

Optimierung und Überwachung des Risiko-Ertrags-Profiles Offener Fonds

Jaroslav Morawski und Ulrich Steinmetz

Offene Immobilienfonds wollen eine sicherheitsorientierte Kapitalanlage sein und die Rendite eines Investmentproduktes bieten – bei täglicher Liquidität. Derzeit gelingt 14 Fonds dieser Dreiklang nicht so gut, dass sie die Anleger überzeugen. Um dem hohen Anspruch des Produktes gerecht zu werden, hat sich aus Sicht der Autoren ein mehrstufiges Management der Markt-, Objekt- und Liquiditätsrisiken aus Sicht der Autoren bewährt. So gehören die Grundbesitz-Fonds mit 6,3 beziehungsweise 4,8 Prozent jährlicher Wertsteigerung über die letzten fünf Jahre zu den renditestärksten Immobilienfonds. (Red.)

Offene Immobilienfonds gelten seit ihrer Entstehung vor rund 50 Jahren als ein stark sicherheitsorientiertes Anlageprodukt. Ihre Funktion war es stets, den Anlegern eine Möglichkeit zu bieten, in ein breit diversifiziertes Portfolio von hochwertigen Immobilien zu investieren. Dies ist über Jahrzehnte auch gelungen, sodass die Volatilität der Renditen der Offenen Fonds nicht selten geringer war als die Volatilität anderer Finanzprodukte, sogar der Staatsanleihen.

Die Entwicklung der letzten zwei Jahre stellte die Branche vor besondere Herausforderungen, aber auch in dieser schwierigen Phase konnten 26 von den 30 Fonds, über die der Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) berichtet, positive Renditen erbringen, auch die Gesamtpformance der Branche blieb positiv. Betrachtet man die Rendite-Risikoprofile unterschiedlicher Fondsprodukte in den vergangenen zehn Jahren, also inklusive der letzten Rezession, so waren die Offenen Immobilienfonds neben den langfristigen Anleihen, das Produkt mit dem vorteilhaftesten Risiko-Rendite-Verhältnis.

Das äußerst niedrige Risiko eines Offenen Fonds ergibt sich hauptsächlich aus zwei Quellen: der strategischen Ausrichtung der Investments in Märkte mit überwiegend niedrigem Risiko sowie gezielter Ausnutzung von Diversifikationseffekten (Portfoliostrategie) und aus dem Fokus auf die Investition in Core/Core-plus-Immobilien, also hochwertige, langfristig an solvente Mieter vermietete Objekte (Objektselektion). Diesen Prinzipien folgen neben der Betrachtung der sonstigen Risikofaktoren (Liquiditätsmanagement) auch die Offenen Immobilienfonds

von RREEF. Sie sollen nun genauer betrachtet werden.

Die Grundidee der Portfoliostrategie ist bei Immobilien gleich wie bei allen anderen Anlagen – es soll die optimale Kombination von Anlagen in verschiedenen Märkten gefunden werden. Neben den Rendite-Risiko-Eigenschaften spielen aber bei Immobilienmärkten auch andere Faktoren eine wesentliche Rolle, insbesondere die Liquidität, Transparenz und die Reife der Märkte. Würde man lediglich die historischen Renditen beachten, würden viele der sogenannten Emerging Markets besonders attraktiv erscheinen. Das tatsächliche Risiko ist dort allerdings deutlich höher, wenn der geringere Professionalisierungsgrad, institutionelle Risiken oder die schlechte Informationslage berücksichtigt werden.

Portfoliooptimierung auf zwei Ebenen

Aus diesem Grund erfolgt die Vorauswahl beziehungsweise die Ausgangsgewichtung der Märkte bei RREEF auf der Basis der Marktgröße (als Indikator der Marktliquidität) und der Transparenz sowie des Niveaus institutioneller und politischer Risiken. Eine weitere Besonderheit von Immobilienmärkten ist ihre zyklische

Die Autoren

Dr. Jaroslav Morawski ist verantwortlich für Research bei RREEF Germany. **Ulrich Steinmetz** ist Geschäftsführer der RREEF Investment GmbH, Eschborn, und verantwortlich für Offene Immobilienfonds.

