

Schwerpunkt: Immobilien-Spezialfonds

Risiko und Rendite von Investitionen in Immobilien-Spezialfonds

Georg Allendorf

Weil Immobilien-Spezialfonds nur auf einen oder wenige Investoren individuell zugeschnitten sind, fällt ein Qualitätsvergleich zwischen den Anbietern nicht leicht. Aus Sicht des Autors kommt erschwerend hinzu, dass die Risiken und Renditen unterschiedlich ermittelt und nur selten veröffentlicht werden. Im eigenen Haus, der DB Real Estate, würden die Risiken von Einzelobjekten und Portfolios anhand qualitativer und quantitativer Merkmale eingeschätzt sowie die Renditen mittels internem Zinsfuß berechnet. Damit wurde zumindest bezüglich der Methode Transparenz hergestellt. (Red.)

Das Risiko und die Rendite sind wesentliche Elemente in einer Beurteilung des Instrumentes Spezialfonds für Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren. Eine Studie der Deutschen Immobilien-Datenbank (DID), die auch bei der Konferenz der European Real Estate Society (Eres) in Weimar in diesem Jahr vorgestellt wurde, beantwortet die Frage nach dem Risiko und der Rendite von Immobilien-Spezialfonds mit jeweils zwei Zahlen: der kapitalgewichteten Rendite der Immobilienfonds eines Jahres und dem Risikomaß Mean Absolut Deviation (MAD). Diese sind für die Jahre 2001 bis 2003 in der Tabelle zu erkennen.

Renditemaß interner Zinsfuß

In diesem Beitrag soll das Thema aber insbesondere über die Einflussfaktoren von Rendite und Risiko aufgegriffen werden, begonnen wird dabei mit dem Renditebegriff. In der Literatur gibt es ausreichende Definitionen für die Rendite von Investitionen, deshalb sollen hier die Komponenten der Rendite von Immobilienspezialfonds im Vordergrund stehen. Folgende Kennzahlen werden in der Regel für Immobilien-Spezialfonds ausgewiesen: laufende Ausschüttungsrendite, Gesamtrendite und interner Zinsfuß.

Nur bei der laufenden Ausschüttungsrendite sollen zwei Ausprägungen unterschieden werden: Zum einen wird die Ausschüttung des Spezialfonds zu dem eingezahlten Eigenkapital in das Verhältnis gesetzt (wobei Wertveränderungen nicht berücksichtigt werden) und zum anderen wird die Ausschüttung durch das momentan gebundene Eigenkapital (Fondsvermögen) dividiert. Beide Methoden haben Vor- und Nachteile. Die Vari-

ante 1 gibt an, wie sich das ursprüngliche Eigenkapital laufend verzinst, während bei Variante 2 der Vergleich mit einem Alternativinvestment im Vordergrund steht.

Zur Berechnung der Gesamtrendite eines Immobilien-Spezialfonds erscheint die BVI-Methode als eher ungeeignet, da eine Gewichtung der Einzahlungszeitpunkte und -kurse bei Fonds in der Aufbauphase nicht erfolgt und damit gegebenenfalls auch langfristig den Performanceausweis verfälscht. Aus diesem Grund erscheint der interne Zinsfuß trotz seiner sonstigen Schwächen das geeignete Renditemaß für die mehrperiodische Betrachtung. Eine Aufspaltung der Renditen in ihre Komponenten erscheint erforderlich, um die Bedeutung und Nachhaltigkeit beurteilen zu können. Fünf Hauptfaktoren können unterschieden werden:

- Cash-Flow der Immobilien,
- Einfluss der Fremdfinanzierung,
- Wertveränderung der Fondsaktiva und -passiva,
- Beitrag der Liquiditätsanlage,
- sondervermögensspezifische Gebühren.

Als Cash-Flow der Immobilien soll der Einnahmenüberschuss verstanden wer-

Der Autor

Dr. Georg Allendorf ist Geschäftsführer der DB Real Estate Spezial Invest GmbH, Eschborn.

den, der sich aus der Bewirtschaftung von Immobilien des Sondervermögens ergibt. Der Einfluss der Fremdfinanzierung resultiert aus dem positiven beziehungsweise negativen Effekt der Kreditaufnahme des Sondervermögens zur Finanzierung von Fondsimmobilien.

