

Asset Management

Benchmarking-Möglichkeiten für Publikums- und Spezialfonds

Mehr als 20 Milliarden Euro Fondsvolumen sind derzeit eingefroren, weil Offene Immobilienfonds aus Liquiditätsnot ihre Anteilscheine vorübergehend nicht mehr zurücknehmen oder abgewickelt werden. Um sich Liquidität zu beschaffen, müssen die Immobilien aus dem Fondsvermögen unter zunehmendem Handlungsdruck verkauft werden. Wie wirkt sich das auf die Renditen der Fonds aus. Welcher Fondsmanager kann wertschonender veräußern als andere? Antworten liefert ein Benchmark-Vergleich. Dabei zeigen die Autoren, dass zuletzt vor allem Fondskosten, Liquiditätsrendite und Fremdfinanzierung die Fondsrendite prägen. (Red.)

Mit den jährlich erscheinenden Studien „Performance-Studie Offene Immobilienfonds“ und „Performance-Studie Immobilien-Spezialfonds“ veröffentlicht die Investment Property Databank GmbH (IPD) Benchmarks für die Performance von Offenen Immobilien-Publikumsfonds und Offenen Immobilien-Spezialfonds. Der Beitrag geht darauf ein, inwieweit ein detaillierteres Benchmarking beider Fondsgattungen und die Attribution der Fondsrenditen in ihre Bestandteile möglich ist. Abbildung 1 zeigt die Indexverläufe der IPD Indizes zur Messung der Renditen von Offenen Immobilien-Publikumsfonds (OFIX-ALL) und Offenen Immobilien-Spezialfonds (SFIX). Der monatlich auf Basis von Anteilscheinepreisen und Ausschüttungen berechnete OFIX-ALL umfasst zum Ende 2010 21 Fonds mit einem aggregierten Netto-

anlagevermögen (NAV) von 75,6 Milliarden Euro. Der SFIX wird analog berechnet, jedoch auf Basis der jährlich erscheinenden Rechenschaftsberichte der Fonds, weshalb Ergebnisse für das Jahr 2010 aktuell noch nicht vorliegen. Zum Ende des Jahres 2009 umfasst der SFIX die Renditen von 76 Fonds mit einem NAV von 15,5 Milliarden Euro.

Es fällt auf, dass beide Indizes in den vergangenen zehn Jahren über weite Strecken nahezu gleich verliefen, lediglich im Jahr 2009 bricht die Rendite des SFIX deutlich auf 0,5 Prozent ein, während sich die Rendite des OFIX-ALL lediglich auf 3,0 Prozent abschwächt. Im Jahr 2010 bricht die Rendite des OFIX-ALL ebenfalls deutlich auf ein Niveau von 0,4 Prozent ein, was in etwa der Rendite des SFIX des Jahres 2009 entspricht.

Die Benchmarkingmöglichkeiten für Immobilien-Spezialfonds sind im Vergleich zu Publikumsfonds stark eingeschränkt. Aus den Jahresberichten lässt sich zwar die Fondsrendite errechnen, aber schon bei der Analyse der regionalen Asset Allokation kann nur auf Schätzwerte über die flächenmäßige Verteilung der Liegenschaften zurückgegriffen werden, da die Fonds im Unterschied zu den Publikumsfonds nicht verpflichtet sind, Auskunft über die Verkehrswerte ihrer Objekte je Investmentstandort (oder auf Objektniveau) zu geben.

Abbildung 2 zeigt die Renditeentwicklung der Spezialfonds unterteilt nach dem regionalen Anlageprofil. Auf den ersten Blick ist die höhere Renditevolatilität bei den global- und europaweit agierenden Fonds im Vergleich zu den auf Deutschland fokussierten Fonds erkennbar. Auch bei den Publikumsfonds

lässt sich ein dominanter Einfluss der regionalen Asset Allokation auf die Fondspersformance feststellen. Da das öffentlich verfügbare Reporting der Publikumsfonds gerade auf Ebene der einzelnen Investmentstandorte sehr detailliert ist, stellt es eine wertvolle Informationsgrundlage zum Benchmarking beider Fondsgattungen dar.

