

## Schwerpunkt: Spezialitäten

# Optimierung der Ertragsprofile mit Core-Satellite-Strategien

**Ungebrochen ist die Flucht der Anleger in sichere Anlagen, zu denen auch die sogenannten Core-Immobilien gehören. Da dieser Markt jedoch begrenzt ist, lassen steigende Preise die Renditen sinken. Vor allem die an Zinsversprechen gebundenen Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen stehen deshalb vor dem Problem, wie sie möglichst risikoarm in Immobilien investieren und dennoch höhere Renditen erwirtschaften können. Als eine Lösung rät der Autor zur bekannten Core-Satellite-Strategie. Dabei wird rund um einen Kern aus Topobjekten in bester Lage und mit besten Nutzern ein Ring aus „Satelliten“ mit höherem Ertragsprofil gelegt. Dass zu den Satelliten auch Parkhäuser gezählt werden können, will der Autor nach der jüngsten Platzierung eines entsprechenden Fonds seines Hauses nicht unerwähnt lassen. (Red.)**

Die rendite- und risikoadäquate Strukturierung von Immobilienportfolios ist eine Kernaufgabe eines jeden Fondsmanagers. Dabei greifen viele Anleger zumeist auf die Erkenntnisse der Modernen Portfoliotheorie von Markowitz zurück. Die Folge: Häufig resultieren aufgrund dieser Theorie daraus zu einseitig strukturierte Portfolios, die den realen Bedürfnissen privater und institutioneller Investoren nicht immer gerecht werden. Denn die Festlegung auf Sicherheit von vielen institutionellen Investoren wie Pensionskassen und Versorgungswerke führt häufig zu einer Konzentration auf Core-Investments.

### Sinkende Nettorenditen

Zudem drängt der Renditenotstand institutionelle Anleger immer stärker in die Immobilienmärkte. 1,75 Prozent beträgt die staatlich verordnete Mindestverzinsung bei neuen Kapitallebensversicherungspolice. Bei Altverträgen müssen Assekuranzen sogar bis zu vier Prozent

erwirtschaften. Die Ertragsziele von Pensionskassen und Stiftungen bewegen sich ebenfalls in dieser Spanne.

Seitdem deutsche Staatspapiere an den Kapitalmärkten zum sicheren Hafen in der rauen See der Finanz- und Eurokrise wurden, lassen sich diese Renditen mit Bundesanleihen allein nicht mehr erwirtschaften. Zehnjährige Bundesbonds rentierten im Juni dieses Jahres nur mit 1,48 Prozent. Aktien scheiden wegen ihrer extrem hohen Volatilität für viele Altersvorsorgeeinrichtungen als Anlagevehikel sogar völlig aus. Der deutsche Aktienleitindex Dax schwankte in den vergangenen fünf Jahren in der Spanne zwischen 3 800 und 8 000 Punkten.

Die gesetzlichen Diversifizierungsvorgaben drängen institutionelle Investoren zwar, in Bundesanleihen zu investieren, aber um den Spread zwischen der mit Staatspapieren erzielbaren Rendite und den zur Auftrags Erfüllung notwendigen Erträgen auszugleichen, sind geeignete Alternativen zu identifizieren. So bieten sich zum Beispiel Immobilieninvestments an und viele Investoren beabsichtigen aus diesem Grund die Immobilienquote im Rahmen der Gesamtanlage zu erhöhen.

Allerdings reicht auch hier der Core-Sektor kaum noch aus. Das dort erzielbare Plus ist zu gering, um die Ertragslücke zu schließen, welche die Minimalerträge sicherer Anleihen in der Gesamtbilanz verursachen. So sind zum Beispiel moderne Büroobjekte in bester Lage mit bonitätsstarken Mietern so begehrt geworden, dass es auch hier zu einer starken Renditekompression gekommen ist. Weil die Nachfrage das Angebot weit

übersteigt, sind die erzielbaren Nettorenditen so tief gefallen, dass sie inzwischen unter der Marke von vier Prozent liegen.

