BRIC“-Länder (Brasilien, Russland, Indien, China) und auch schon darüber hinaus in jüngere Emerging Markets. Das weltweite investitionsfähige Immobilienvolumen wird mittlerweile auf 17 bis 22 Billionen US-Dollar geschätzt (EPRA, LaSalle). Mit dieser immensen Erweiterung des „Investitions-Universums“ für Immobilien gewinnt auch die strukturierte Systemunterstützung in Form von spezialisierter Software an Bedeutung.

IVG Funds, der Fondsanbieter im IVG-Konzern, hat dazu mit ihrem Immobilien-Portfoliomanagementsystem eine spezialisierte Software entwickelt. Neben der Berücksichtigung der Spezifika der Immobilienmärkte für das Portfoliomanagement bietet sich damit insbesondere eine Schnittstelle zu den Spezialfonds-Mandanten. Dies ist von großer Bedeutung, da die Branchenaufsicht von den IVG-Kunden, wie zum Beispiel Versicherungsunternehmen, zunehmend ausgefeiltere eigene Riskoeinschätzungen verlangt („Stress Tests“ et cetera). Dieser Trend dürfte sich unter den Eindrücken der Subprime-Krise eher noch verstärken.

Die Renditeseite und das Immobilienrisiko

Auf der Renditeseite bildet das Tool die international übliche Investitionsrechnung des „Discounted Cash Flow“ (DCF) ab. Der „DCF Scenario Analyser“ bietet die Möglichkeit, prognostizierte Cash-Flows von Immobilieninvestitionen gezielt

Abbildung 1: Korrelation der Total Office Returns 1998 bis 2007

	Deutschland	Frankreich	Großbritannien	Niederlande	Schweden
Deutschland	1,00	- 0,07	- 0,47	0,62	0,15
Frankreich	- 0,07	1,00	0,37	0,50	0,69
Großbritannien	- 0,47	0,37	1,00	0,17	0,47
Niederlande	0,62	0,50	0,17	1,00	0,78
Schweden	0,15	0,69	0,47	0,78	1,00

Quelle: Eigene Auswertung anhand Total-Return-Daten von IPD

auszuwerten und Sensitivitätsanalysen durchzuführen. So können unterschiedliche Szenarien in Renditekennziffern ausgedrückt oder der Einfluss aus der Rentabilitätsveränderung einzelner Objekte auf ein Portfolio dargestellt werden. Mit dem Baustein „Performance Measurement System“ wird ein Portfolio mit dem SAP-Rechenwerk verknüpft und bietet so finanzwirtschaftliche Kennzahlen auf verschiedenen Aggregationsebenen („Drill Down“).

„Lage, Lage, Lage“ ist das Credo der Branche, das auch in diesem Tool entsprechend berücksichtigt wird. Mit dem Baustein „Property Scoring“ wird dies über 24 Lage- und 25 Objektkriterien abgebildet. Das Entscheidende ist, dass hier nicht ein akademischer Kriterienkatalog „abgefeiert“ wird, sondern Kriteriensets und ihre Gewichtungen von den IVG-Niederlassungen für den relevanten Markt entwickelt werden.

Der Prestigewert von Adressen in bestimmten Arrondissements von Paris etwa ist viel höher zu gewichten als der Prestigewert bestimmter Viertel an deutschen Standorten. Der ökonomische Wert von Immobilien resultiert nicht in erster Linie aus der Menge verbauten Betons. Der Wert einer Immobilie bemisst sich im Kern nach der Güte der Mietverträge, die akquiriert werden können. Höhe und

Nachhaltigkeit der Zahlungsströme aus einer Immobilie sind die entscheidenden Parameter. Dem trägt der Baustein „Tenant Credit Rating Analyser“ Rechnung. Mit den Basisdaten der Wirtschaftsauskunftei Dun & Bradstreet wird die Sicherheit der Cash-Flows gemessen und es werden Steuerungsdaten für Neu- und Anschlussvermietungen gegeben – etwa zur Vermeidung von Klumpenrisiken.

Laufzeitstruktur des Vertragsbestands

Von entscheidender Bedeutung für die Qualität eines Portfolios ist schließlich auch die Laufzeitenstruktur des Mietvertragsbestandes. Analysemöglichkeiten unter anderem dazu bringt der Baustein „Portfolio Rating“ in das Tool ein. Kombiniert man Laufzeitanalysen zum Beispiel mit zukünftig zu erwartenden Mietniveaus, so lässt sich erkennen, ob ein Portfolio in die Zukunft betrachtet unter oder über dem Marktmietniveau liegen dürfte („Under-Rented“- oder „Over-Rented“-Status). Lokale Usancen, wie etwa „Upwards-Only“-Klauseln in England, sind dabei wichtige Details für die Riskoeinschätzung.