Abbildung 3 zeigt die Renditeentwicklung der im OFIX-ALL Index zusammengefassten Offenen Immobilienpublikumsfonds der letzten zehn Jahre. Der kapitalisierungsgewichtete OFIX-ALL Index ist in schwarz abgetragen. Die übrigen Linien zeigen die Renditeniveaus der Fonds mit den höchsten Renditen (Maximum), den niedrigsten Renditen (Minimum) und den mittleren Werten der Fonds (Median). Des Weiteren werden der 75. und der 25. Perzentilrang gezeigt, wobei der 75. Perzentilrang bedeutet, dass 75 Prozent der Fonds eine niedrigere Rendite erzielten als die dargestellte.

Es fällt auf, dass sich die Renditen in den Jahren 2001 bis 2006 in einem verhältnismäßig engen Band zwischen Null und acht Prozent Jahresrendite bewegen. In diesen Jahren beträgt die Breite des mittleren Bandes der Fondsrenditen, also der Fonds zwischen 75. Perzentilrang und 25. Perzentilrang, weniger als zwei Prozentpunkte. Das Jahr 2007 ist dahingehend besonders, als der Gesamtmarktindex OFIX-ALL mit 6,2 Prozent einen Zehn-Jahres-Höchststand markiert und der Fonds Grundbesitz Europa infolge eines erfolgreichen Portfolioverkaufs mit einer Rendite von 15,4 Prozent die mit Abstand höchste Jahresrendite in der 50-jährigen Geschichte der Publikumsfonds erzielt.

Aufbrechen der wenig volatilen Renditehistorie

Die Entwicklungen der Jahre 2009 und 2010 brechen mit der bisherigen wenig volatilen Renditehistorie. Erstmals erzielen einzelne Fonds deutlich negative Renditen von minus 11,9 Prozent im Jahr 2009 und sogar minus 39,1 Prozent im

Die Autoren	
<p>Dr. Daniel Piazzolo Geschäftsführer</p>	
<p>Dr. Sebastian Gläser Manager Fund Services, IPD Investment Property Databank GmbH, Wiesbaden</p>	

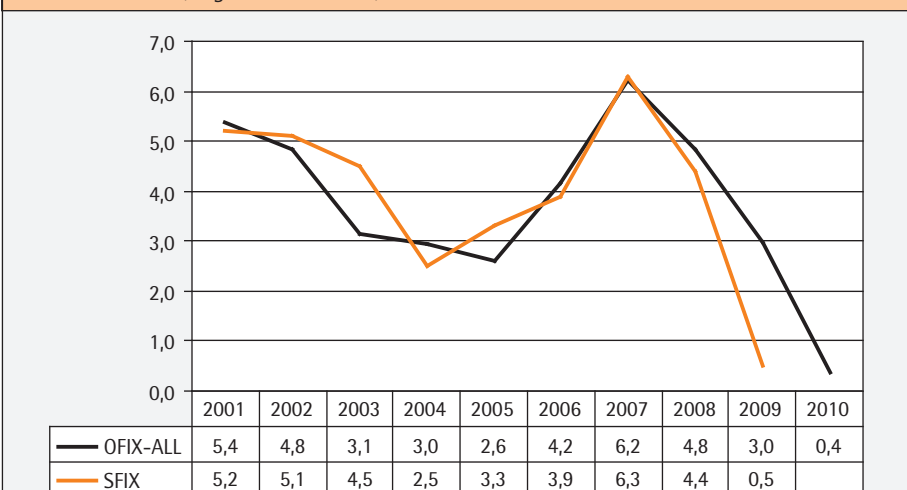
vergangenen Jahr. Der Gesamtmarktindex bleibt mit 0,4 Prozent nur knapp positiv, auch wenn die Hälfte der Fonds (Median) Renditen von über 1,6 Prozent erzielt. Da sieben von 21 Fonds negative Renditen erwirtschafteten, ist auch der 25. Perzentilrang mit minus 1,6 Prozent deutlich negativ. Im Weiteren wird untersucht, woher die deutlichen Renditeunterschiede resultieren.