### Weiterentwicklung der Portfoliotheorie

Es gibt jedoch eine Möglichkeit, im Immobiliensegment höhere Renditen zu erzielen, ohne gleichzeitig tiefer ins Risiko zu gehen – mit der Core-Satellite-Strategie: Rund um einen Kern aus direkten und indirekten Topinvestments in bester Lage und mit besten Nutzern wird ein Ring aus Satelliten mit höherem Ertragsprofil gelegt. Die Core-Investments bilden den sicheren und liquiden Sockel des Gesamtinvestments. Um Risiken zu reduzieren und die Renditechancen zu optimieren, kann das für die Satelliten allokierte Kapital über viele Segmente gestreut werden.

Es ist möglich, regional, sektoral oder via Risikostil zu diversifizieren. Beispiele sind regional fokussierte Anlagen in ausgewählten B-Standorten, Parkhausimmobilien, studentisches Wohnen oder Sozialimmobilien wie betreutes Wohnen, alternative Immobilieninvestments wie Infrastrukturfonds und Logistikimmobilien oder schließlich die Umsetzung risikoreicherer Investmentstile, wie Value Added (zum Beispiel mittels Revitalisierungen) oder Opportunistic (Projektentwicklung).

Die Core-Satellite-Strategie ist dabei eine Weiterentwicklung der modernen Portfoliotheorie und macht es möglich, individuelle Bedürfnisse privater Investoren in die Optimierung der Anlagestrategie zu integrieren, ohne dabei das Risiko gravierend zu steigern. Weiterer Vorteil: Durch Investitionen in viele Satelliteninvestments erhöht sich zudem die Risikostreuung, das Gesamtportfolio wird durch eine noch höhere Diversifikation gekennzeichnet.

Jeder Satellit weist höhere Renditen als das Core-Segment auf. Damit erhöht sich der Ertrag des Gesamtportfolios signifikant. Das Risiko steigt jedoch nicht. Eine vereinfachte Beispielrechnung mit nur vier Sektoren beziehungsweise Risikostilen

#### Der Autor

**Martin Eberhardt**



Sprecher der Geschäftsführung,  
Bouwfonds Real Estate Services  
Deutschland GmbH, Berlin

Tabelle: Beispielrechnungen Core-Satellite-Strategie

Segment	Rendite	Anteil in Prozent	Einzelbeitrag zum Gesamtertrag absolut <sup>1)</sup>	Anteil in Prozent	Einzelbeitrag zum Gesamtertrag absolut <sup>1)</sup>
Core	3,8	100,0	380,00	100,0	380,00
Core	3,8	90,0	342,00	80,0	304,00
B-Standorte	6,0	2,5	15,00	5,0	30,00
Spezialimmobilien	6,5	2,5	16,25	5,0	32,50
Infrastruktur	5,5	2,5	13,75	5,0	27,50
Value Added (zum Beispiel: Revitalisierung)	9,0	2,5	22,50	5,0	45,00
<b>Summe</b>			<b>409,50</b>		<b>439,00</b>
Summe dividiert durch 100 = Gesamrendite des Portfolios in Prozent			4,10		4,39
Gesamrendite des Portfolios bei Ausfall der Projektentwicklung in Prozent			3,87		3,94

Quelle: Bouwfonds REIM, eigene Berechnung

<sup>1)</sup> Multiplikator aus Rendite und Anteil in Prozent

macht das deutlich. Zugrunde gelegt wurden dabei folgende Durchschnittswerte aus den vergangenen Monaten: Die Nettorendite der Core-Objekte beträgt 3,8 Prozent, bei Satelliteninvestments wie beispielsweise den Objekten an den B-Standorten sind es sechs Prozent, bei Spezialimmobilien 6,5 Prozent, bei den Infrastrukturfonds 5,5 Prozent und bei den Value-Added-Fonds (wie zum Beispiel Revitalisierung) neun Prozent.

Werden 100 Prozent des für Immobilienallokationen vorgesehenen Kapitals in Core-Objekte investiert, beträgt die Gesamrendite des Portfolios 3,8 Prozent. Fließen hingegen nur 90 Prozent des Kapitals in Core, dafür jedoch jeweils 2,5 Prozent in jeden der vier Satelliten steigt die Gesamrendite auf rund 4,1 Prozent. Das ist ein Ertragsplus von rund 7,8 Prozent gegenüber einem reinen Core-Portfolio.

