

ANALYSE VON OFFENEN IMMOBILIENFONDS

Ausgangslage

Das Rating der Scope Analysis GmbH zielt auf die Bewertung aller Offenen Immobilienfonds ab und somit auf die Gewinnung von Transparenz und Produktvergleichbarkeit. Es soll die bestehenden erheblichen Informationslücken bei Finanzinstituten und Kapitalanlegern schließen, die regelmäßig vor großen Prüf- und Selektionsproblemen stehen.

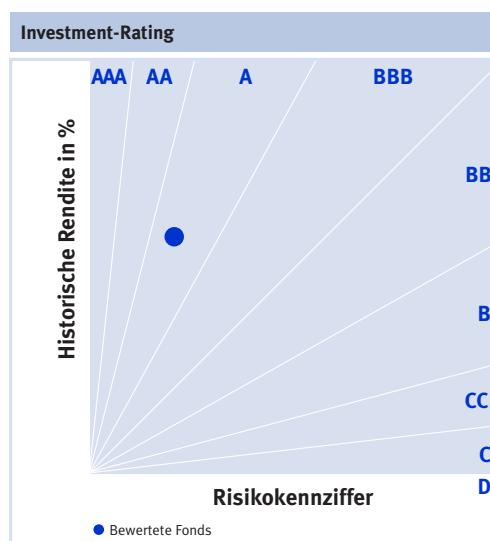
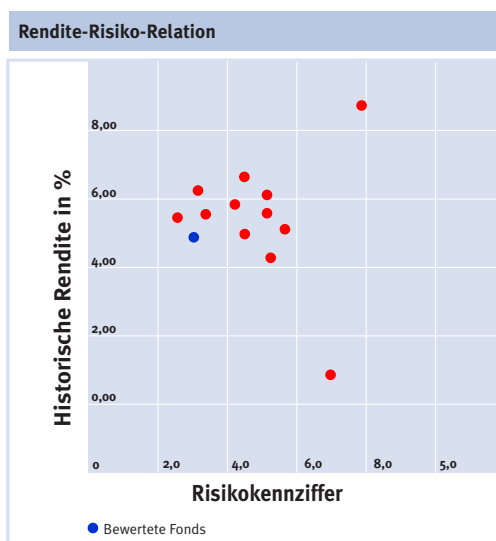
Die gestiegenen Anforderungen an die Bewertung der Investmentqualität von Offenen Immobilienfonds erfordern eine weiterentwickelte Methodik des Ratings. Entscheidende Qualitätsfaktoren aus Anlegerperspektive sind Rendite, Risiko und Fungibilität einer Kapitalanlage. In Bezug auf diese Kriterien haben sich die Offenen Immobilienfonds deutlich auseinander entwickelt.

Um dem Rechnung zu tragen, wird die überarbeitete Ratingmethodik von Scope Analysis auf der Bewertung der Rendite-Risiko-Profile der einzelnen Fonds fußen, die durch Aussagen zur Liquidität präzisiert wird. Dadurch gewährleistet das überarbeitete Rating von Scope Analysis ein Höchstmaß an Transparenz und Vergleichbarkeit aller Produkte.

Definition

Das Rating bewertet nachvollziehbar die Qualität von Investitionsangeboten aus dem Segment Offene Immobilienfonds. Das Investmentrating ergibt sich aus dem Verhältnis zwischen langfristiger Performance und dem fondsspezifischen Risiko.

Die Bewertung des Risikos wird im Rahmen eines Rating-Modells durchgeführt. Unabhängig vom Branchendurchschnitt werden in den einzelnen Panels vorab definierte Scores vergeben, die unter Einbeziehung der Fondsperformance zu einer bestimmten Ratingnote führen. Durch diesen Schritt werden über den stichtagsbezogenen Branchenvergleich hinaus auch Produktvergleiche im Zeitablauf möglich. Dadurch trägt Scope Analysis der Langfristigkeit dieses Investmentvehikels und dem Bedürfnis von Anlegern und Vertrieben Rechnung, die Entwicklung einzelner Produkte längerfristig nachzuvollziehen. Den Ratingvorgang auf Seiten von Scope verantwortet ein mehrköpfiges Analyseteam. Die Expertise hinsichtlich der Immobilienportfolios liefert die Bauhaus-Gesellschaft mbH, Weimar (Bauhaus-Gesellschaft), an der die Scope Group beteiligt ist.