Während zur Berechnung der Gesamrendite eines Fonds die erforderlichen Daten auf Monatsebene öffentlich verfügbar sind, muss zur Attribution der Renditebestandteile auf die jährlichen Rechenschaftsberichte der Fonds zurückgegriffen werden. Da die Fonds zu unterschiedlichen Stichtagen berichten, ist es sinnvoll, nur solche Fonds gegenüberzustellen, die ähnliche Geschäftsjahre haben. Abbildung 4 zeigt das Renditespektrum der acht OFIX-ALL-Fonds, die zum September/Oktober 2010 berichten. Für die sechs aufgeführten Renditekomponenten werden jeweils die Werte der Maxima, des 75. Perzentilranges, des Medianes und des 25. Perzentilranges abgetragen. Die Minima der Verteilung werden nicht gezeigt, da mit Ausnahme der Kategorien Währungsänderung und Liquiditätsrendite der Fonds Degi Europa mit Werten von jeweils weniger als minus 16 Prozent die Skalierung des übrigen Feldes zu stark komprimiert. Der blaue Kreis markiert die kapitalgewichtete Benchmark der einzelnen Renditekategorien, und das rote Kreuz trägt die Rendite des im Beispiel gebenchmarkten Fonds ab.

Der Beispielfonds schlägt in vier von sechs Kategorien die Benchmark deutlich, im Fall der Immobilienrendite vor Fremdkapitaleinsatz um 2,3 Prozentpunkte, im Fall der Rendite nach Fremdkapitaleinsatz sogar um 3,6 Prozentpunkte. Die Währungsänderung des Fonds liegt mit minus 0,1 Prozent knapp unterhalb der Benchmark von null Prozent, allerdings waren die Auswirkungen von Fremdwährungen im Jahr 2010 im gesamten Feld sehr gering ausgeprägt, mit Werten zwischen minus 0,5 und plus 0,4 Prozent. In Bezug auf die Rendite der gehaltenen Liquidität liegt der Fonds mit 0,7 Prozent auf Benchmarkniveau, wobei von den übrigen Fonds Werte zwischen 0,3 und 1,3 Prozent erzielt werden.

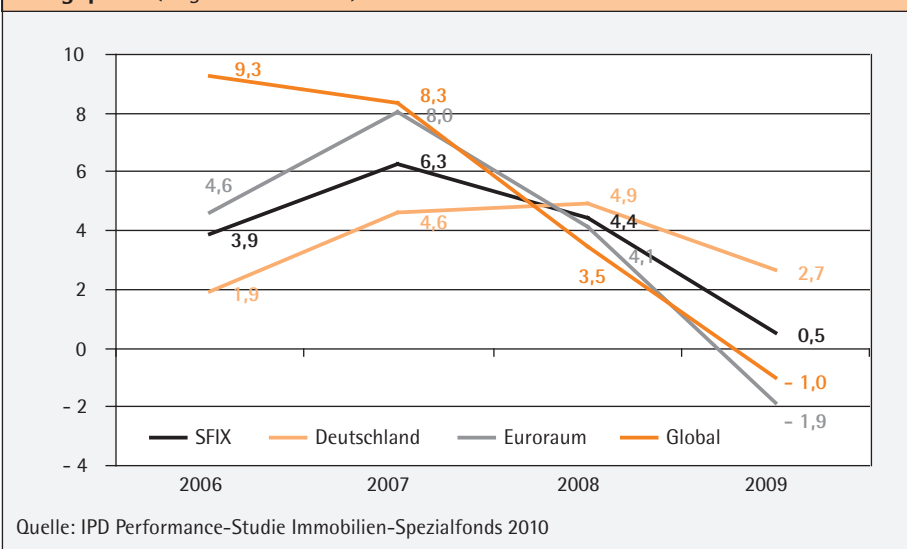
Es fällt auf, dass die niedrigen Liquiditätsrenditen die Fondsergebnisse nach Finanzierung und Liquidität erheblich belasten. Die Benchmark der Rendite vor Fondskosten fällt von 2,4 Prozent auf 1,9 Prozent und die des Beispielfonds sogar von 6,0 auf 4,1 Prozent. Hierbei ist anzu-

Abbildung 1: Renditeentwicklung der Publikums- und Spezialfonds 2001 bis 2010 (Angaben in Prozent)



