

Schwerpunkt Immobilien-Spezialfonds

Der Multi-Manager-Ansatz für die Assetklasse Immobilien

Die Fondslandschaft ist im Umbruch. Bestimmten einst wenige große Anbieter den Markt der indirekten Immobilienanlagen für institutionelle Investoren, so bereichern heute eine ganze Reihe neuer Fondsinitiatoren das Geschehen. Während früher durch möglichst großes Fondsvolumen Diversifikation über Standorte, Objektgrößen und Nutzungsarten „angeboten“ wurde, wollen die Anleger heute das Rendite-Risiko-Profil ihres Portfolios individuell bestimmen. Dies kommt Fondsmanagern entgegen, die sich auf ein kleines Immobilienmarktsegment fokussieren und entsprechendes Spezial-Know-how besitzen. Das Problem: Das Management des Gesamtportfolios wird komplexer. Eine mögliche Lösung sehen die Autoren im Multi-Manager-Ansatz, bei dem die verschiedenen Dienstleister zentral gesteuert und kontrolliert werden. (Red.)

Die Assetklasse Immobilien erfreut sich im aktuellen Niedrigzinsumfeld bei institutionellen Anlegern großer Beliebtheit. Insbesondere der steigende Ertragsdruck vieler Anleger, deren Portfolios bisher ein Übergewicht in konservativen Rentenanlagen aufweisen, führte in den letzten Jahren zu stark angestiegenen Immobilien-Zielquoten.

Ein Grund hierfür ist, dass Assetklassen im Wertpapierbereich, die auskömmliche Erträge liefern, meist mit hohen Bewertungsrisiken verbunden sind. Die Anlage-restriktionen beziehungsweise Risiko-

budgets der Anleger lassen Investitionen zum Beispiel in Aktien oder High Yield daher häufig nur in einem geringen Umfang zu. Zudem liefert die Ausweitung der Assetklasse Immobilien für institutionelle Portfolios eine breitere Diversifikation. Diese ist gerade im derzeitigen Marktumfeld, das von hoher Unsicherheit geprägt ist, attraktiv, um die Robustheit eines Portfolios zu stärken, stabile Erträge zu generieren und die geringe Korrelation von Assetklassen auszunutzen.

Die Umsetzung einer erfolgreichen Immobilienstrategie ist jedoch im aktuellen Markt- und Produktumfeld alles andere als trivial. Die Attraktivität der Assetklasse hat – insbesondere in Deutschland – zu einer hohen und sehr gleichförmigen Nachfrage nach Core-Immobilien geführt. Gleichzeitig wirbt eine stark gestiegene Zahl von Immobilienmanagern um das Kapital deutscher institutioneller Investoren. Die Produktlandschaft ist aktuell von weitreichenden Veränderungen geprägt. Eine Möglichkeit für Anleger, von diesen Entwicklungen zu profitieren, ist der Multi-Manager-Ansatz. Hier wird durch ein aktives Portfoliomanagement und mit dem Einsatz mehrerer auf ihr jeweiliges (eng definiertes) Marktsegment spezialisierter, unternehmerisch agierender Manager ein Mehrwert geschaffen, der insbesondere in der breiteren Diversifizierung von Risiken besteht.

Neben Direktanlagen investieren deutsche Anleger seit rund zehn Jahren zunehmend in indirekte Immobilieninvestments – vornehmlich Immobilien-Spezialfonds, die nach dem deutschen Investmentgesetz reguliert sind. Publikumsfonds, die bis vor kurzem insbeson-

dere auch bei kleineren Investoren eine beliebte Immobilienanlage waren, stellen nach den durch Änderungen im Anlegerschutz eingeführten Restriktionen keine Alternative mehr dar.

Über Spezial- und Publikumsfonds hinaus hat sich das Anlageuniversum innerhalb der Assetklasse Immobilien aus Sicht institutioneller Investoren deutlich ausgeweitet, denn indirekte Immobilienanlagen werden zunehmend internationaler betrieben. Mehr und mehr Manager mit Spezial-Know-how und direkter Präsenz in den Zielmärkten eines typischen Core-Portfolios deutscher Anleger liefern Investoren Zugang zu einer neuen, fokussierten Art von indirekten Anlageprodukten.

