

Veröffentlicht in
Stiftung & Sponsoring
Ausgabe 5/2009

„Sicherheit durch Bewertung:
Risikomanagement in der Steuerung
von Immobilienportfolios in unsicheren Zeiten“
S. 36 – 38

Mit freundlicher Genehmigung der
Stiftung&Sponsoring Verlag GmbH, Verl

(www.stiftung-sponsoring.de)

SICHERHEIT DURCH BEWERTUNG

Risikomanagement in der Steuerung von Immobilienportfolios in unsicheren Zeiten

von Werner Gleißner, Leinfeld-Echterdingen, und Ulrich Huber, Pullach i. Isartal

Die derzeitige Situation an den Kapitalmärkten erinnert an die Jahre 2000 und 2001. Damals wie heute verzeichneten zahlreiche Stiftungen nachhaltige Wertverluste im Stiftungsvermögen. Die Handlungsalternativen waren und sind durch die Gesetzeslage eingeschränkt, denn Stiftungen stehen im Spannungsfeld zwischen Erhalt des Stiftungsvermögens und der zeitnahen Verwendung von zweckgebundenen Mitteln. Mietimmobilien liefern i.d.R. langfristig planbare und stabile Cashflows (Zahlungsströme); aufgrund der überwiegend indexierten Mietverträge bieten die Einnahmen zusätzlich einen Inflationsausgleich. Somit wird das Ziel der Mittelverwendung in idealer Form unterstützt. Zudem weisen Immobilien langfristig eine hohe Wertstabilität aus. Die Schwankungsbreite ist oft gering, das Stiftungsvermögen bleibt über Jahre hinweg stabil. Immobilieninvestitionen sollten daher für Stiftungen ein wesentlicher Baustein in der Asset-Allokation (Vermögensstrukturierung) sein. Dabei sind jedoch leistungsfähige Methoden zur Beurteilung des Risikos und der Bewertung notwendig.

Ein anspruchsvoller professioneller Investor wird sich bei seiner individuellen Investitionsentscheidung nicht ausschließlich

von der Reputation und den vergangenen Erfolgen des Portfoliomanagements eines Fonds überzeugen lassen. Für die Beurteilung der Erfolgsaussichten müssen vielmehr zahlreiche Fragen zur Risikobeurteilung (Abb. 1) gestellt werden.

Um die Fragen sachgerecht beantworten zu können, sind spezielle Bewertungs- und Portfolioplanungsverfahren entwickelt worden. Im Rahmen eines Portfolio- und Risikomanagements ist der Erfolg von vielen Einflussfaktoren abhängig. Daher sollte zunächst ein einheitliches Bewertungsmodell für sämtliche Immobilien vereinbart werden. Hier wird der Wert einer Immobilie nach einer festgelegten Vorschrift in Abhängigkeit von allgemeinen Einflussfaktoren (wie z.B. vereinbarte Miete, marktübliches Mietniveau, Liegenschaftszins, Grad der Inflationsindexierung oder Mietbindungsdauer) berechnet.

SIMULATIONSBASIERTE VERFAHREN

Durch das Portfoliomanagement lässt sich der Wert auch über die Gesamtrisikoposition optimieren, was einen erheblichen Wertzuwachs bewirken kann. Dabei muss neben den erwarteten Erträgen der Einzelimmobilien und der mit diesen verbundenen (objektspezifischen) „unsystematischen Risiken“ insbesondere auch auf objektübergreifende systematische Risikofaktoren eingegangen werden. Es bietet sich folgende Vorgehensweise an:

1 Eine einheitliche Bewertungsvorschrift (Rechenregel, z.B. DCF-Modell) führt zu einer hohen Transparenz der Beurteilung, der Vergleichbarkeit von Bewertungsergebnissen für die Einzelimmobilien und zeigt vor allem auf, dass bestimmte „Werttreiber“ (wie z.B. der Kapitalmarktzins) auf sämtliche Immobilien einwirken (vgl. Abb. 2).