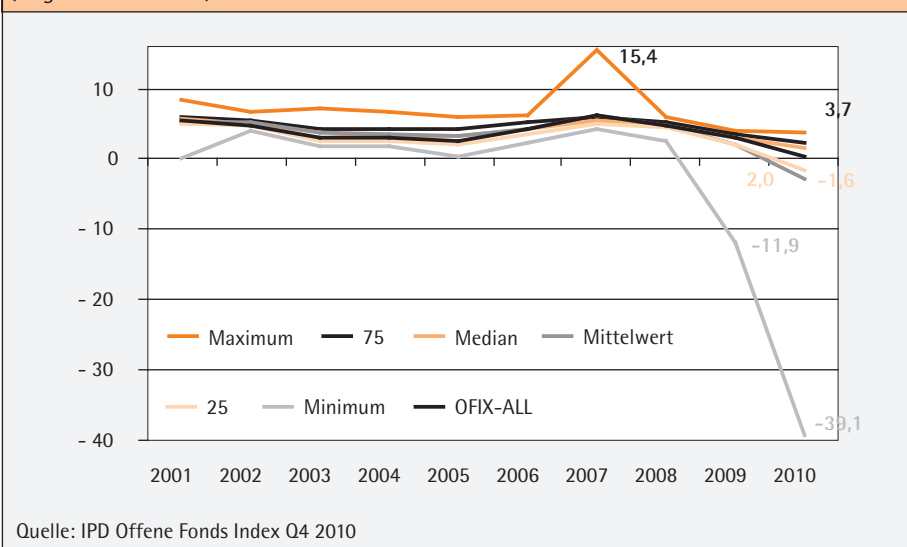
Quelle: IPD Performance-Studie Immobilien-Spezialfonds 2010, IPD Offene Fonds Index Q4 2010

Abbildung 2: Renditeentwicklung der Spezialfonds 2006 bis 2009 nach Anlageprofil (Angaben in Prozent)



Quelle: IPD Performance-Studie Immobilien-Spezialfonds 2010

Abbildung 3: Renditespannbreite der OFIX-ALL Fonds 2001 bis 2010 (Angaben in Prozent)



Quelle: IPD Offene Fonds Index Q4 2010

Abbildung 4: Renditespektrum 2010 ohne Fonds in Abwicklung
(Angaben in Prozent)

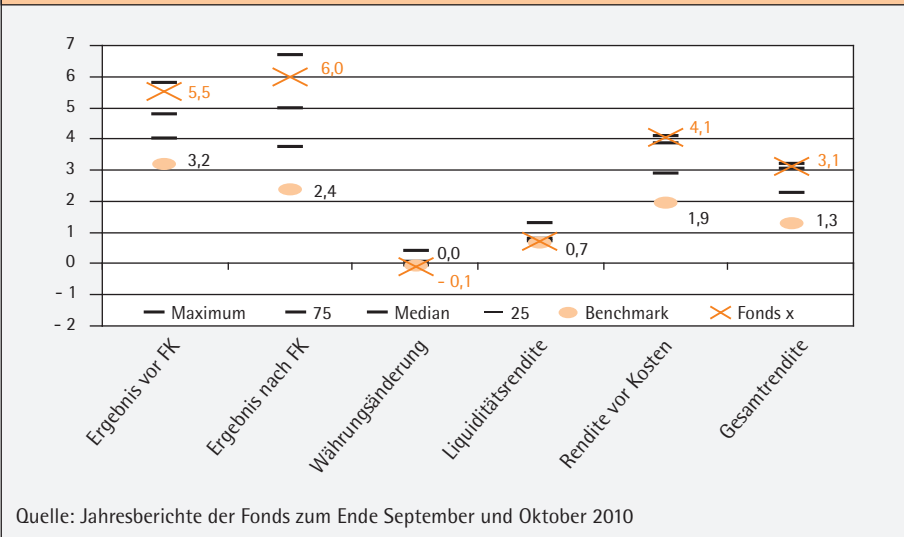


Abbildung 5: Renditespektrum 2010 ohne Fonds in Abwicklung
(Angaben in Prozent)