### Worst-Case-Szenario

Was passiert, wenn der ertragsstärkste Satellit, die Projektentwicklung, in einem Jahr keinen Ertrag abwirft, weil kein Vorhaben rechtzeitig fertiggestellt wird? Ein solches Worst-Case-Szenario ist zwar äußerst unwahrscheinlich, demonstriert aber die Stärke der Core-Satellite-Strategie. Denn in diesem Fall würde die Gesamrendite des Portfolios immer noch 3,87 Prozent betragen – mehr als bei einer reinen Core-Anlage.

Deutlich steigern lässt sich der Ertrag, wenn der Anteil des Core-Segments auf 80 Prozent gesenkt wird und jeweils fünf

Prozent des gesamten Kapitals auf die vier Satelliten verteilt werden. In diesem Fall steigt die Gesamrendite des Immobilienportfolios auf 4,39 Prozent – ein Plus von 15,52 Prozent gegenüber einem reinen Core-Portfolio. Selbst bei einer Nullperformance der Projektentwicklungen in einem Jahr stünde unter dem Strich mit 3,94 Prozent eine deutlich höhere Rendite als bei einer reinen Core-Strategie. Dies zeigt eindeutig, dass sich mit der Core-Satellite-Strategie die Rendite steigern lässt, ohne dass das Risiko für das Gesamtportfolio anwächst.

### Kalkulation der Risiken

Tatsächlich ist das Risiko bei drei der Satelliten tendenziell sogar etwas niedriger als bei Core-Immobilien. Die Wahr-

scheinlichkeit von Mietausfällen bei Gewerbeimmobilieninvestments in B-Städten ist unter anderem deshalb gering, weil diese Standorte so gut wie keine spekulativen Projektentwicklungen aufweisen. Die Unternehmen vor Ort schließen deshalb langfristige Mietverträge ab. Die Märkte in den B-Standorten sind folglich signifikant stabiler als in den A-Standorten.

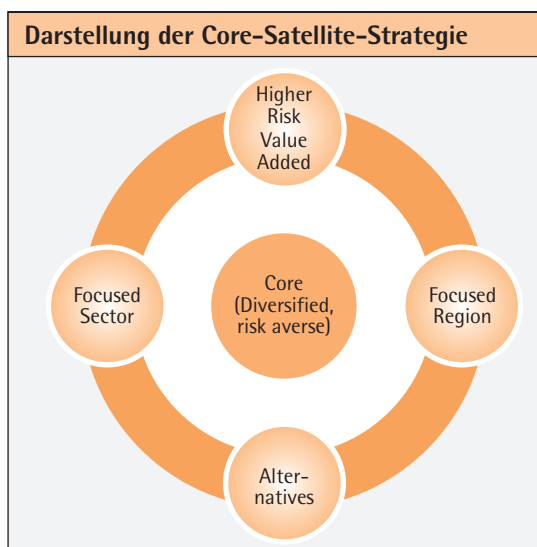
Deutlich macht dies ein Vergleich der Leerstandsrate an den Büromärkten. Nach DIP-Berechnungen waren in der Finanzmetropole Frankfurt zu Jahresbeginn 14,4 Prozent der Flächen unvermietet, in Düsseldorf 11,8 Prozent, in München 8,9 Prozent, in Berlin 8,4 Prozent und in Hamburg 8,1 Prozent. Deutlich geringer fiel die Leerstandsrate in mittelgroßen Zentren aus: In Bremen etwa hatten nur 3,6 Prozent der Büroflächen keinen Nutzer. Selbst in Rostock lag die Quote mit 5,1 Prozent weit niedriger als in den klassischen Hochburgen der Immobilieninvestments.

Auch im Infrastruktursegment lassen sich Risiken ausschließen. Bei Public-Private-Partnership-Projekten wie dem Bau und Ausbau von Autobahnen, Häfen und Stromtrassen sind die Zahlungsströme durch staatliche Garantien gesichert. Zwar sind die Erträge dadurch auch gedeckelt, aber die Renditen übersteigen dennoch mit durchschnittlich 5,5 Prozent die Erträge von Core-Objekten.