Bei der Wertermittlung einer Immobilie auf den heutigen Zeitpunkt nach dem modernen simulationsbasierten DCF-Verfahren werden i.d.R. zunächst Wahrscheinlichkeitsfunktionen für die Cashflows in den künftigen Perioden mittels Simulation ermittelt und jeweils auf den heutigen Informationsstand bezogen. Praktisch bedeutet dies die explizite Erfassung der Risiken bzw. Planungsunsicherheiten, z.B. durch die Angabe von Minimalwert, wahrscheinlichstem Wert und Maximalwert einer möglichen Mieterhöhung. Alle derartigen Einzelrisiken werden durch die sog. stochastische Monte Carlo-Simulation aggregiert, so dass die (Häufigkeits-)Verteilung des Cashflows der Immobilie – die Planungssicherheit – bestimmt wird.

2 Auf Grundlage des Immobilien-Bewertungsmodells werden nunmehr diejenigen Einflussfaktoren extrahiert, die den Wert der Immobilien beeinflussen, aber nicht als sicher

Fragen zur Beurteilung einer Anlageentscheidung

Welcher Gesamtrückfluss und welche (jährliche) Rendite sind zu erwarten?

Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass das eingesetzte Kapital am Ende der Fondslaufzeit zumindest (nominal oder real) zurückfließt?

Wie groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass der Fonds insolvent wird? Welches ist also das angemessene Rating aus Sicht der Gläubiger?

Wie viel Eigenkapital ist zur Finanzierung des Fonds bereitzustellen, um (z. B.) ein BBB-Rating zu erzielen? Ist die tatsächliche Eigenkapitalausstattung also angemessen?

Welche „Mindestrendite“ wird mit (z.B.) 90 %iger Sicherheit erreicht?

Wie hoch ist der (fundamentale) Ertragswert (DCF) des Fonds in Relation zum Investitionsvolumen (Kapitalwert-Rate)?

Welche Konsequenzen für die Rendite ergeben sich, wenn z.B. die Zinsen um 2 % ansteigen und zugleich die Mieten um 20 % fallen?

Welche Korrelation zwischen der Fondsrendite und der Rendite von Aktien (z.B. Euro Stoxx) ist zu berücksichtigen, wenn man die Eigenung eines Fonds im Kontext eines größeren Portfolios beurteilen möchte?

Welche Rendite ist in Anbetracht der Risiken mindestens erforderlich, um durch das Investment Wert zu generieren (EVA)?

angesehen werden können. Dies sind z.B. die Inflationsrate, der Kapitalmarktzins und das „allgemeine Mietniveau“ (meist getrennt betrachtet in Abhängigkeit von Nutzungsart und Region), aber auch unsystematische Faktoren (z.B. die Schwankungen der Leerstandsquote oder Mietwechselkosten). Für jeden dieser allgemeinen Risikofaktoren und die spezifischen Risiken muss nun nach einer möglichst guten Beschreibung des Umfangs der damit verbundenen Unsicherheit gesucht werden (Abb. 2).

3 Ein Bewertungsmodell auf Ebene einzelner Objekte kann weitergehend zu einem Ansatz für ein Portfolio erweitert werden. Die Grundstruktur ist dabei einer so genannten „ökonomischen Bilanz“ (Abb. 3) nachempfunden, welche alle Einzelobjekte durch eine einheitliche Bewertungsfunktion (in Abhängigkeit der Risikofaktoren) beschreibt und zusammengefasst auf der Aktivseite darstellt. Sie dient der Ableitung der jeweiligen Risiko-Rendite-Struktur.

Im Modell werden grundsätzlich Marktwerte erfasst. So sind die Anleihen und Kredite einem Zinsänderungsrisiko unterworfen. Die auftretenden Marktwertschwankungen können