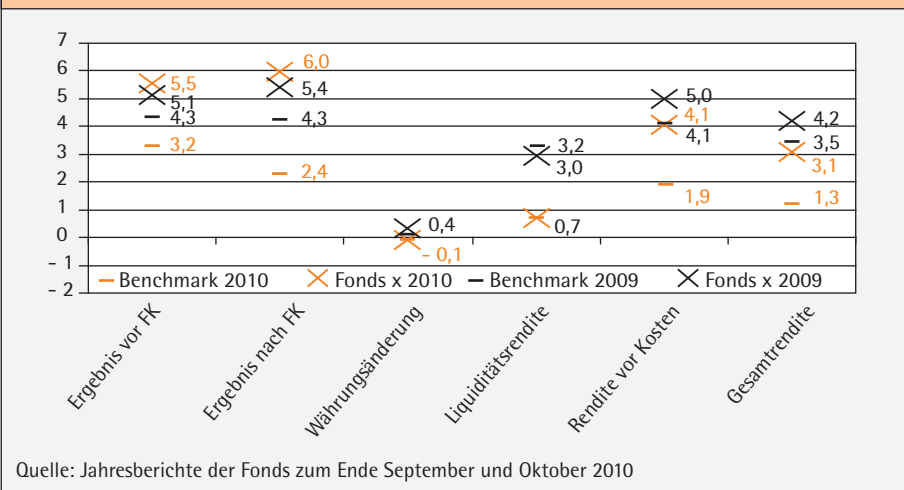
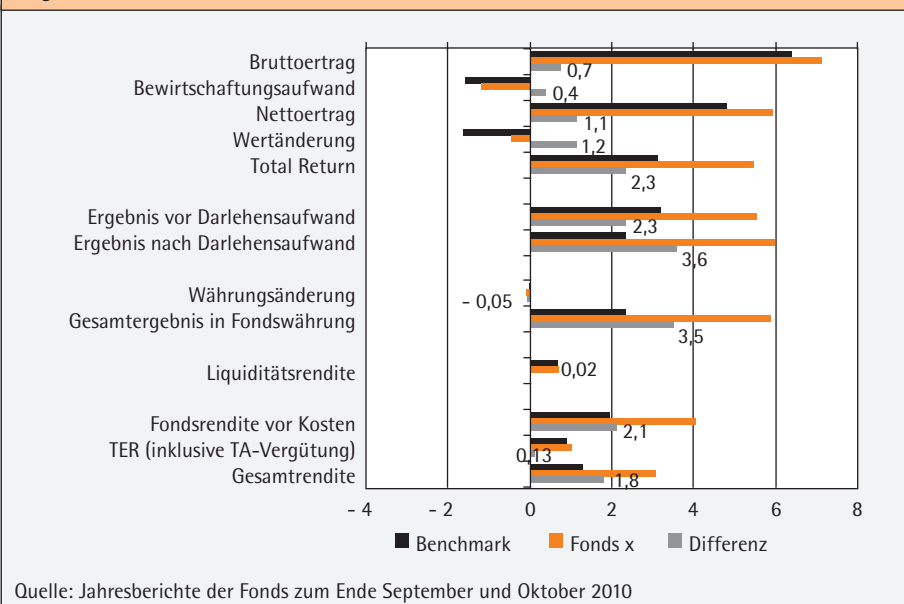


Abbildung 6: Vom Bruttoertrag zur Fondrendite 2010
(Angaben in Prozent)



merken, dass der gewählte Beispielfonds im Betrachtungszeitraum über relativ hohe Liquiditätsbestände verfügte, um Anteilsscheinrückgaben bedienen zu können. Auf Basis der nach BVI-Methode berechneten Gesamtergebnis ergibt sich für die Benchmark 1,3 Prozent. Der Fonds schlägt die Benchmark deutlich mit 1,8 Prozentpunkten Differenz.

In Bezug auf die Höhe der Benchmark ist jedoch anzumerken, dass der zuvor erwähnte Fonds Degi Europa die Benchmark erheblich nach unten zieht, was auch an den durchgehend deutlich höheren Medianwerten der Renditekomponenten zu sehen ist. Der Median oder mittlere Wert der Verteilung ist robust gegenüber extremen Ausreißern wie im hier vorliegenden Fall. Der erhebliche Renditerückgang durch die Berücksichtigung der Liquiditätsverzinsung wird im Vergleich zum Vorjahr näher untersucht.