Fokus auf „Illiquiditätsprämie“

In der zurückliegenden Finanzmarktkrise, die auch wesentlich eine Krise von Immobilienmärkten war, ist klar geworden, dass die Assetklasse Immobilien kein risikoloses Investment darstellt. Insbesondere diejenigen Fonds, die mit Investments in Immobilien der europäischen Peripherie (vor allem Italien, Spanien, Portugal) auf die Konvergenz des Euro-raumes gesetzt hatten, haben noch heute mit hohen Abschreibungen zu kämpfen. Sie leiden unter Fehlentscheidungen auf Makroebene. Gleichmaßen werden bei Immobilieninvestments Wertverluste durch Fehlentscheidungen auf Mikroebene produziert, zum Beispiel bei unzureichender Nachvermietbarkeit von Objekten in Nebenlagen. Beide Arten von Immobilienrisiken müssen erkannt und wenn möglich vermieden werden.

Darüber hinaus ist die vor allem durch Immobilien-Publikumsfonds verbreitete Illusion, über indirekte Anlagen eine vollkommene Fungibilität für Immobilieninvestments zu erlangen, mittlerweile verflogen. Die Erkenntnis, dass Immobilien eine grundsätzlich nur eingeschränkt liquide Assetklasse sind, hat sich inzwischen bei Anlegern wie Managern durchgesetzt. Am Beginn jeder erfolgreichen Strategie steht somit die Erkenntnis, dass Immobilieninvestments weder risikolos

Die Autoren



Ulrich Lingner

Mitglied der Geschäftsführung



Dr. Thomas Kallenbrunnen

Abteilungsleiter Asset Management Immobilien, Helaba Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH, Frankfurt am Main

noch unbegrenzt fungibel sind. Ziel muss es daher sein, nur beherrschbare Risiken bewusst einzugehen, da die Investments nicht ohne Weiteres veräußert werden können, wenn sich Risiken materialisieren.

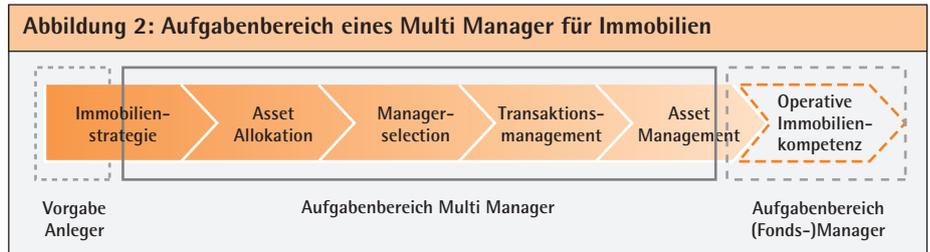
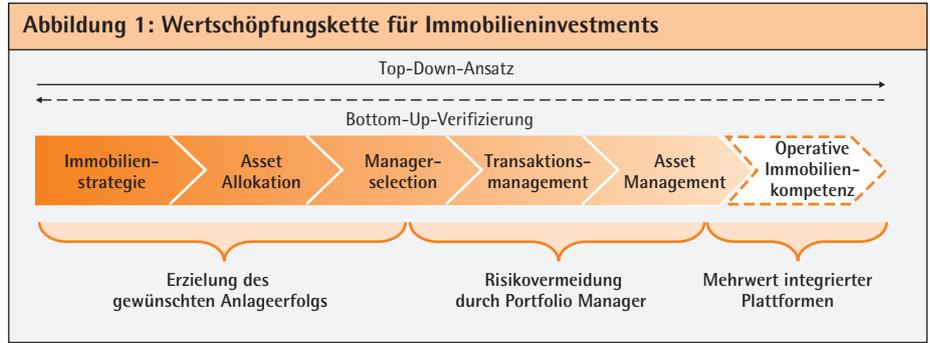
Das von Anlegern angestrebte Rendite-Risiko-Profil von Immobilieninvestments, das eine stabile Cash-Flow-Rendite deutlich oberhalb der Verzinsung von Anleihen mit Investment Grade sowie Wertstabilität und Inflationsschutz ebenso beinhaltet wie beherrschbare Risiken und eine begrenzte Volatilität, ist am Kapitalmarkt nicht „kostenlos“ zu erhalten. Es ist vielmehr als Illiquiditätsprämie zu verstehen, die aus einer Immobilienstrategie erwirtschaftet werden kann, die die eingeschränkte Fungibilität von Immobilien zum einen und indirekten Anlagen zum anderen bewusst ausnutzt.

Top-Down-Ansatz in der Umsetzung notwendig

Um dies operativ umzusetzen, benötigen Investoren eine konsistente Immobilienstrategie, die von der Zieldefinition für die festgelegte Immobilienquote über die Asset Allokation bis hin zur Produktauswahl reicht. Die in der Abbildung 1 dargestellte Wertschöpfungskette für Immobilienanlagen zeigt die einzelnen Schritte für einen Top-Down-Ansatz zur Betrachtung der Assetklasse auf.