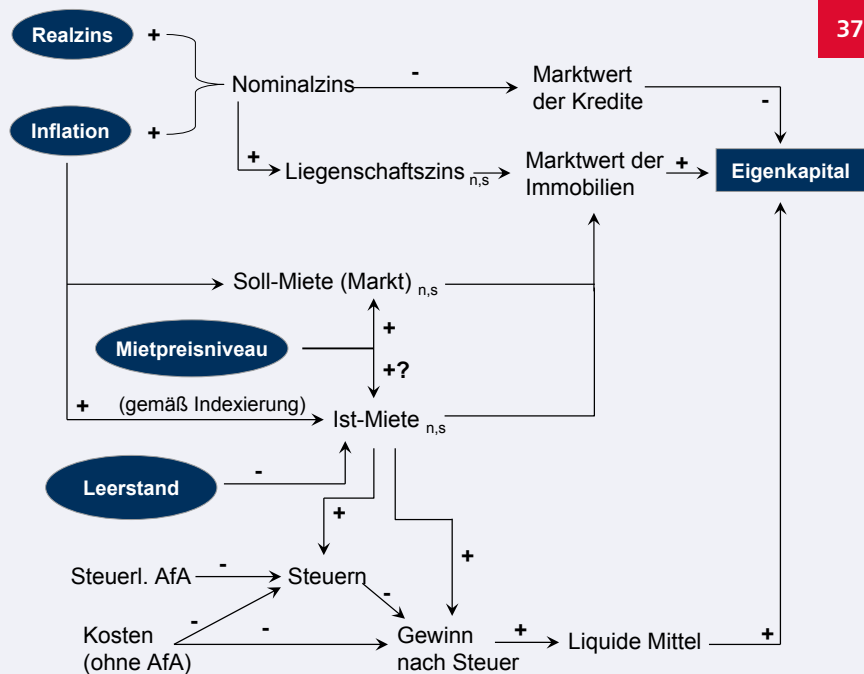


Abb. 2: Wirkung von Risikofaktoren auf das Eigenkapital (Quelle: Gleißner 2004)

vereinfachend durch ein lineares Durationkonzept abgeschätzt werden, wobei die Duration die Kapitalbindungsdauer beschreibt. Der Net Asset Value (Nettoinventarwert) als die Steuerungsgröße des Portfolios ergibt sich dann als Saldoposition der Passivseite (Net Asset Value = Bilanzsumme – Rückstellungen – Kredite).

Es gibt mehrere Möglichkeiten zur Portfoliobildung, beispielsweise die Addition der Wertverteilungen oder die Bewertung

Anzeige

Werte stiften

Das Magazin für Stifter, Stiftungen und engagierte Menschen



„Werte stiften“ stellt Menschen, Organisationen, Unternehmen und Projekte vor, die engagiert gesellschaftliche Verantwortung übernehmen.

Jahresabonnent nur 22,- Euro

Wir zeigen was ehrenamtliche Helfer, Spender und Stifter bewegt und berichten über Spendenaktionen und die Arbeit der Stiftungen in Deutschland. Zudem berichten wir über rechtliche und steuerliche Neuerungen, Nachlassgestaltung und Wissenswertes aus der Vermögensverwaltung. Wir vermitteln Ideen und geben Anregungen für Spender und Stifter.

„Werte stiften“ erscheint vier Mal im Jahr und ist im preiswerten Jahresabonnement für 22 EUR inkl. Versandkosten erhältlich. Abonnieren Sie einfach im Internet unter www.werte-stiften.de oder informieren Sie sich unter Telefon 0 91 31.5 30 20 83.