Liquiditätshaltung in Niedrigzinsphasen

Abbildung 5 zeigt die zuvor beschriebenen Renditekomponenten der Benchmark sowie des Fonds x in den Jahren 2009 und 2010 im Vergleich. Die Fondsergebnisse werden jeweils durch ein Kreuz angezeigt, während die der Benchmark mit einem Balken abgetragen ist. Es fällt auf, dass das Renditeniveau der Benchmark in sämtlichen Kategorien deutlich zurückgegangen ist, im Fall der Gesamtergebnis um 2,2 Prozentpunkte. Der Rückgang entspricht in etwa dem Rückgang der in Abbildung 3 gezeigten OFIX-ALL Rendite des Jahres 2009 zum Jahr 2010 von 3,0 auf 0,4 Prozent und ist stark durch die negativen Renditen der in Abwicklung befindlichen Fonds Morgan Stanley P2 Value sowie Degi Europa beeinflusst.

Bei dem gebenchmarkten Fonds fällt jedoch auf, dass sich dessen Rendite vor Fremdkapital- sowie die Rendite nach Fremdkapitaleinsatz um 0,4 beziehungsweise 0,6 Prozentpunkte im Vergleich zum Vorjahr verbessert hat, wohingegen die Rendite vor Fondskosten und die Gesamtergebnis um 0,9 respektive 1,1 Prozentpunkte niedriger ausfallen als im Vorjahr. Die wesentliche Ursache hierfür liegt in der deutlich schlechteren Verzinsung der gehaltenen Liquidität. Die Liquiditätsrendite des Fonds geht von 3,0 Prozent im Jahr 2009 auf lediglich 0,7 Prozent im Jahr 2010 zurück. Der Rückgang der Liquiditätsrendite der Benchmark verhält sich analog.

Der Grund, warum die Fondsrendite nach Berücksichtigung der Liquidität im Fall des Fonds von 6,0 auf 4,1 Prozent und somit um 1,9 Prozentpunkte zurückgeht, die der Benchmark aber lediglich um 0,5 Prozentpunkte, liegt in zwei Faktoren begründet. Zum einen beeinflusst die mit 0,7 Prozent sehr niedrige Liquiditätsrendite eine mit 6,0 Prozent verhältnismäßig hohe Fondsrendite stärker als die mit 2,4 Prozent deutlich niedriger angesiedelte Rendite der Benchmark. Der zweite wesentliche Grund ist darin zu sehen, dass der Beispielfonds aus der Verpflichtung heraus mögliche Anteilscheinrückgaben zu ermöglichen mehr Liquidität halten muss als die Benchmark, da in sie auch Fonds einfließen, die auf Grund ihres liquiditätsbedingten Rücknahmestopps über weniger liquide Mittel verfügen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Renditerückgang der Benchmark durch Abwertungen von Immobilien induziert, durch den Fremdkapitaleinsatz verstärkt (negativer Leverage-Effekt) und durch die niedrige Liquiditätsperformance weiter geschmälert wurde. Der Fall des gebenchmarkten Fonds liegt anders: Hier hat sich die immobilienseitige Renditesituation verbessert, und dieser Effekt wurde durch den Fremdkapitaleinsatz verstärkt (positiver Leverage-Effekt). Die niedrige Verzinsung der nolens volens gehaltenen Liquidität hingegen führt zu einem deutlichen Rückgang der Gesamttrendite.

Vom Bruttoertrag zur Gesamttrendite

Abbildung 6 zeigt en détail, wie die Outperformance des Fonds x gegenüber der Benchmark im Jahr 2010 zustande gekommen ist. Zunächst erzielt der Fonds einen um 0,7 Prozentpunkte höheren Bruttoertrag als die Benchmark. Da die Bewirtschaftungskosten zudem um 0,4 Prozentpunkte geringer ausfallen, beträgt die Outperformance auf Ebene des Nettoertrags bereits 1,1 Prozentpunkte. Da die Fondsimmobilien in deutlich geringerem Umfang abgewertet werden als die der Benchmark, ergibt sich in Bezug auf den Total Return eine Überrendite von 2,3 Prozentpunkten. Wie schon zuvor beschrieben, wirkt der Fremdkapitaleinsatz im Fall des Investments des Fonds positiv, aber bei der Benchmark negativ, was zu einem Renditevorsprung des Fonds von 3,6 Prozentpunkten führt. Die Auswirkungen von Währungsänderungen waren sowohl beim Fonds als auch bei der Benchmark im betrachteten Zeitraum

sehr gering, und auch die Fondskosten unterscheiden sich nur wenig. Durch die sowohl bei Fonds als auch bei der Benchmark sehr niedrige Liquiditätsrendite schmilzt der Renditevorsprung des Fonds deutlich auf 1,8 Prozentpunkte in Bezug auf die Gesamttrendite zusammen.