Natur. Durch genaue Marktanalysen ist es daher möglich, die unterschiedlichen Zyklusverläufe in den einzelnen Märkten zu erkennen und diese für die Steigerung der Performance durch taktische Verschiebungen der Schwerpunkte im Portfolio zu nutzen. Die besondere Tücke liegt jedoch darin, bei den taktischen Umschichtungen die langfristige Portfoliostruktur nicht aus den Augen zu verlieren.

Die Portfoliooptimierung wird daher bei RREEF auf zwei Ebenen durchgeführt: Das langfristige, strategische Portfolio wird als strategische Bandbreiten definiert, die unabhängig von der Marktphase eingehalten werden sollen. Innerhalb dieser Bandbreiten wird ein taktisches Portfolio festgelegt, welches sich an der aktuellen Marktlage orientiert.

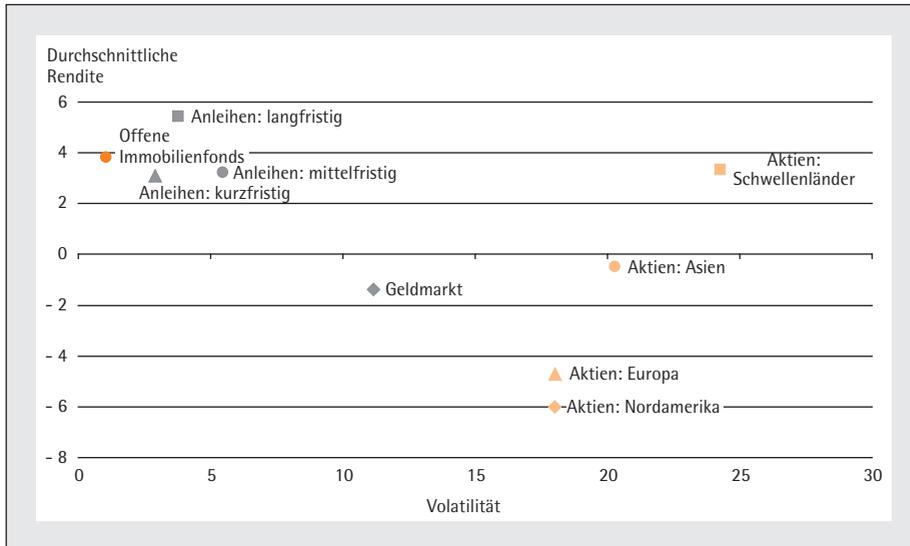
Bei der Optimierung der Marktallokationen kommt ein modifizierter Marowitz-Ansatz zum Einsatz, bei dem Risikominimierung durch die entsprechende Auswahl der Märkte aber auch durch die Berücksichtigung von Diversifikationseffekten vorgenommen wird. Durch diese Vorgehensweise ist es möglich, researchbasierte Erkenntnisse über die Zielmärkte kurzfristig zu nutzen, gleichzeitig aber sicherzustellen, dass das Portfolio auch langfristig ein niedriges Risiko aufweist und nicht ungewollt durch häufige Umschichtungen in höhere Risikobereiche „abdriftet“.

Objektselektion

Eine streng definierte Portfoliostrategie stellt sicher, dass Marktrisiken sich stets im kontrollierbaren Bereich befinden. Bei Immobilienanlagen sind aber die objekt-spezifischen Risiken nicht selten bedeutender als die Entwicklung des gesamten Marktes. Es ist daher zwingend notwendig, bei jeder Akquisition zu prüfen, ob die Immobilie tatsächlich dem Core-Standard entspricht, und entsprechende Objektselektionen vorzunehmen. Dies geschieht im Laufe des Due-Diligence-Prozesses auf mehreren Ebenen. Zu den wichtigsten Faktoren gehören die Lage, die technische Qualität beziehungsweise die rechtlichen Gegebenheiten sowie die Qualität des Mietvertrages und die Bonität des Mieters.

