

Messeausgabe 2009

Performancemessung und Benchmarking bei Immobilien

Daniel Piazolo

Wie gut ist die Rendite einer möglichen oder bereits getätigten Immobilieninvestition? Wie gut passt das Objekt ins Portfolio? Diese Fragen stellen sich Investoren jeden Tag. Zur Erfolgs- und Positionskontrolle ist eine adäquate Performancemessung und -analyse nötig. Dabei ist die Ermittlung eines geeigneten Vergleichsmaßstabes für die Beurteilung der Leistung entscheidend, weiß der Autor. Indizes können die Entwicklung des jeweils relevanten Marktes abbilden und somit eine passende und objektive Benchmark liefern, um den Anlageerfolg beurteilen zu können. (Red.)

Ein wichtiger Ausgangspunkt für den gesamten Asset-Management-Prozess bei Investitionen ist die Analyse der relevanten Anlageziele. Diese müssen insbesondere auf den Anlagehorizont und die Rendite- beziehungsweise Risikovorgaben des Investors abgestimmt sein. Hieraus ergibt sich als Ergebnis der strategischen Portfolioplanung respektive Asset Allocation eine Zielportfoliostruktur (Anlagepolitik), die auf Portfolio- und Objektebene umgesetzt wird. Die Anlagepolitik ist durch den Managementstil bedingt, der beispielsweise eine bevorzugte Investition in Büroimmobilien bedeuten kann. Für die konkrete Umsetzung der Anlagepolitik dient eine geeignete Benchmark als wichtiger Anhaltspunkt.

Benchmark-Vergleich als Teil der Performancesteuerung

Der Portfoliomanager wird entweder anstreben, über das Tracking der Benchmark (passives Management) eine Benchmark-Rendite bei Eingehen von Benchmark-Risiken zu erzielen oder auf Grundlage privater Informationen und geschickter Markteinschätzung eine gegenüber der Benchmark überdurchschnittliche Rendite zu erreichen (aktives Management). Benchmarks stellen im Rahmen der Performanceanalyse somit den Referenzmaßstab zur Evaluierung des Portfoliomanagements dar.

Dies ermöglicht die Erfolgsmessung aus Sicht des Investors (institutioneller beziehungsweise privater Anleger). Gleichzeitig dienen die Informationen potenziellen Investoren bei der Auswahl zukünftiger Investitionen als Grundlage für die Bewertung von Fähigkeit und

Leistung des Portfoliomanagements. Der Rückkopplungseffekt einer kontinuierlichen Performanceanalyse kann sowohl eine Änderung der Anlagepolitik als auch Anpassungen der Anlageziele zur Folge haben und trägt somit zu einer ständigen Reflexion innerhalb des Asset-Management-Prozesses bei.

Als umfassende Kennzahl für die Performance wird der Total Return angesehen. Der Total Return in der Immobilienwirtschaft bezieht sich meistens auf die Gesamrendite der Immobilien vor Steuern und vor Finanzierungsaspekten. Damit werden Aspekte ausgeschlossen, die investorenspezifisch sind und somit eine Vergleichbarkeit erschweren. Der Total Return ist die Gesamrendite, die eine Anlage über eine Zeitperiode erwirtschaftet. Betrachtet wird die Gesamtvermögensänderung, die sich bei Immobilien aus Netto-Cash-Flow-Rendite und Wertänderungsrendite zusammensetzt. Bezugsgröße für den Total Return ist das gebundene Kapital, welches neben dem Marktwert zum Periodenanfang die Nettoinvestitionen im Betrachtungszeitraum einbezieht.