Wegen des detaillierten Reportings der Publikumsfonds ist es möglich, die beschriebene Renditeattribution auch auf Länderebene durchzuführen. In Ermangelung entsprechender Daten aus dem

wiesen werden. In der Grafik repräsentieren die waagerechten Balken die jeweilige Benchmark, während die Säulen den jeweiligen relativen Return des Fonds abtragen. In Bezug auf den Bruttoertrag stellt sich die Situation so dar, dass die Benchmark von 4,5 Prozent im Jahr 2009 auf 5,7 Prozent im Jahr 2010 gestiegen ist.

Der gebenchmarkte Fonds schlägt in beiden Jahren die Messlatte deutlich, im Jahr 2009 mit 2,3 Prozentpunkten und im Jahr 2010 mit 1,0 Prozentpunkten. Durch die niedrigen nicht umlagefähigen Bewirtschaftungskosten in Großbritannien liegt die Benchmark des Nettoertrages in beiden Jahren nur um 0,2 beziehungsweise 0,3 Prozentpunkte unterhalb der des Bruttoertrags. Bei dem gebenchmarkten Fonds stellt sich die Kostensituation noch positiver dar, wodurch sich die Outperformance gegenüber der Benchmark in beiden Jahren noch erhöht. Die unterschiedlichen Bewertungsergebnisse (Kategorie: Wertänderung) von Fonds und Benchmark bestimmen wesentlich den weiteren Verlauf des Benchmarkings, und zwar mit unterschiedlichen Vorzeichen für die Jahre 2009 und 2010. Auf den ersten Blick fällt auf, dass der Fonds im Jahr 2009 einen deutlich negativen relativen Return von minus 2,3 Prozentpunkten erzielt, im Jahr 2010 hingegen einen positiven in Höhe von 0,7 Prozentpunkten.

Interessant ist dabei, dass sowohl der Fonds als auch die Benchmark in beiden Jahren abgewertet haben, nur der Fonds früher und ausgeprägter. Während die Benchmark in 2009 lediglich minus 0,5 Prozent Wertverlust der Immobilien in lokaler Währung ausweist, verlieren die Objekte des Fonds um minus 2,8 Prozent

RouxDeutschland
Advisory & Valuation

**Immobilienbewertung für
Banken und Investoren**

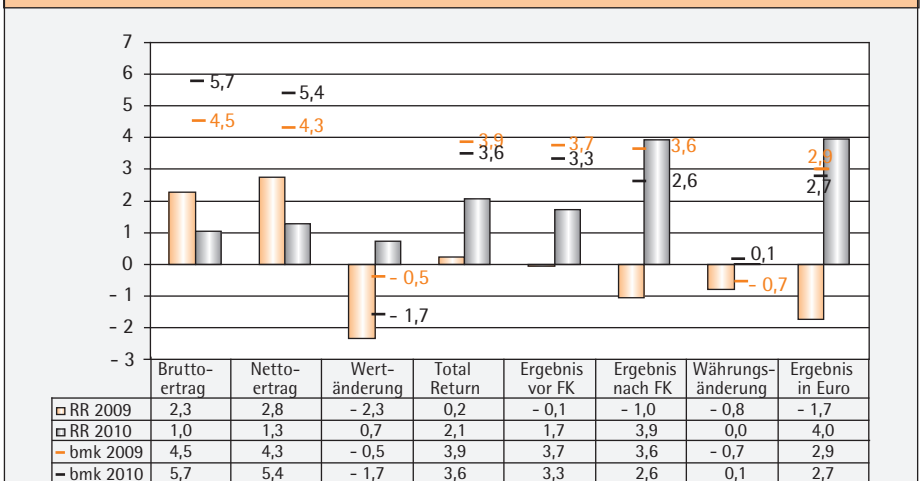
www.roux-deutschland.de
www.troostwijk.nl

TROOSTWIJK
REAL ESTATE

Spezialfondsbereich stellt die Verwendung der Publikumsfondsdaten der einzelnen Investmentmärkte die derzeit beste Möglichkeit zum Benchmarking auch von Spezialfonds dar.