Eine solitäre Betrachtung der einzelnen System-Bausteine schafft bereits eine

Abbildung 2: Ziele des Performance Measurement Systems

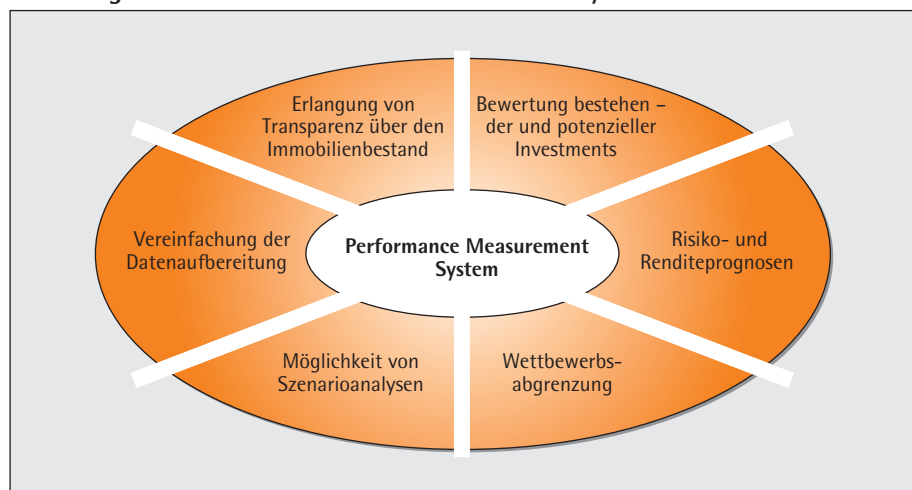
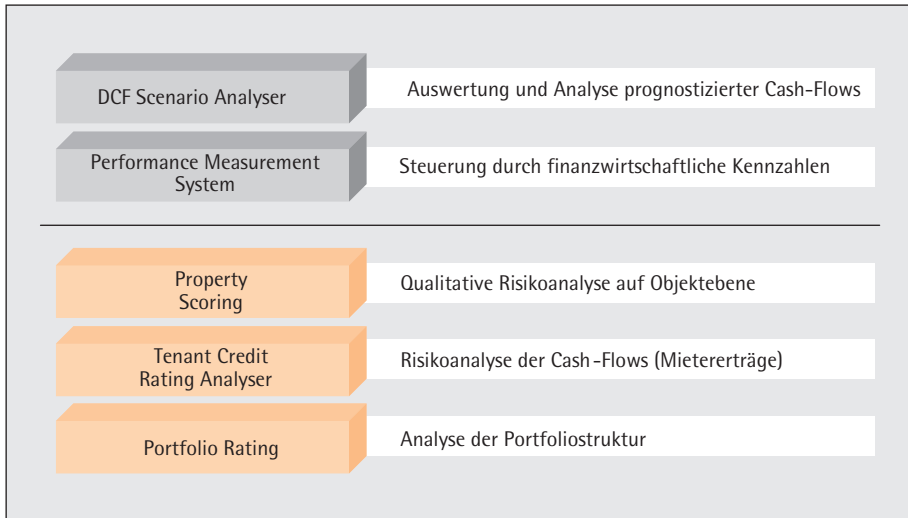


Abbildung 3: Bausteine der Software



hohe Transparenz über die Qualität eines Portfolios. Jedoch wird erst durch eine auf der jeweiligen Fondsstrategie basierende Bausteinvernetzung das gesamte Optimierungspotenzial eines Fonds aufgezeigt. Wichtig hierbei sind weniger

allein die technischen Belange eines Portfoliomanagementsystems als vielmehr die sinnvolle Zusammenführung von Technik mit Immobilienexpertenwissen, wofür IVG Funds auf das Know-how ihrer in beiden Welten beheimateten

Immobilienprofessionals zurückgreifen kann.

Anpassung an Marktgegebenheiten

IVG Funds setzt das „Immobilien-Portfoliomanagementsystem“ bei seinen Immobilienfonds für institutionelle Anleger, wie insbesondere Versicherungen und Pensionskassen, ein. Dort wurde Ende 2007 ein Vermögen von 10,3 Milliarden Euro betreut. Die Systemunterstützung ergänzt die Expertise und langjährige Erfahrung der IVG Funds an entscheidender Stelle.

Außer für die Immobilien-Spezialfonds deutscher Provenienz wird dieses Tool auch für weitere strukturierte Anlageprodukte für institutionelle Investoren eingesetzt. Das Software-Tool wird den Marktgegebenheiten kontinuierlich angepasst und soll in der Zukunft gegebenenfalls auch eigenständig vermarktet werden. ■