www.werte-stiften.de

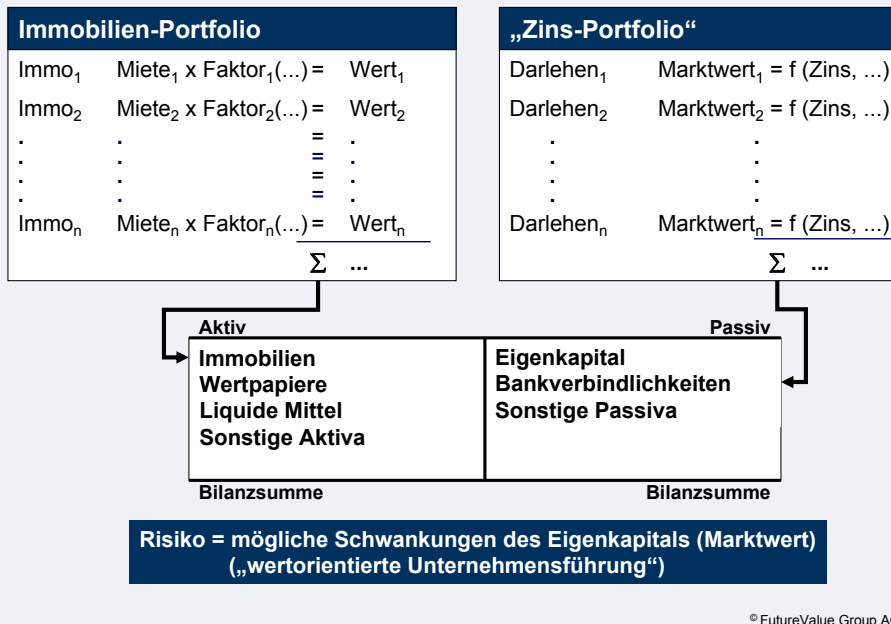


Abb. 3: Ökonomische Bilanz

der Addition der Basis-Zahlungen einzelner Portfolioelemente. Für die Aggregation auf Portfolioebene sind auch Zahlungen zu berücksichtigen, die nicht den einzelnen Objekten zugerechnet werden. Insbesondere sind dies die Zinsaufwendungen und -erträge sowie die Kosten der Verwaltung des Portfolios.

VOLKSWIRTSCHAFTLICHER RAHMEN

Gegenüber den bisher in der Immobilienwirtschaft üblichen Steuerungssystemen hat das hier umrissene integrierte Portfoliomodell eine Reihe grundsätzlicher Vorteile, die einer erfolgs- und wertorientierten Steuerung der Gesellschaft zugute kommen.

Zur Abschätzung der Risikodiversifikationseffekte ist zunächst eine Beurteilung und Bewertung aller Immobilien im Portfoliokontext erforderlich. Voraussetzung ist eine adäquate Formulierung der volkswirtschaftlichen Hintergründe, wie z.B. der Entwicklung von Kreditvergabe, Zinsen und realem Wirtschaftswachstum. So wird gezeigt, von welchen gemeinsamen Faktoren (systematischen Risiken) die Wertentwicklung der Immobilien abhängt. Speziell jüngere Untersuchungen, z.B. der Deutschen Bundesbank, verdeutlichen die erhebliche Relevanz der Geldmengen- und Kreditentwicklung für die Preisentwicklung am Immobilienmarkt. Wichtig ist zudem eine adäquate Unterscheidung des Risikos bezüglich der Schwankungen der Mieterlöse und der Immobilienwerte, die wiederum von den cashflow-bezogenen bzw. mietbezogenen Risiken abhängen. Für die praktische Steuerung des Immobilienportfolios kann es zudem hilfreich sein, explizit zu unterscheiden zwischen kurzfristig realisierbaren Marktpreisen von Immobilien und fundamentalen Immobilienwerten, die sich aufgrund der verfügbaren Informationen über die zukünftig erwarteten Cashflows berechnen lassen. Abweichungen zwischen realisierbaren Marktpreisen und angemessenen fundamentalen Werten geben konkrete Impulse für Portfolioumschichtungen.

Schließlich muss eine adäquate Berücksichtigung des Risikos einzelner Immobilien und des Gesamtportfolios sichergestellt werden. Gerade in Anbetracht der Charakterisierung von Immobilienfonds als sichere Anlage ist dabei die im Portfoliomanagement noch immer übliche Standardabweichung kein geeignetes Risikomaß. Zumindest zusätzlich zu berücksichtigen sind Downside-Risikomaße (z.B. Value-at-Risk oder Conditional Value-at-Risk), die speziell den möglichen Umfang risikobedingter Wertverluste aufzeigen. Da Investoren sichere Anlagen insbesondere im Hinblick auf mögliche (nominale oder reale) Wertverluste beurteilen, sind im Rahmen des Portfoliomanagements häufig zusätzliche

Restriktionen bei der Portfoliostrukturierung zu berücksichtigen (Safety First-Ansatz).