Abbildung 7 beschreibt die Zusammensetzung der Renditen der Jahre 2009 und 2010 aus UK-Investments, ausgehend vom Bruttoertrag bis hin zum Immobilienergebnis in lokaler Währung, was im Fall der deutschen Publikumsfonds Euro ist. Die Komponenten Liquiditätsrendite und Fondskosten aus den vorherigen Abbildungen fließen hier nicht ein, da diese Komponenten nur auf Ebene des Gesamtfonds und nicht auf Länderebene ausge-

Abbildung 7: Fondsinvestments UK 2009 versus 2010 (Angaben in Prozent)



Quelle: Jahresberichte der Fonds zum Ende September und Oktober 2010

an Wert. Im Jahr 2010 wertet die Benchmark um minus 1,7 Prozent ab, der Fonds hingegen um lediglich minus 0,9 Prozent. Die starke Outperformance des Fonds bezüglich des Nettoertrags in 2009 führt dazu, dass selbst unter Berücksichtigung der deutlich ausgeprägteren Abwertungen ein leichter relativer Return von 0,2 Prozentpunkten in Bezug auf den Total Return verbleibt. Im Jahr 2010 ergänzen sich der höhere Nettoertrag und die niedrigeren Abwertungen zu einer Outperformance des Total Returns von 2,1 Prozentpunkten.

Der Einsatz von Fremdkapital belastet das Ergebnis der Benchmark in beiden Jahren: im Jahr 2009 bei einem Renditeniveau von 3,7 Prozent nur leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 3,6 Prozent, bei dem niedrigeren Niveau in 2010 von 3,3 Prozent jedoch deutlich ausgeprägter um 0,7 Prozentpunkte auf 2,6 Prozent. Das Ergebnis des Fonds ist im Jahr 2009 deutlich stärker belastet, vor Fremdkapitaleinsatz liegt die Rendite bei 3,6 Prozent und danach bei 2,6 Prozent, was auch erklärt, warum der Fonds einen relativen Return

nach Fremdkapitaleinsatz von minus einem Prozentpunkt erzielt.

Im Jahr 2010 führt der Einsatz von Fremdkapital beim Fonds jedoch im Unterschied zur Benchmark zu einem Renditeanstieg von 5,0 Prozent auf 6,6 Prozent. Zusammen mit dem negativen Leverage-Effekt bei der Benchmark erzielt der Fonds so einen relativen Return von 3,9 Prozentpunkten. Die abschließend berücksichtigten Währungsänderungen beeinflussen im hier dargestellten Fall nur die Rendite des Fonds im Jahr 2009 negativ, der relative Return liegt bei minus 0,7 Prozentpunkten. Das Gesamtergebnis der UK-Investments des Fonds unterscheidet sich in beiden Jahren erheblich vom Ergebnis der Benchmark. Während die Benchmark im Jahr 2009 eine Rendite von 2,9 Prozent erzielt und im Jahr 2010 einen leichten Rückgang auf 2,7 Prozent verzeichnet, erzielt der Fonds bedingt durch Abwertungen im Jahr 2009 eine Rendite von 1,2 Prozent, die sich im Jahr 2010 deutlich auf 6,7 Prozent verbessert. In relativer Betrachtung realisiert der Fonds im Jahr 2009 eine Unterrendite

von 1,7 Prozentpunkten, die er allerdings im Jahr 2010 mit 4,0 Prozentpunkten überkompensiert.

Starke Leverage-Effekte

Die heterogenen Fondsrenditen der Offenen Publikumsfonds im Jahr 2010 erklären sich durch starke Unterschiede bei den Wertentwicklungen der einzelnen Immobilienportfolios, sowohl bei inländischen Investments als auch in besonderem Maße bei ausländischen Objekten. Diese Unterschiede werden durch Fremdkapitaleinsatz zum Teil deutlich verstärkt.

Durch das umfangreiche Reporting der Publikumsfonds stehen mehr als 75 Milliarden Euro Immobilienvermögen in aktuell 28 Ländern zur Analyse zur Verfügung. Dabei liefern insbesondere Auswertungen zum Einfluss der Liquiditätshaltung und des Fremdkapitaleinsatzes sowie der Fondskosten einen erheblichen Mehrwert im Vergleich zur Analyse der Performance auf direkter Immobilienebene. ■