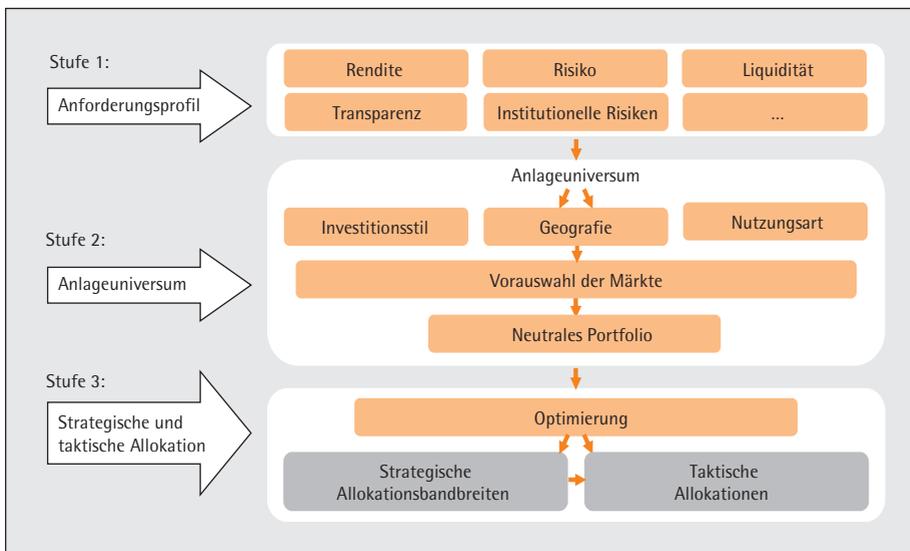
Die einzelnen Kriterien werden natürlich vom Markt zu Markt unterschiedlich definiert, im Vordergrund steht aber immer die Möglichkeit, dauerhaft Mieterträge zu generieren und den Wert zu erhalten respektive zu steigern. Die ty-

Abbildung 1: Rendite-Risiko-Profile von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkt (10-Jahre-Horizont, Angaben in Prozent)



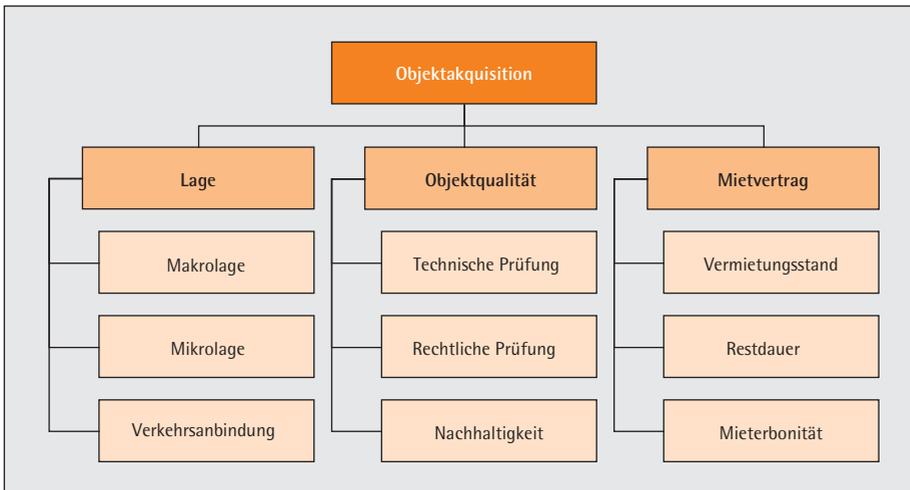
Quelle: BVI

Abbildung 2: Schematische Darstellung des Portfolioallokationsprozesses bei RREEF



Quelle: RREEF

Abbildung 3: Schematische Darstellung der Akquisitionskriterien bei Core-Immobilien



Quelle: RREEF

rische Immobilie in den Offenen Fonds von RREEF ist durch eine erstklassige Lage charakterisiert: Büroimmobilien werden in den Geschäftsvierteln großer Städte gesucht, Einzelhandelsimmobilien sind Läden an den Haupteinkaufsstraßen oder dominante Shoppingcenter, und Logistikimmobilien liegen an den wichtigsten Verkehrsrouten. Dabei müssen nicht nur der aktuelle Stand sondern auch die künftigen Trends berücksichtigt werden, da die Bindung an die Immobilie oft sehr langfristig ist und die Lagequalität auch bei einem Verkauf mittel- oder langfristig gleich hoch bleiben soll.

