

Dr. Thomas Beyerle

Value-add Investments am Immobilienmarkt

Vom sinnhaften Umgang mit Risiko

1

Die Suche nach dem quantifizierbaren Risiko

Die Frage nach „dem Risiko“ lässt sich am Markt kaum beantworten, weil man es hier mit einem sehr vielschichtigen Thema zu tun hat, das sich zwar individuell messen lässt, aber keiner eindeutigen Definition unterliegt. Das „eine“ Risiko scheint am Immobilienmarkt aktuell nicht zu existieren. Wichtig im aktuellen Umfeld sind daher Risikopotentiale zu identifizieren, denen nur eine geringe Eintrittswahrscheinlichkeit zugesprochen wird, jedoch hohe negative Implikationen für Werte und Renditen entfalten könnten. Einer Zinsänderung wird dieser Effekt grundsätzlich zugesprochen, doch ein Anstieg um – realistischer Weise 400 Basispunkte damit eine signifikante Renditewirksamkeit abgeleitet werden kann – erwartet niemand. Die gerade vor dem Hintergrund fast überall zu messenden Höchstwerte von sog. Core Objekten im Büro-, Handels- oder Logistiksegment veranlassen Investoren nunmehr den Blick auf die nächste Risikostufe – gemeint ist das sog. „Value-add“-Segment, zu werfen. Es wird faktisch Risikovorsorge betrieben, wenn Core als „zu teuer“, also zu risikohaft angesehen wird und Investmentalternativen gesucht und identifiziert werden.

2

Investorenfokus Value add-Investments

Im dem seit einigen Quartalen zu beobachtenden Investitionsanstieg in das sog. „Value-add“-Segment wird eine eher mittelfristige Investitions- bzw. Risikosicht eingenommen. Im Mittelpunkt der Investition steht die Frage, wie sich Werte aus dem laufenden Betrieb und dem „Eingriff in die Bauhülle“ bewerkstelligen lassen. Mit dem sogenannten „Manage-to-Core“-Ansatz wird versucht durch verschiedene aktive Maßnahmen eine „Value-add“- in eine „Core“-Immobilie zu positionieren. Dies kann unter anderem durch die Verbesserung der Vermietungs- und Ertragssituation (Vermietung, Renovierung etc.) und die Repositionierung (Verbesserung der Finanzierungsstruktur, Generierung von Marktconformität) realisiert werden. In diesem Kontext sind auch Lagequalitäten innerhalb eines bestimmten eingegrenzten Marktes (Mikromarkt) zu berücksichtigen.

3

Value-add Fonds als ökonomische Sinnhaftigkeit am Immobilienmarkt

In der logischen Weiterentwicklung sind sog. „Value-add“-Fonds deshalb am Markt stärker zu erwarten. Sie treten dabei klassischerweise als „Absolute-Return“-Fonds am Markt auf, mit dem Ziel in

der Regel eine erwartete Gesamrendite zu postulieren. Einem Investor muss mit der Investition in einen „Value-add“-Fonds bewusst sein, dass er ein unternehmerisches Risiko eingeht und die Gesamrendite nur erzielt werden kann, wenn er sich für eine gewisse Mindestlaufzeit an dem Fonds beteiligt. Die Portfoliomanager möchten primär gezielt Objektopportunitäten (enge Definition) und Marktschwankungen (weite Definition) nutzen.

Im Fokus stehen insbesondere Luxemburger Strukturen, um eine möglichst hohe aufsichts- und steuerrechtliche Flexibilität zu erreichen. Reine „Value Add“-Fonds werden zudem eigentlich primär im Rahmen geschlossener Vehikel aufgesetzt. Die Gründe sind im Besonderen darin zu sehen, dass diese Form der Investments IRR-getrieben (Internal Rate of Return) sind und damit das wesentliche Werthhebungspotenzial im Exit liegt. Sofern das Projekt vollendet wird und die Neuvermietung erfolgt ist, besteht eigentlich kein Grund mehr – mit Ausnahme von Marktzyklusgegebenheiten – das Objekt länger im Fonds zu halten. Jeder weitere Tag, an dem das vollendete Projekt gehalten wird, mindert die IRR-Rendite. Ein „Value-add“-Ansatz legt folglich den schnelleren Exit nahe.

Fazit – vom Umgang mit Risiko

4

Mit Blick auf die kommenden Jahre ist am wichtigsten, dass die „Non-Core“-Märkte weniger von potenziellen Renditekompressionen betroffen sein werden, sodass mögliche Dekompressionen im Vergleich zu „Core“-Märkten deutlich geringer ausfallen dürften und Wertverluste unwahrscheinlicher sind. Die Analysen zu diesem Themenkomplex verdeutlichen vor allem operativ eines: Eine differenziertere Betrachtung der europäischen Immobilienmärkte unter Rendite- und Risikogesichtspunkten ist nicht nur sinnvoll, sondern zwingend notwendig.

Es ist naheliegend, dass sich das Risikomanagement von Immobilieninvestoren einer neuen Form der Risikomessung zuwenden sollte. Zu stark ist noch der Fokus auf erwartete Renditen und einfache Risikomaße wie bspw. Volatilitäten. Eine tiefere Analyse der Verteilungsparameter – und damit eine Aussage über die Stabilität der Ergebnisse – unterbleibt in der Regel noch. Mit der weiteren Etablierung von „Value-add“ Investments – bzw. „Value-add“-Fondsstrukturen wird dieser Schritt gleichwohl erfolgen.



Dr. Thomas Beyerle

Managing Director
Catella Property Valuation GmbH
Catella Real Estate AG

Weitere Angaben zum Unternehmen S.134