Zunächst müssen anlegerspezifisch die jeweiligen Ziele (Renditeerzielung, Risikotragfähigkeit, Zusammenhang mit Gesamtportfolio) definiert werden. Auf Basis dieser Ziele wird eine Asset Allokation vorgenommen, die aus den Komponenten Investmentstil, Region und Nutzungsart besteht. Höchste Bedeutung hat hierbei die Wahl und Gewichtung von Investmentstilen, die mit den drei immobilienwirtschaftlichen Risiko-Rendite-Profilen Core, Value Added und Opportunistic einhergehen.

Jede Immobilienstrategie und Allokation muss durch am Markt verfügbare Produkte und Manager umsetzbar sein. Daher empfiehlt sich ein pragmatischer Ansatz mit Bandbreiten in der Allokation und handhabbaren Investmentgrundsätzen als Basis für den Auswahlprozess. Bei dieser Manager Selection werden auf Basis einer Long- und Shortlist mittels strukturierter und transparenten Scoring-Modellen optimale Manager und Produkte bestimmt. Durch ein rigides Transaktionsmanagement sowie eine intensive Due Diligence werden Risiken des Zielinvestments



identifiziert und hinsichtlich ihrer Beherrschbarkeit beurteilt.

Während die Verwaltung der Immobilienportfolios institutioneller Anleger häufig auf die laufende Betreuung von Anlagen ausgerichtet ist, entscheidet sich der wirtschaftliche Erfolg oder Misserfolg im Wesentlichen bei Strategie, Allokation und Managerauswahl. Immobilieninvestments sollten daher stets einem Top-Down-Ansatz folgen, der durch eine Bottom-Up-Verifizierung mittels vorhandener Produkte auf Umsetzbarkeit überprüft wird. In der Realität ist häufig genau das Gegenteil der Fall.

Unternehmerisches Element

Die letzte Stufe der Wertschöpfungskette, hier mit „operative Immobilienkompetenz“ umschrieben, erfordert anstatt des klassischen Kapitalanlage-Know-hows vielmehr unternehmerische Kompetenzen in den Bereichen Mieterbetreuung, (Nach-) Vermietung und Immobilien-technik. Dies ist ein Geschäftsfeld, in dem spezialisierte Dienstleistungsunternehmen mit einem hohen Ausmaß an Marktzugang im jeweiligen Segment auf Dauer bessere Leistung bringen können als nicht fokussierte Unternehmen.

Ein wesentliches Kriterium für die Manager der Zielinvestments ist daher eine außerordentlich hohe operative Kompetenz mit einer möglichst integrierten Plattform, das heißt wesentliche Teile des Property Managements sollten durch den Fondsmanager selbst erbracht werden. Diese Umsetzungsfokussierung im

Anforderungsprofil für Manager (statt einer Ausrichtung auf eigene strategische Kompetenz dieser Manager) ist in der Breite ein Novum im Markt für indirekte Immobilieninvestitionen.

Der Multi-Manager-Ansatz der Helaba Invest stellt die oben beschriebene Top-Down-Herangehensweise sicher. Multi Manager wird definiert als die Rolle einer übergreifenden Portfoliosteuerung von indirekten Immobilienanlagen in Fonds, Beteiligungen und Joint Ventures (siehe Abbildung 2). Diese erstreckt sich von der Strategiefindung (gemeinsam mit dem Anleger) über die Allokation und Manager-Selektion bis hin zum Transaktionsmanagement und der laufenden Betreuung der Anlagen (Asset Management).

Mit dieser Ausrichtung stellt der Multi-Manager-Ansatz die Zielkonformität von Portfolios für die jeweiligen Anleger in den Mittelpunkt – Strategie und Allokation gehen vor die Zeichnung einzelner Investments. Risikovermeidung und -beherrschung sowie die Zusammenarbeit mit fokussierten Managern stehen im Mittelpunkt. Dafür sorgt ein rigoroses und von einer intensiven Due Diligence unterstütztes Underwriting jeder Position, das kritischen Fragen und Sensitivitätsanalysen standhalten muss.

Die Assetklasse Immobilien wächst mit diesem Ansatz an Entscheidungsprozesse im Wertpapierbereich heran. Sie wird vom inhaltlichen wie organisatorischen Exoten zu einem „normalen“ Bestandteil der Portfolios institutioneller Anleger, der an den gleichen Kriterien wie andere Anlagen gemessen werden kann.