Durch die technische und rechtliche Due Dilligence wird sichergestellt, dass die Objektqualität einwandfrei ist und dem aktuellen Standard entspricht. Gebäudequalität zusammen mit der Lage, sind wichtige Faktoren, die die Wiedervermietbarkeit der Immobilie erleichtern und somit grundsätzlich das Leerstandsrisiko verringern. Ein besonderer Fokus wird dabei auf die ökologische Nachhaltigkeit gelegt. Dies resultiert einerseits aus dem Grundsatzbekenntnis der Deutschen Bank und RREEF zu Nachhaltigkeit, aber auch aus der Überzeugung, dass „grüne“ Immobilien in naher Zukunft zum neuen Standard werden. Somit kann die Hervorhebung dieses Aspekts ebenfalls im Sinne der Risikominimierung interpretiert werden.

Die dritte Dimension der Qualitätsprüfung bezieht sich auf den bestehenden Mietvertrag beziehungsweise die Bonität des Mieters. Grundsätzlich gilt, die Immobilie soll möglichst voll vermietet sein und die Restlaufzeit des Mietvertrags soll einen stabilen Cash-Flow sichern. Die genaue Auslegung dieser Kriterien muss an die marktüblichen Mietlaufzeiten und rechtlichen Rahmenbedingungen angepasst werden. Während in Großbritannien Laufzeiten von 15 Jahren und mehr nicht ungewöhnlich sind, sind in vielen anderen Märkten nur fünf oder weniger Jahre üblich.

Des Weiteren muss im Einzelfall auch die Marktsituation beachtet werden – in steigenden Märkten können kürzere Verträge hinnehmbar oder gar vorteilhaft sein, während in fallenden Märkten die Sicherung langfristiger Erträge im Vordergrund steht. In jedem Fall ist es aber wichtig, dass die Leerstandsrisiken, soweit nicht durch Garantien oder Preisnachlässe abgedeckt, möglichst gering gehalten werden. Aus diesem Grund wird nicht nur der Mietvertrag alleine, son-

dern auch die Person des Mieters überprüft. Es ist unbedingt notwendig, dass seine Kreditwürdigkeit keine Zweifel bezüglich der Fähigkeit, den vertraglichen Verpflichtungen auch im ungünstigen Marktumfeld nachzukommen, aufkommen lässt.

Neben den grundsätzlichen Prinzipien, die die Minimierung von Portfolio- und Objekt Risiken sicherstellen sollen, gehört auch die laufende Überwachung aller relevanten Risiken zum Management eines Offenen Fonds. Die Aufgabe der hauseigenen Risk-Management-Abteilung ist das ständige Monitoring aller Typen von Risiken sowohl auf der Fonds- als auch auf der Portfolio- und Immobilienebene. Die Ergebnisse werden in regelmäßigen Risk-Berichten zusammengefasst und auf Geschäftsführungsebene diskutiert.

Liquiditätsmanagement

Die oben beschriebenen Risikofaktoren beziehen sich auf das Kerngeschäft der Offenen Fonds, das heißt Akquisition und Verwaltung von Immobilienanlagen.

Der Manager einer KAG muss aber auch andere Faktoren berücksichtigen, die ebenfalls das Risiko des Fonds auf Anlegerebene beeinflussen können. Eine besondere Rolle kommt hier dem Liquiditätsmanagement zu. Die Verpflichtung zur Rücknahme von Anteilsscheinen erfordert, dass ein Teil des Sondervermögens in liquider Form gehalten wird. Dies schafft einen gewissen Konflikt – eine hohe Liquiditätsquote erleichtert die Bedienung der Rücknahmen, wirkt sich aber in der Regel negativ auf die Performance aus. Daher ist eine aktive Steuerung der Liquidität notwendig.