Bei den Wertänderungen der Aktiva und Passiva des Fondsvermögens können folgende Unterfaktoren unterschieden werden: Immobilien-Verkehrswertänderungen, Bildung von Rückstellungen für latente Steuern, Wechselkursschwankungen und stille Reserven beziehungsweise stille Lasten bei der Bewertung von Fremdfinanzierungspositionen des Sondervermögens.

Wertveränderungen bei den Liquiditätsanlagen

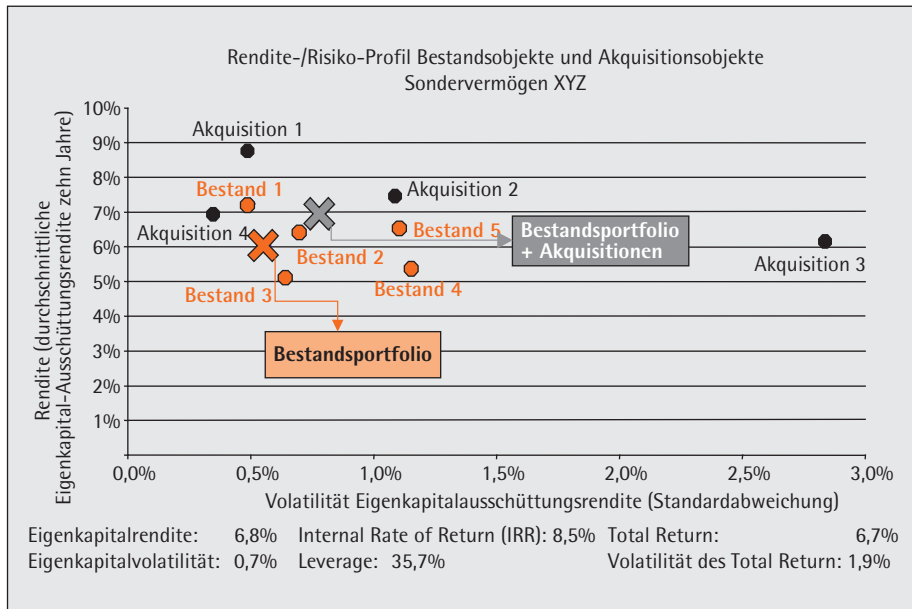
Latente Steuern stellen bei Fonds, die im Ausland investiert sind, erhebliche Einflussfaktoren auf die Performance von Immobilienfonds dar. Gerade bei Spezialfonds, deren Investoren sich aus einem Pool von Anlegern zusammensetzen, ist die Bildung von Rückstellungen für latente Steuern von besonderer Bedeutung.

Da die Investoren sehr langfristig, das heißt in der Regel bis zur Auflösung des Sondervermögens in solchen Fonds engagiert bleiben, sich aber durch unterschiedliche Beteiligungen an neuen Investments die Anteilsrelationen verschieben können, verändert sich auch der Anteil an den, soweit nicht vollständig zurückgestellt, latenten Steuern des Sondervermögens. Investoren, deren prozentuale Anteile ansteigen, wären somit schlechter gestellt.

Darüber hinaus müssen auch die Beiträge der Liquiditätsvorhaltung und der Gebühren, die mit der Verwaltung des Sondervermögens verbunden sind, in der Renditeberechnung Berücksichtigung finden. Zur Beurteilung sollte eine Aufspaltung und Attribution der Renditekomponenten erfolgen.

Dabei ist darauf zu achten, dass die verschiedenen Ebenen der Betrachtung – Immobilie, Immobilienportfolio und Gesamtfonds – aufeinander aufbauen und die Ergebnisse aus niedrigeren Aggregationsstufen abgeleitet werden können. Ist die Aggregation von Renditen noch vergleichsweise einfach (in der Regel additiv) spielen bei den Risiken Diversifikationseffekte eine Rolle, die

Abbildung 1: Auswirkungen von Zukäufen auf das Risiko-Rendite-Verhältnis bei Immobilien-Spezialfonds



Quelle: DB Real Estate Spezial Invest GmbH

auch der Grund für die Investition in Immobilienportfolios im Gegensatz zu der Investition in eine einzelne Immobilie darstellen.