Dix Deutscher Immobilien Index

In Abbildung 1 wird der Total Return der Immobilien in Deutschland, repräsentiert durch den Dix Deutscher Immobilien Index, dargestellt sowie die beiden

Hauptkomponenten Netto-Cash-Flow-Rendite und Wertänderungsrendite für die Jahre 1996 bis 2008. Für den gesamten Zeitraum lag der Index nie über 5,6 Prozent, aber auch nie unter 0,5 Prozent, wobei die Gesamtrenditen von über fünf Prozent am Ende der neunziger Jahre zu verzeichnen sind. Von 2000 bis 2005 ist dagegen eine nachlassende Performance des Dix festzustellen. 2005 war die Talsohle für den deutschen Immobilienmarkt erreicht und danach ging es für den deutschen Immobilienmarkt wieder aufwärts. Mit dem Einsetzen der Auswirkungen der weltweiten Finanzkrise auf den deutschen Immobilienmarkt reduzierte sich der Index im Jahr 2008 auf nur noch 3,5 Prozent.

Zerlegt man den Total Return in die beiden Komponenten Wertänderungsrendite und Netto-Cash-Flow-Rendite fällt auf, dass die Netto-Cash-Flow-Rendite seit 1996 sehr stabil ist und nur geringfügig um den Wert von fünf Prozent schwankt. Dagegen war die Wertänderungsrendite recht volatil und lag mit Ausnahme der Jahre 2000 und 2001 immer im negativen Bereich. Aus diesen Ergebnissen lässt sich erkennen, dass vor allem die Wertänderungsrendite für die niedrigen Dix-Ergebnisse verantwortlich ist.

Datenaufbereitung und -auswertung

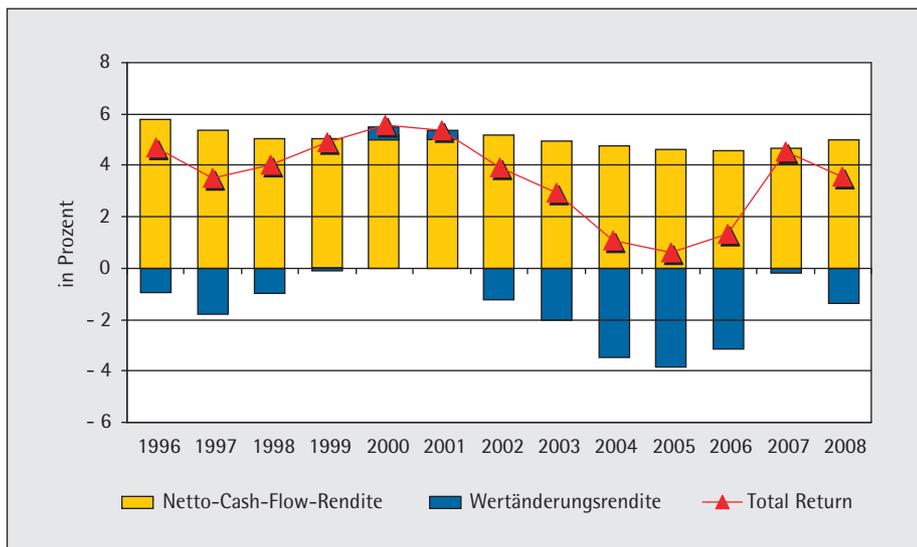
Die exakte analytische Aufarbeitung der gelieferten Daten ist der entscheidende Mehrwert bei der Portfolioanalyse für Immobilien. So ist die Attributionsanalyse eine Methode, die auch bei anderen Assetklassen verwendet wird, um die Ursachen der Performanceabweichung des betrachteten Portfolios relativ zur Benchmark quantitativ zu erklären. Mit dem relativen Return wird die Abweichung des Total Returns eines Portfolios von der Benchmark erfasst und durch die Attributionsanalyse in zwei Teile aufgeteilt.

Der erste Teil des relativen Returns wird auf der Grundlage der abweichenden Gewichtung des Portfolios von der Benchmarkstruktur berechnet. Diese sogenannte Strukturkomponente gibt an, wie weit ein Portfolio durch die geschickte Auswahl der Standorte und der Übergewichtung von gut laufenden Regionen eine höhere Rendite als der Durchschnitt der Teilnehmer erzielt hat. Der zweite Teil der Attributionsanalyse wird von der individuellen Performance der einzelnen Grundstücke des Portfolios innerhalb der entsprechenden Marktseg-

Der Autor

Dr. Daniel Piazolo ist Geschäftsführer der IPD Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden.