Rein unternehmerisch betriebene Mautprojekte ohne Garantien und Gewinndeckelung durch die öffentliche Hand bieten zwar Potenzial für höhere Erträge. Für institutionelle Investoren sind aber die Risiken zu hoch, weil es schnell zu Fehleinschätzungen der Nachfrage kommen kann. Exemplarisch zeigen dies der

Herrentunnel in Lübeck und der Warnowtunnel in Rostock. Die beiden mautpflichtigen, privat geschaffenen und betriebenen Flussquerungen erreichten nie die prognostizierte Auslastung, weil viele Autofahrer lieber weite Umwege in Kauf nehmen als für die Nutzung der deutlich kürzeren und schnelleren Strecken zu zahlen.

Logistikimmobilien sind aufgrund von Diversifikationseffekten, der spezifischen Produkteigenschaften und der Wachstumschancen der Branche eine gute Ergänzung für die institutionellen Portfolios. Der Logistikmarkt floriert, nicht zuletzt



durch den stetigen Anstieg des privaten Konsums über das Internet.

### Unterschiedliche Rendite-Risiko-Profile

Aus der Vielzahl von Produkttypen, die unter dem Begriff Warehouse, Industrial oder Logistik erfasst werden, bieten sich insbesondere moderne, drittverwendungsfähige Gebäudetypen an, die meist als „Umschlags- oder Distributions-Center“ als Investmentprodukt angeboten werden. Da sich die Produkthanforderungen im Zuge der Auslagerung von Logistikaktivitäten weltweit angleichen, bildet sich zunehmend eine fungible Assetklasse heraus. Marktgröße, Markttransparenz und die Professionalität der Marktteilnehmer steigen stetig. Logistikinvestments korrelieren zu klassischen Assetklassen zudem vergleichbar niedrig. Zwar leiden Logistikimmobilien im Wirtschaftsabschwung unter der frühzyklischen Logistikbranche. Durch langfristige Mietverträge kann dieser Nachteil jedoch kompensiert werden.

Auch Parkhausimmobilien sind attraktiv. Betreibergesellschaften zahlen Topmieten für diese Objekte, weil deren Auslastung durch das stetig schrumpfende Parkraumangebot in den Städten gesichert ist. Konkurrenzobjekte können kaum entstehen, da in den Großstädten derzeit die wenigen freien Flächen größtenteils für die Wohnbebauung reserviert sind. Genau wie im letzten Jahrzehnt wird auch für die Zukunft erwartet, dass Parkgebühren sich über das Maß der Inflation erhöhen. Ein Grund dafür sind die in absehbarer Zukunft zunehmenden Haushaltszahlen überall in Europa. Das Wachstum der Haushalte zeigt eine sehr starke Korrelation mit dem Anstieg der Kfz-Zulassungen. Im Gegensatz zu diesem Wachstum ist und wird der Raum für Parkplätze, vor allem in dicht besiedelten Gebieten, knapp. Dadurch werden die Parkgebühren weiter steigen.

Ein weiterer Vorteil belegt eine aktuelle Performance-Analyse von Parkhäusern und anderen Anlageklassen in den Niederlanden. Verglichen wurde das messbare Investitionsrisiko von Parkhausimmobilien im Vergleich zu anderen Assetklassen (wie Immobilienaktien, direkte Immobilienanlagen, Anleihen und Aktien). Das Ergebnis: Die durchschnittliche Jahresrendite auf indirekt gehaltene börsennotierte Immobilienanlagen ist mit 14,9 Prozent zwar die höchste aller Anlageklassen – Investitio-

nen in Parkhausimmobilien folgen gleich dahinter mit einer durchschnittlichen jährlichen Rendite von 10,8 Prozent. Aber die indirekt gehaltenen börsennotierten Immobilienanlagen weisen ein jährliches Risiko (standard deviation) von 27,3 Prozent aus, Parkhäuser hingegen nur von 3,1 Prozent. Somit weisen niederländische Parkhäuser auch das beste Rendite-Risiko-Verhältnis aller untersuchten Anlageklassen auf. Das heißt, sie bieten die beste Rendite für ein eingegangenes Risiko – und dies mit Mietvertragslaufzeiten von zehn bis 30 Jahren bei indexierten Mietverträgen. Überdies weisen Parkhausimmobilien eine geringe Korrelation zu anderen Assetklassen auf.