Kooperationspartner

Die Immobiliendaten werden von der Bauhaus-Gesellschaft analysiert. Die Bauhaus-Gesellschaft kann in Zusammenarbeit mit der Bauhaus Universität Weimar auf eine langjährige, intensive Forschungs- und Entwicklungsarbeit in der Immobilienwirtschaft verweisen.

Seit über zehn Jahren werden am Lehrstuhl Baumanagement/Bauwirtschaft unter Prof. Dr.-Ing. Bernd Nentwig, zugleich Geschäftsführer der Bauhaus-Gesellschaft, immobilienwirtschaftliche Fragestellungen mit praktischem Bezug untersucht. Die Entwicklung geeigneter softwaregestützter Research-Methoden zur Aufbereitung qualitativer und quantitativer Daten stellt dabei einen Schwerpunkt dar. Vor sieben Jahren wurde mit der systematischen Aufbereitung dieser Daten begonnen.

Von Beginn an basiert die Arbeit auf einer klaren Unterscheidung zwischen Standort- und Immobilienfaktoren. Somit können, insbesondere auch durch die intensive Zusammenarbeit mit dem Institut für Europäische Urbanistik (IfEU), qualitative Standortfragen einerseits und immobilienpezifische Fragestellungen andererseits tiefgreifend analysiert und anschließend unabhängig voneinander bewertet werden.

Erläuterungen zum Rating

Performance

Die Performance des Fondsprodukts wird anhand der durch den Branchenverband BVI veröffentlichten Fondsrenditen über ein, drei, fünf und zehn Jahre gleichmäßig gewichtet ermittelt. Auf diese Weise fließen die Performanceergebnisse mit weiter zurückliegenden Jahren abnehmend in die Rendite-kennzahl ein. Durch die Einbeziehung der 10-Jahres-Performance trägt Scope Analysis der Tatsache Rechnung, dass es sich bei Offenen Immobilienfonds um langfristig angelegte Investmentvehikel handelt. Gleichzeitig wird durch die vorgenommene Gewichtung sichergestellt, dass auch aktuelle Renditeergebnisse bei der Bewertung des Investments sichtbar werden.

Bei Fonds mit jüngerer Historie wird die durchschnittliche BVI-Rendite über ein, drei oder fünf Jahre gewählt. Diese wird ins Verhältnis zur Entwicklung des Gesamtmarktes gesetzt und mit den lang-jährigen Durchschnittswerten interpoliert.

Risiko

Das Risiko definiert sich in erster Linie aus der Bewertung der Kriterien: **Immobilienportfolio, Finanzstruktur und Liquidität.**

Das so ermittelte Risiko wird mit einem Managementfaktor gewichtet. Dabei wird unterstellt, dass ein im Markt überdurchschnittliches Management tendenziell die Risiken eines Fonds vermindern kann, bzw. ein weniger gutes Management eher risikoe erhöhend wirkt. Insofern ergibt sich in Ab-hängigkeit des Managementfaktors eine Dehnung oder Stauchung der Risikofaktoren.

Formel zur Berechnung des Ratings

$$\frac{R_H}{MQ_D \cdot (10 - (IP + FS + LIQ))} \cdot MQ$$

- R_H - historische gewichtete Rendite
- MQ_D - durchschnittlicher Managementfaktor
- MQ - fondsspezifischer Managementfaktor
- IP - Immobilienportfolio
- FS - Finanzstruktur
- LIQ - Liquidität

Die Liquidität wird einer dynamischen Bewertung unterzogen. Das bedeutet, dass die Gewichtung des Kriteriums exponentiell ansteigt, je höher die Risikobewertung der Liquidität ausfällt. Diese richtet sich nach definierten Indikatoren für die Gefahr einer Aussetzung der Anteilscheinrücknahme, die in dem Analysepunkt Liquidität bewertet werden.