Dies geschieht bei RREEF durch die laufende Überwachung der Mittelzu- und -abflüsse sowie eine Liquiditätsplanung, bei der auch künftige Mittelbewegungen prognostiziert werden. Ein weiterer potenzieller Risikofaktor sind unerwartete Veränderungen der Währungskurse. Diesem Risiko wird bei RREEF vorgebeugt, indem Währungssicherungsgeschäfte für das gesamte außerhalb der Eurozone eingesetzte Eigenkapital abgeschlossen werden. Da die Finanzierung immer in der je-

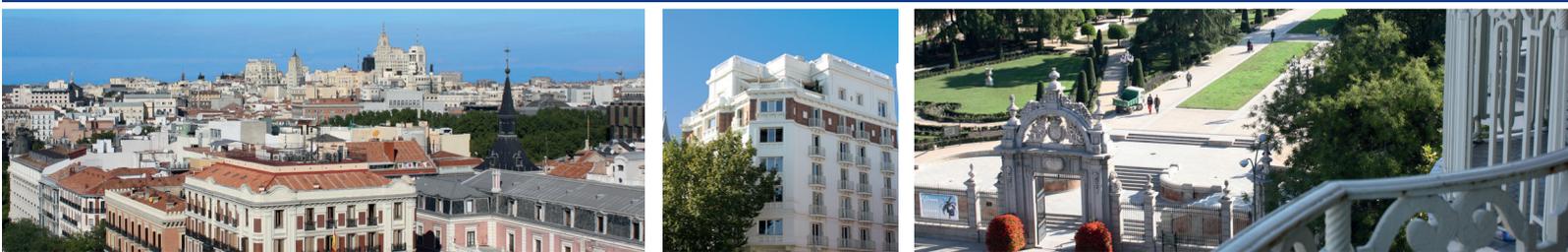
weiligen Landeswährung erfolgt, ist auch beim Fremdkapital das Währungsrisiko ausgeschlossen. Diese und ähnliche Risiken, die aus der Immobilienfinanzierung, Währungssicherung und anderen Aktivitäten an der Schnittstelle zu Finanzmärkten resultieren, werden von einem Team von Fachleuten im Bereich „Liquidität und Finanzierung“ analysiert und gesteuert.

Wie die Historie der Offenen Fonds beweist, können Immobilienanlagen auch so getätigt werden, dass das Risiko auf ein Minimum reduziert wird. Durch zahlreiche Mechanismen, die bei RREEF auf allen Ebenen eingesetzt werden, ist es möglich, das Rendite-Risiko-Verhältnis den Anforderungen eines konservativen Anlegers anzupassen. Dies beginnt bei der Festlegung einer langfristigen Strategie, beinhaltet Objektanalysen beim Ankauf, Verkauf und täglichen Management von Immobilien und endet bei der Steuerung von Liquidität und internen Prozessen. Das oberste Prinzip ist dabei die Beibehaltung des sicherheitsorientierten Charakters eines Offenen Fonds, der diese Anlageform weltweit einmalig macht. ■

mmmm

MONEREO MEYER MARINEL-LO
Abogados

...mmmmoving madrid



Ab sofort empfangen wir Sie gerne in unseren neuen Büros in unmittelbarer Nähe des Retiro Parks

Mit Büros in Madrid, Barcelona, Palma und Berlin sind wir eine der führenden Wirtschaftskanzleien im internationalen Rechtsverkehr mit Spanien und Deutschland. Ein traditioneller Schwerpunkt unserer Kanzlei ist die Beratung im Immobilienrecht.

Immobilien- und Baurecht · Gesellschaftsrecht · Wettbewerbsrecht · Prozessführung und Schiedsverfahren · Arbeits- und Steuerrecht · Urheberrecht · Finanzierungen · Restrukturierung und Insolvenz · Recht der erneuerbaren Energien

Neue Anschrift des Madrid-Büros: C/ Alfonso XII, 30, 5ª planta · 28014 Madrid

Tel./Fax/E-Mail bleiben unverändert: Tel. +34 91 319 96 86 · Fax +34 91 308 53 68 · mad@mmmm.es