Abbildung 1: Total Return, Netto-Cash-Flow-Rendite und Wertänderungsrendite in Deutschland 1996 bis 2008



Quelle: IPD Investment Property Databank

mente abgeleitet. Diese sogenannte Grundstückskomponente untersucht somit, ob zum Beispiel die Büroimmobilien in Frankfurt eines Teilnehmers einen höheren Total Return als die Frankfurter Büroimmobilien aller Teilnehmer erwirtschaften konnte.

Clustering der Performance

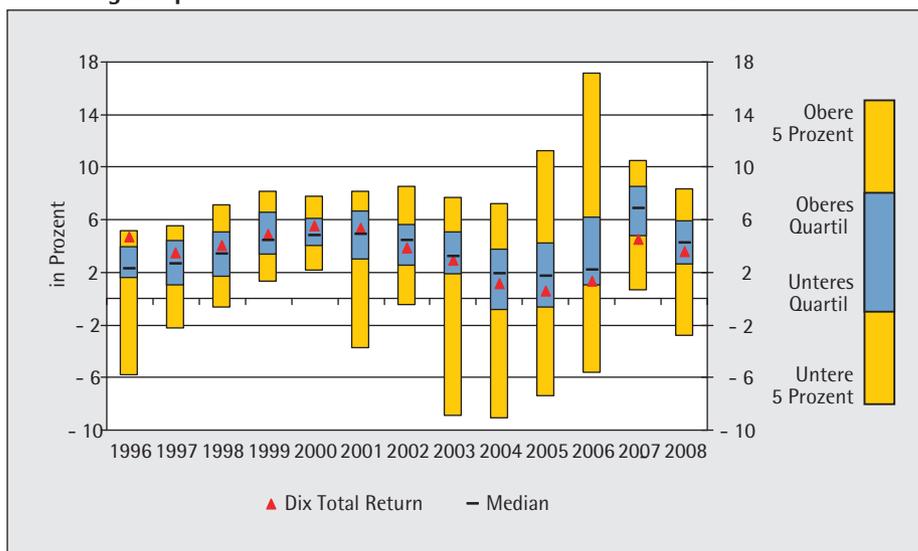
Abbildung 2 stellt die Performance des Dix, aber auch der teilnehmenden Portfolios für die Jahre 1996 bis 2008 dar. Bei den Portfolios werden aus Vertraulichkeitsgründen die besten fünf Prozent der Portfolios und die schlechtesten fünf Prozent nicht angezeigt. Jedoch sind hier 90 Prozent der teilnehmenden Portfolios repräsentiert und es zeigt sich, dass die Spannweite im Jahr 2008 mehr als zehn Prozentpunkte zwischen den besten fünf Prozent und den schlechtesten fünf Prozent der Portfolios beträgt. Die besten fünf Prozent der Portfolios hatten im Jahr einen Total Return von mehr als acht Prozent, während die schlechtesten fünf Prozent einen Total Return von weniger als minus zwei Prozent hatten.

In der Abbildung ist auch das obere Quartil angegeben. Dies bedeutet, dass die besten 25 Prozent der Portfolios einen Total Return oberhalb dieser Kennmarke erwirtschaftet haben. Im Jahr 2008 konnten die oberen 25 Prozent der Portfolios einen Total Return von sechs Prozentpunkten oder mehr erzielen. Analog zeigt die Abbildung, dass für die unteren 25 Prozent der Portfolios der Total Return zwei Prozentpunkte und

weniger betragen hat. Der Großteil relativer Performanceunterschiede resultiert regelmäßig aus der Wertänderungsrendite. Hierbei ist interessant, welcher Teil der Wertänderungen hauptsächlich auf Marktentwicklungen wie Änderungen der marktüblichen Mietpreise beziehungsweise der nachhaltigen Roherträge und welcher auf einen möglichen Bewertungseffekt entfällt.

Der Bewertungseffekt ist stärker objektbezogen und liegt folglich besonders im Ermessen des Wertermittlers. Da sich die Auswirkungen der Marktentwicklung und der Bewertungseffekt zur Wertänderung addieren, können sie sich im Ergebnis entweder bestärken oder abschwächen.