Liquiditätsnote	Gewichtung Immobilienportfolio	Gewichtung Finanzstruktur	Gewichtung Liquidität
10	65,00%	30,00%	5,00%
9	65,00%	30,00%	5,00%
8	65,00%	30,00%	5,00%
7	63,63%	29,37%	7,00%
6	60,89%	28,11%	11,00%
5	55,42%	25,58%	19,00%
4	44,47%	20,53%	35,00%
3	22,58%	10,42%	67,00%
2	22,58%	10,42%	67,00%
1	22,58%	10,42%	67,00%

Immobilienportfolio

Bei der Beurteilung des Immobilienportfolios werden die Risikofaktoren auf Portfolio- und Objektebene analysiert. Hierbei werden volkswirtschaftliche und standortbezogene Parameter, die Faktoren am Immobilienstandort, sowie die geografischen Allokationen betrachtet. Der Bereich der strukturellen Diversifikation analysiert auf Objektebene die Nutzungsverteilung, das Objektalter, die Objektgröße sowie die Objektfungibilität. Die Vermietungsparameter analysieren die Vermietungssituation mit den Faktoren Leerstand, Mietvertragslaufzeiten, Mieterdiversifikation und Wiedervermietbarkeit. Weiterhin fließt die Objektmiete in die Bewertung ein.

Finanzstruktur

Die Bewertung der Finanzstruktur beinhaltet zum einem die Analyse der Liquiditätsanlagen. Hierbei werden die Risikofaktoren wie auch die Diversifikation und die Sicherheitsstrukturen beurteilt. Bei der Bewertung der Fremdfinanzierungsstruktur fließen die Kreditquote, die Zinsbindungsfristen und die Restlaufzeiten der Fremdfinanzierung in die Analyse ein. Als weitere Kriterien kommen die Rückstellung latenter Steuern, die Bildung des Vortragsbetrages und eine Beurteilung der offenen Währungspositionen zum Tragen.

Liquidität

Der Blick der Anleger richtet sich bei Offenen Immobilienfonds schwerpunktmäßig auf das Immobilienportfolio. Durch die börsentägliche Verfügbarkeit der Fondsanteile kommt aber auch der Liquidität eine entscheidende Rolle zu. Einerseits soll der Liquiditätsanteil im Portfolio keinen übermäßigen Anteil haben, da er unter anderem die Performance in Niedrigzinsphasen schmälert und die Nachsteuerrendite negativ beeinflusst. Andererseits müssen genügend liquide Mittel zur Verwaltung der Immobilien und der Rückgabe von Anteilen zur Verfügung stehen.

In die Bewertung der Liquidität fließen als Faktoren die Höhe der Liquiditätsquote sowie der verfügbare Kreditrahmen, die Liquiditätssteuerung der Kapitalanlagegesellschaft inklusive der Vertriebs- und Anlegerstrukturen sowie die Informationspolitik gegenüber dem Investor ein.

Bei Fonds, die sich ausschließlich an Institutionelle Anleger und/oder vermögende Privatanleger richten, fließt nur die Liquiditätssteuerung (ohne Anlegerstruktur) in die Bewertung der Liquidität ein.

Faktor – Managementqualität

Der Faktor Managementqualität fußt auf drei Säulen: Unternehmen, Management und Prozesse sowie Risikokontrolle.

Die Qualität des Unternehmens wird durch die Bewertung der Unternehmenshistorie, der Unternehmensstruktur und der Marktpositionierung ermittelt.

Die Kompetenz des Managements spiegelt sich zwangsläufig auch in der Qualität ihrer Investitionen wider. Hier wirkt sich die Markterfahrung genauso aus wie klare Investitionsstrategien und -prozesse. Beurteilt werden hier die Führungsstruktur, die Produktstrategie und die Investitionsprozesse.

Kapitalanlagegesellschaften verwalten treuhänderisch Gelder ihrer Anleger. Dieser Auftrag beinhaltet auch, Risiken zu identifizieren, die im täglichen Geschäftsverlauf auftreten, und sie aktiv zu minimieren. Die Analyse der Risikokontrolle schließt die Bewertung des Reportings, des Risikomanagements und des Erfüllungsgrades von Performancezielen mit ein.