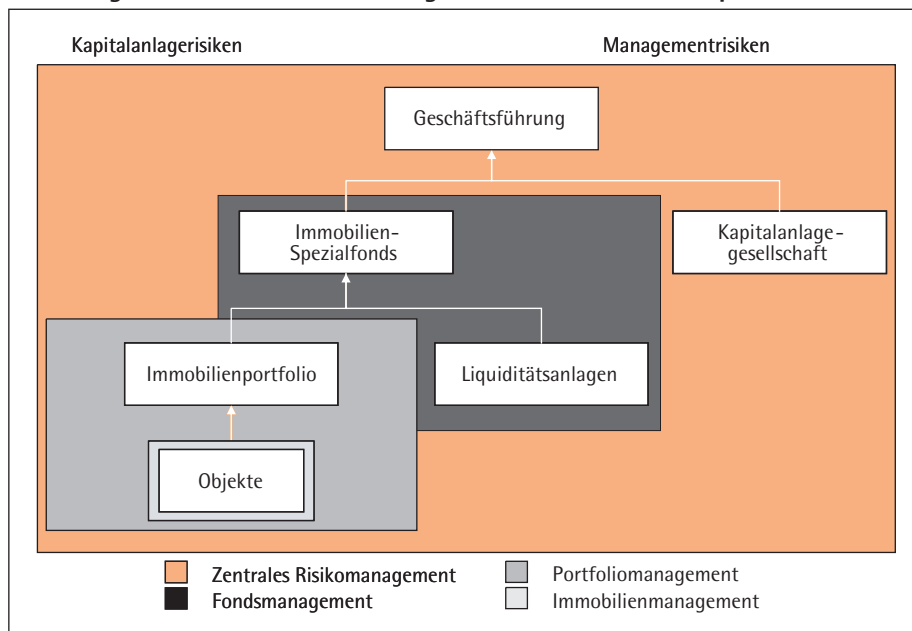
Die Beurteilung des Risikos bei Immobilieninvestitionen sollte mittels quantitativer und qualitativer Analyseverfahren erfolgen. Die qualitative Risikoanalyse umfasst dabei folgende Aspekte:

- Analyse der Objektqualität anhand von Kriterien, wie technische Ausstattung und Teilbarkeit;

- Analyse des Mikro-Standortes, insbesondere im Hinblick auf die technische Grundstückerschließung, Bau-, Grundbuch- und Steuerrecht, infrastrukturelle Erschließung;

- Analyse des Makro-Standortes einschließlich der Analyse der Bevölkerungsstruktur, der Beschäftigungs- und Wirtschaftsentwicklung, des wirtschaftlichen und politischen Klimas, der natürlichen Attraktivität sowie einer ausführlichen Analyse des Immobilienmarktes.

Abbildung 2: Ebenen des Risikomanagements bei Immobilien-Spezialfonds



Quelle: DB Real Estate Spezial Invest GmbH

Alle diese Kriterien können nicht nur als absolute Werte angegeben, sondern auch in den Vergleich mit ähnlichen Gebäuden, Standorten, Märkten und Ländern gesetzt werden.

Neben qualitativer auch quantitative Risikoanalyse

Die quantitative Risikoanalyse untersucht in der Regel mit Hilfe von Performanceprognosen die Auswirkung von unterschiedlichen Risikoarten sowohl auf die Performance der einzelnen Immobilien als auch die des Gesamtportfolios. Aus dem Besitz und Betrieb der Objekte können sich folgende wirtschaftlichen Risiken ergeben: Leerstand, Mietausfall, Miethöhe sowie (planmäßige versus außerplanmäßige) Instandhaltung.

Diese Risiken sollten entsprechend identifiziert, erfasst und bewertet werden. Risiken, die durch Versicherungen gedeckt (beispielsweise Feuer) oder durch Sicherungsgeschäfte (beispielsweise Finanzierung, Währung) reduziert werden können, sind hier nicht explizit aufgeführt.