Abbildung 2: Spannweite der Portfolio Total Returns 1996 bis 2008



Quelle: IPD Investment Property Databank

Im Bewertungseffekt fließen alle Änderungen der Wertermittlung ein, die nicht auf die Mietpreisentwicklung zurückzuführen sind. Der Bewertungseffekt umfasst Anpassungen des Liegenschaftszinssatzes, der Restnutzungsdauer und sonstige Modifikationen in den Bewertungsannahmen. Durch den Vergleich des Bewertungseffekts eines Grundstücks mit der Benchmark, das heißt in diesem Fall idealerweise Grundstücke der anderen Investoren in der gleichen Stadt im gleichen Sektor wie zum Beispiel Büro, kann abgeleitet werden, ob die Bewertung bei dem Grundstück „aggressiv“ oder eher „konservativ“ war.

Berücksichtigung von Bewertungseffekten

Die ermittelten Benchmarks stehen aber nicht nur zur Verfügung, um eine umfassende Performanceanalyse des eigenen Portfolios durchzuführen, sondern es können auch weitere Analysen für den Immobilienmarkt durchgeführt werden. So findet man hier eine Antwort zu der Frage: Wie stark sind die Unterschiede in der Performance verschiedener Sektoren wie Büro-, Handels- und Wohnimmobilien?

Damit ermöglicht eine umfassende Datenbank für die Performance von Immobilien nicht nur den Vergleich mit anderen Marktteilnehmern, sondern auch die Erhöhung der Markttransparenz. Jedoch kann eine hohe Markttransparenz nur geschaffen werden, wenn ein relativ einfacher Zugang zu den Marktdaten bei einer unabhängigen Stelle gewährleistet

wird. In Großbritannien werden von IPD schon seit 1985 Daten zum nationalen Immobilienmarkt gesammelt und als Benchmark verwendet.

In Deutschland wurde eine umfassende Immobiliendatenbank zur Erstellung eines Immobilienindex Mitte der neunziger Jahre geschaffen. Der daraus entstandene Dix Deutscher Immobilien Index wird von der IPD Investment Property Databank GmbH veröffentlicht und kann für Marktanalysen verwendet werden.

Die Dix-Datenbank beinhaltet direkt gehaltene Immobilien aus 55 verschiedenen Portfolios – bei einem gesamten Marktwert der Immobilien in der Datenbank von mehr als 45 Milliarden Euro. Davon waren 21 Milliarden Euro im Jahr 2008 in Büroimmobilien, neun Milliarden Euro in Handelsimmobilien, fünf Milliarden Euro in Wohnimmobilien und der Rest in sonstigen Immobilien wie Logistik oder gemischt genutzte Immobilien investiert.

Markttransparenz und Vertraulichkeit

Es ist wichtig festzuhalten, dass nur institutionelle Investoren an der Dix-Datenbank teilnehmen können, die ihre Immobilien regelmäßig und mindestens einmal pro Jahr bewerten. Dabei erfolgt die Bewertung intern oder extern durch vereidigte Sachverständige. Insgesamt beträgt die geschätzte Marktabdeckung des Dix 44 Prozent des relevanten Marktes, also von den institutionellen Investoren, die mindestens jährlich bewerten.

Das Konzept der Informationsbeschaffung bei der Dix-Datenbank ist einfach: Die Teilnehmer liefern die Informationen über die eigenen Bestände. Auf Basis der aggregierten Daten aller Teilnehmer wird eine Benchmark erstellt und die Portfolios werden hinsichtlich relativer Stellung zum Markt beurteilt. Je mehr Kunden teilnehmen, umso mehr entspricht der Index dem tatsächlichen Markt und umso transparenter wird der deutsche Immobilienmarkt.