KURZ & KNAPP

Bewertungs- und Simulationsverfahren bieten Investoren die Basis zur sachgerechten Beurteilung von Immobilieninvestitionen. Insbesondere für Stiftungen sind diese Ergebnisse von besonderer Bedeutung, da sie die möglichen Auswirkungen auf die Mittelverwendung und den Substanzwert aufzeigen und somit die Basis für weitere Investitionen liefern. ■

ZUM THEMA

Gleißner, Werner: Grundlagen des Risikomanagements im Unternehmen, München, 2008

Gleißner, Werner: Integrierte Risiko- und Portfoliomanagementsysteme in der Immobilienwirtschaft, in: Lutz, Ullrich / Klapproth, Thomas (Hrsg.): Riskmanagement im Immobilienbereich. Technische und wirtschaftliche Risiken, 2004, S. 63-76

Gleißner, Werner: Wie kann ein Initiator den Erfolg eines geschlossenen Fonds fundiert belegen?, Discussion paper Nr. 4/2009 [Anforderung bei den Autoren]

Gleißner, Werner / **Leibbrand**, Frank: Risiko und Portfoliosteuerung bei Immobilieninvestments, in: ZfiFP 7/2008, S. 2-11

Paul, Eduard: Quality Control. Maßnahmen bei der Wertermittlung von Immobilien, in: UM Bewertungspraxis 1/2004, S. 19-23

in Stiftung&Sponsoring

Gehrlein, Roland: Masterplan und Developer-Rechnung. Entwicklungspotenziale von Immobilienbeständen aufzeigen und umsetzen, S&S 3/2006, S. 34-35

Olbrück, Ralf: Schlüsselfragen. Analyse und Bewertung des Immobilienbestandes bei Stiftungen, S&S 2/2006, S. 15-16

Dr. Werner Gleißner, Vorstand der FutureValue Group AG, leitet die Risikoforschung der Marsh GmbH, w.gleissner@futurevalue.de, www.werner-gleissner.de, Ulrich Huber ist Leiter Stiftungen und Family Offices bei der Hannover Leasing GmbH, ulrich.huber@hannover-leasing.de, www.hannover-leasing.de



Wir sorgen für Orientierung in der Welt der Gemeinnützigkeit!

&Stiftung &Sponsoring

Seit 1998 ist „Stiftung&Sponsoring“ das führende Fachmagazin für Non-Profit-Management und -Marketing und widmet sich dem gesellschaftlich wichtigen Feld gemeinnütziger Aktivitäten.

Das Magazin erscheint alle zwei Monate und bietet mit seinem breiten Themenspektrum ein

praxisorientiertes Forum für Informationen, Grundlagen- und Fachwissen im Dritten Sektor.

Überzeugen Sie sich von der Qualität des Magazins! Nutzen Sie unser Angebot und testen Sie zwei Ausgaben gratis! Einfach das Formular ausfüllen und per Fax oder Post zurückschicken.

Ja, ich möchte 2 x Stiftung&Sponsoring gratis bestellen:

NAME, VORNAME

STRASSE/HAUSNUMMER

TELEFON

ORGANISATION

PLZ/ORT

EMAIL

Bitte schicken Sie mir die beiden nächsten Ausgaben kostenlos und frei Haus. Wenn ich Stiftung&Sponsoring danach weiterlesen möchte, brauche ich nichts weiter zu tun. Ich erhalte dann 6 Ausgaben im Jahr zum Vorteilspreis von derzeit 126,80 € inklusive MwSt. und Versand (statt 6 x Einzelheft zu je 22,00 € zzgl. Versandkosten). Ansonsten genügt eine kurze Mitteilung an den Verlag bis drei Wochen nach Erhalt des zweiten Heftes.

- Ich zahle gegen Rechnung
- Ich zahle bargeldlos per Bankeinzug

Der Bezug verlängert sich um jeweils ein weiteres Jahr, wenn ich nicht acht Wochen vor Ablauf schriftlich kündige.

Widerrufsrecht: Die Bestellung kann ich binnen 2 Wochen nach Bestelldatum (rechtzeitige Absendung genügt) schriftlich beim Stiftung&Sponsoring Verlag, Bleichestraße 305, 33415 Verl, widerrufen.

KONTONUMMER

BANKLEITZAHL

DATUM, UNTERSCHRIFT

Fax: 05246 9251010
oder nutzen Sie unser Bestellformular unter www.stiftung-sponsoring.de