Trotz ihrer hohen Qualitäten interessieren sich bislang nur wenige Investoren hierzulande für Parkhäuser. Das hat das Segment bisher vor einer Yield Compression bewahrt. Renditen (Total Return) von sieben, acht und mehr Prozent sind deshalb erzielbar. Dadurch dürfte es aber nur eine Frage der Zeit sein, bis die Zweckbauten stärker auf den Radarschirm geraten. In den USA ist dies bereits vor Jahren geschehen. Dort sind Parkhäuser längst zu einer eigenen Assetklasse geworden.

### Neue Assetklassen

Ebenfalls eine bereits eingeführte Assetklasse in den USA und zunehmend im Vereinigten Königreich, jedoch ein junges Segment im kontinentaleuropäischen Immobilienmarkt ist das studentische Wohnen. Ungeachtet der jüngsten Sondereffekte in Deutschland mit dem Entfallen der Wehrpflicht und dem zeitgleichen Abschluss zweier Abiturjahrgänge in verschiedenen Bundesländern ist die Nachfrage nach studentischem Wohnraum ein nachhaltiger Trend. Die Anzahl Studierender wird auch in den nächsten Jahrzehnten hoch bleiben. Zudem studieren immer mehr Ausländer an deutschen Hochschulen – mit einem stark ansteigenden Anteil asiatischer Studenten. Zuletzt sorgen Studiengänge für Postgraduierte im Rahmen eines lebenslangen Lernens für Bedarf an geeignetem Wohnraum. Dieser Bedarf konkurriert in den attraktiven Studentenstädten wie München, Freiburg oder Passau mit der allgemein gestiegenen Nachfrage. Der Staat scheidet hingegen als Anbieter von weiteren, subventionierten Studentenwohnheimen weitgehend aus. Trotz der positiven Entwicklung weisen moderne Studentenapartments einen Spread von etwa 100 bis 150 Basispunk-

ten im Vergleich zu Wohnimmobilien auf, bei nahezu gleich geringer Volatilität. Somit kann innerhalb der Assetklasse Wohnen diversifiziert werden.

Vor der Umsetzung von Value-Added-Strategien, zum Beispiel durch Revitalisierung von Bestandsimmobilien, dem vierten Satelliten, scheuen sich viele institutionelle Investoren, weil ihnen die Risiken zu hoch erscheinen. Tatsächlich können jedoch in diesem Segment überdurchschnittliche Erträge erzielt werden, ohne gänzlich auf Cash-Flows zu verzichten. Besonders geeignet dafür erscheinen Modernisierungsvorhaben von bestehenden Shoppingcentern. Zahlreiche Studien belegen in diesem Sektor Handlungsbedarf. Hier handelt es sich nicht um spekulative Neubauten, die erst am Markt überzeugen müssen. Vielmehr sind die Objekte bereits seit Jahrzehnten an ihren Standorten etabliert. Durch das umfassende Refurbishment werden sie „fit“ gemacht, um für weitere Jahrzehnte solide Renditen zu erwirtschaften.

### Spezialistenkenntnisse gefragt

Viele Institutionelle Investoren verfügen über genügend Erfahrung, um Core-Investments allein zu managen. Bei den Satelliten hingegen ist es ratsam, die Expertise von Partnern zu nutzen, die in diesen Segmenten besonders erfahren sind. Durch ihre langjährige Marktkenntnis können sie in der Ankaufphase jene Objekte identifizieren, die besonders attraktive Rendite-Risiko-Profile aufweisen. Zudem verfügen sie über die nötigen Kenntnisse, um Spezialimmobilien dauerhaft zu managen und Refurbishments oder Projektentwicklungen erfolgreich bis zum Abschluss zu begleiten. Schließlich sind sie darüber hinaus in der Lage, bei einem späteren Verkauf der Objekte Kontakte zu geeigneten Interessenten zu knüpfen. Die Renditen sind in diesen Bereichen noch so hoch, dass die Nutzung dieses speziellen Know-hows erschwinglich ist.

Mit der Core-Satellite-Strategie können institutionelle Investoren die Renditen ihrer Immobilienportfolios signifikant steigern. Das Risiko für das allokierte Kapital nimmt dadurch nicht nur nicht zu, es verringert sich sogar durch die Streuung über insgesamt fünf Assetklassen. Entscheidend für die erfolgreiche Umsetzung der Strategie ist dabei die Zusammenarbeit mit erfahrenen Partnern bei der Auswahl und dem Management der Objekte in den Satellitensegmenten. ■■■