Im Rahmen einer genauen Performancemessung von Immobilien und einer detaillierten Analyse eines Immobilienportfolios sind viele Datenpunkte nötig, die zusammen mit den berechneten Kennzahlen auch für andere Zwecke und für andere Marktteilnehmer – wenn auch anonymisiert – zur Verfügung gestellt werden. So ist das Ziel der Portfolioanalyse von IPD, durch die Liefe-

rung standardisierter, genauer, objektiver Performancedaten für Immobilien die Anlageklasse Immobilien auf dieselbe Grundlage wie andere Assetklassen, seien es Aktien oder festverzinsliche Anleihen, zu stellen.

Dabei soll eine maximale Markttransparenz im Einklang mit der Wahrung von Vertraulichkeit durch den strenger Schutz der Einzelobjekt- und Eigentümerdaten geschaffen werden. Viele Marktteilnehmer sind bereit, vertrauliche Daten einem unabhängigen Dritten zur Verfügung zu stellen, wenn nur aggregierte Daten publiziert und für die Portfolioanalyse und für Vergleiche verwendet werden. Diese Teilnehmer tragen somit aktiv zur Erhöhung der Transparenz in Deutschland bei.

Als wichtigen Trend lässt sich die weltweite Vereinheitlichung der Performance-Berichterstattung feststellen. Die Globalisierung der Finanzmärkte, das damit einhergehende Wachstum der investierten Mittel sowie die Vielfalt an Finanzkörperschaften und beteiligten Ländern lassen eine Standardisierung der Berechnung und Präsentation der Investment-Performance erforderlich erscheinen. In den USA gab es 1993 mit den PPS, den Performance Presentation Standards der Association of Investment Management Research (AIMR), die ersten Schritte zur Vereinheitlichung der Darstellung der Performance.

Performanceberichterstattung

AIMR benannte sich in Chartered Financial Analyst (CFA) Institute um und die PPS wurden im Jahr 1999 zu den Global Investment Performance Standards (GIPS), um weltweit einheitliche Standards zu etablieren. Die GIPS sind Richtlinien und vorgegebene Standards, wie die Performancezahlen des eigenen Portfolios möglichen Kunden und der weiteren Öffentlichkeit zu zeigen sind. Die Grundidee ist einfach: Der potenzielle Investor soll es leichter haben, zwischen verschiedenen Fonds auswählen zu können, ohne immer die Berechnungsmethode der verschiedenen Akteure hinterfragen zu müssen. Dadurch sollte der potenzielle Investor leichter fundierte Entscheidungen treffen können.

Eine Kapitalanlagegesellschaft kann sich nur dann als „GIPS compliant“ bezeichnen, wenn sie auch die Performance der Gesellschaft berechnet, die alle (!) Fonds unter eigenem Management beinhaltet. Die Anwendung einheitlicher Perfor-

mancestandards ist maßgeblich für die aussagekräftige Performanceanalyse von multinationalen Investment-Portfolios, besonders im Hinblick auf ein effektives Benchmarking.

Auswahl der Benchmark

Performanceanalysen mit Benchmarking sind ein wichtiges Instrument, um den Anlageerfolg von Immobilienportfolios quantifizieren und beurteilen zu können. Die Leistung eines aktiven Portfoliomanagements manifestiert sich im erzielten Anlageerfolg und setzt sich zusammen aus der geschickten Allokation des Kapitals auf unterschiedliche Immobilienmarktsegmente und der Selektion geeigneter Grundstücke innerhalb der Segmente.

Die Beurteilung des Anlageerfolgs sollte im Rahmen eines externen Benchmarking relativ zum Erfolg anderer relevanter Marktteilnehmer erfolgen. Für eine realistische Beurteilung der Performance eines Portfolios ist also die Auswahl beziehungsweise Konstruktion der Benchmark mitentscheidend. ■

Anzeige



Der Beleihungswert – Fundament für den Hypothekenpfandbrief

HypZert Eine Initiative der deutschen Finanzwirtschaft

HypZert zertifiziert Immobiliengutachter, die sich in der Beleihungswertermittlung bestens auskennen, nach den anspruchsvollen Kriterien der ISO 17024. Sie werden auch künftig dazu beitragen, die hohe Qualität des Hypothekenpfandbriefs zu sichern.

HypZert GmbH · Tel.: +49 (0)30-20 62 29-0 · www.hypzert.de