Auch wenn die Risiken auf Einzelobjektebene tragbar erscheinen, muss deren Auswirkung auf das Gesamtportfolio geprüft werden. Typische Risiken auf Portfolioebene sind beispielsweise sektorale und geographische Schwerpunktbildung, synchrone Mietvertragsausläufe, Managementrisiko beziehungsweise Fehlentscheidungen bezüglich der Allokation, Marktrisiko und kumuliert anfallende Instandhaltung/Sanierung.

Verwendung von Simulationstechniken

Hilfreich für die Analyse ist die Verwendung von Simulationstechniken. Bei diesen werden unterschiedliche Eingangsparemeter der Performance-Prognose derart simuliert, dass nicht nur für die einzelnen Objekte, sondern auch für das gesamte Portfolio ein Rendite-/Risiko-Profil erstellt werden kann. Die eingesetzten Parameter sollten auf den Erkenntnissen sowohl von internen als auch externen Quellen basieren.

Die Ergebnisse der qualitativen und quantitativen Analyse sollten regelmäßig anhand von vorher festgelegten Rendite-/Risiko-Profilen überprüft werden. Abweichungen vom Profil müssen hinterfragt, erläutert und als Grundlage

für die Anpassung der ursprünglichen Annahmen genutzt werden. Die Ergebnisse der Analysen sollten dann ebenfalls zur Identifikation der möglichen Chancen und Risiken auf Portfolioebene genutzt werden.

Solche qualitativen und quantitativen Analysen können eine wesentliche Grundlage für die Transaktionsentscheidungen in einem Immobilien-Spezialfonds bilden. So können einzelne Immobilien bei dem Ankauf dahingehend überprüft werden, welche Auswirkungen sie auf das Rendite/Risiko-Profil des bereits bestehenden und noch zu akquirierenden Portfolios haben. Die Ergebnisse einer solchen Analyse sind in der Abbildung 1 beispielhaft dargestellt.

Einfluss des Risikomanagements auf die Akquisitionen

Das Risikomanagement für Immobilienspezialfonds sollte auf verschiedenen Ebenen erfolgen, die Abbildung 2 gibt dabei einen Überblick. Zu unterscheiden ist dabei auch zwischen dem gesetzlich erforderlichen formalen Risi-

Kennzahlen für Rendite und Risiko bei Immobilien-Spezialfonds (Angaben in Prozent)

	2001	2002	2003
Kapitalgewichtete Gesamtrendite	5,1	5,0	4,3
Risikomaß MAD	2,3	2,2	2,3

Quelle: Dietel, Thomas, Piazzolo: Comparing the Discreet Affluent Ones: A New Database for Real Estate Funds in Germany, Eres Konferenz, Weimar, 7. bis 10. Juni 2006

komanagement einer zentralen Risikomanagement-Einheit und dem immobilienpezifischen Risikomanagement der Fachabteilungen. Die zentralen Einheiten befassen sich in der Regel mit Kapitalanlage- und Managementrisiken sowohl für den jeweiligen Immobilien-Spezialfonds als auch für die Kapitalanlagegesellschaft. Neben dem formalen und unabhängigen Risikomanagement, werden die immobilienwirtschaftlichen Risiken durch die jeweiligen Fachabteilungen, wie zum Beispiel Portfolio- und Immobilien-Management, betreut.

Abschließend sei bemerkt, dass zum einen die Risiken und Renditen von Immobilien-Spezialfonds nur in sehr geringem Umfang veröffentlicht wer-

den, und so auch nur sehr schwer ein Vergleich zwischen den unterschiedlichen Anbietern erfolgen kann, und zum anderen auch die Behandlung der Risiken und die Ermittlung der Renditen sehr unterschiedlich erfolgt. Dem immer stärker werdenden internationalen Wettbewerb müssen sich auch Spezialfonds stellen.

Institutionelle Investoren verfügen mittlerweile über Organisationen, die den Vergleich zwischen den verschiedenen Anlageformen im Immobilienbereich fördern. Hier ist insbesondere Inrev zu nennen, die Organisation der Investoren in nicht börsennotierte indirekte Immobilienanlagen in Europa (www.inrev.org). ■