SWOT-Analyse

Wer heute Kapitalanlagen prüft und vermittelt, benötigt wegen Vielfalt und Fülle der Produkte einen schnellen Überblick. Die Scope Analysis erstellt daher am Anfang jeder Fondsanalyse als zusätzliches Hilfsmittel für den Nutzer eine sogenannte SWOT-Analyse (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats). Dabei umfassen die Stärken und Schwächen die internen Einflussfaktoren der Kapitalanlage. Chancen und Risiken entstehen hingegen vor allem durch externe Faktoren, welche die Renditeentwicklung beeinflussen können.

Ein Beispiel:

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> - Breit diversifiziertes Portfolio - Hoher Anteil an jungen Immobilien - Gut diversifizierte Liquiditätsanlagen mit geringem Risikoprofil - Geringe Fremdfinanzierungsquote - Hoher steuerfreier Anteil an der Ausschüttung 	<ul style="list-style-type: none"> - Hoher Anteil auslaufender Mietverträge in den kommenden drei Jahren - Hoher Anteil ablaufender Fremdfinanzierung - Geringe Rückstellungsquote latenter Steuern - Keine konzerneigene oder anderweitige starke Vertriebsstruktur
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> - Nachvermietung der Immobilien mit auslaufenden Mietverträgen fällt überwiegend in einen stabilen Mietmarkt auf hohem Niveau - Hervorragendes Risikomanagementsystem - Neuausrichtung von Managementstrategien / Optimierung von Prozessen (z.B. zur besseren Steuerung von Zu- und Abflüssen) - Stärkung der Einzelhandelsexpertise, dadurch Möglichkeit der besseren Diversifikation des Fonds hinsichtlich der Nutzungsarten 	<ul style="list-style-type: none"> - Entwicklung des Wechselkurses bei ungesicherten Währungspositionen - Projektentwicklungen ohne Vorvermietung / Entwicklung des Mietmarktes als Risikofaktor - Klumpenrisiko durch mehrere Großimmobilien im Fonds - Klumpenrisiko durch wenig ausgeprägte Diversifizierung der Branchen - Neustrukturierung in der Geschäftsführung der Kapitalanlagegesellschaft

Aufbereitung, Veröffentlichung und Gültigkeit des Ratings

Ziel der neuen Analysemethodik ist neben besserer Vergleichbarkeit auch die Erhöhung von Präzision und Prägnanz unserer Ratingberichte. Jedes Rating basiert auch weiterhin auf einem detaillierten Bericht. Dieser ist wesentlich komprimierter und übersichtlicher gestaltet.

Innerhalb der Hauptkategorien gibt die Analyse einen fundierten Überblick der relevanten Faktoren – sowohl textlich als auch grafisch. Der Leser kann sich schnell über die wichtigsten Risiken und ihren Einfluss auf das Gesamtrisiko sowie über die Stärken und Schwächen des Investments kundig machen. Wir erreichen damit nicht nur einen neuen Grad der Transparenz unserer Analysen, sondern ermöglichen es darüber hinaus besser als zuvor, die Beurteilung durch die Scope Analysis mit Erwartungen und Meinungen abzugleichen.

Das Rating tritt mit der Veröffentlichung des Ratingberichts in Kraft und ist bis zum Inkrafttreten eines aktualisierten Ratings (in der Regel nach einem Jahr) gültig. In diesem Zeitraum findet eine regelmäßige Überwachung der relevanten Faktoren statt. Scope behält sich vor, das Rating im Fall entscheidender Veränderungen auszusetzen bzw. entsprechend anzupassen.

Jeder Analysebericht wird mit Abschluss des Ratingverfahrens auf der Scope-Informationsplattform veröffentlicht.

Ratingstufen

Investmentrating Offene Immobilienfonds

AAA	hervorragend
AA	sehr hoch
A	hoch
BBB	erhöht
BB	leicht erhöht
B	mäßig
CC	minder
C	gering
D	sehr gering

■ Kontakt :
Scope Analysis GmbH
Rosenthaler Straße 63-64
10119 Berlin

Tel.: 030-27891-0
Fax: 030-27891-100
E-Mail: redaktion@scope.de