



# STAR RESEARCH

Eine Publikation der  
Rising STAR AG

Rising STAR ist einer der führenden Anbieter unter den bankenunabhängigen Spezialisten für Alternative Investments und bietet Geschäftspartnern und Investoren eine Vielzahl überlegener Lösungen in den Anlageklassen Hedgefonds, Private Equity, Immobilien und Rohstoffe.



## Internationale opportunistische Immobilieninvestitionen – Gewinner der Finanzkrise

Worauf Investoren jetzt achten müssen



# STAR RESEARCH

**Internationale opportunistische  
Immobilieninvestitionen – Gewinner der Finanzkrise**  
Worauf Investoren jetzt achten müssen

Eine Researchstudie der Rising STAR AG

© Rising STAR AG 2009

Müligässli 1, 8598 Bottighofen, Switzerland  
Phone +41 71 6869-400, Fax +41 71 6869-415  
E-Mail [research@risingstar.ch](mailto:research@risingstar.ch), [www.risingstar.ch](http://www.risingstar.ch)

# INHALT

<b>Editorial</b> .....	<b>4</b>
<b>Executive Summary</b> .....	<b>5</b>
<b>1. Die aktuelle Lage der Weltwirtschaft</b> .....	<b>6</b>
1.1 Die Lage der US-amerikanischen Wirtschaft .....	6
1.2 Auswirkungen auf die Weltwirtschaft .....	7
1.3 Auswirkungen auf das Preisniveau .....	8
<b>2. Die aktuelle Lage auf den globalen Immobilienmärkten</b> .....	<b>9</b>
2.1 Häuserpreise im Sturzflug .....	9
2.2 Nachfrageeinbruch bei US-Immobilien .....	10
2.3 Massiver Anstieg der Leerstandsraten .....	10
2.4 Sinkende Mieteinnahmen .....	11
<b>3. Die Immobilienstrategie Real Estate Opportunity</b> .....	<b>12</b>
3.1 Historische Renditebetrachtung .....	14
3.2 Historische Risikobetrachtung .....	14
3.3 Historische Korrelationsbetrachtung .....	15
3.4 Historischer Zusammenhang mit Inflationsrate .....	16
3.5 Bedeutung der Management-Selektion .....	16
3.6 Quoten institutioneller Investoren .....	17
<b>4. Anlagestrategie in der aktuellen Konstellation</b> .....	<b>18</b>
4.1 Immobilienstrategien .....	18
4.2 Geografische Ausrichtungen .....	19
<b>Glossar</b> (Begriffe, die in der Studie mit einem „*“ gekennzeichnet sind, werden im Glossar erläutert) .....	<b>22</b>

## EDITORIAL

Die Geldanleger stecken in einer schwierigen Lage: Während man in den letzten Jahren mit fast allen Anlageklassen, von der Aktie bis zum Rohstoff, Ersparnisse bilden und sein Vermögen mehren konnte, erscheinen die Aussichten derzeit höchst unsicher. Als Folge von Finanzmarktkrise und Rezession drohen überall Risiken. Diese Risiken gab es zwar auch zuvor, sie wurden aber vielfach ignoriert. Im Jahr 2008 sind sie deutlich sichtbar und schmerzlich spürbar geworden. Nun verunsichern sie die Anleger umso mehr. Doch schwierige Zeiten bergen auch die größten Chancen für Kapitalanleger – die Preise sind günstig und die Wachstumschancen groß. Jedoch besteht aktuell eine große Ungewissheit: Hat die Bodenbildung bereits eingesetzt? Welche Regionen bieten die größten Chancen? Welche Anlageklassen bieten die besten Opportunitäten? In Zeiten wie diesen rücken reale Sachwerte vermehrt in den Fokus von Anlegern. Immobilieninvestitionen vermitteln in einem schwierigen Marktumfeld auf den ersten Blick ein Gefühl der Sicherheit und der Wertbeständigkeit.

Die notwendigen, wenn auch unkoordinierten stützenden Maßnahmen der Regierungen und Notenbanken weltweit lassen die Befürchtungen einer signifikanten Inflation, mit negativen Auswirkungen auf die Portfoliostruktur der Anleger, steigen. So selektieren Investoren Anlageklassen neben den Faktoren Sicherheit und Timing auch verstärkt mit dem Anlagewunsch Inflationsschutz. In diesem Kontext gewinnen bestimmte Arten von Immobilieninvestitionen zunehmend an Bedeutung und werden,

das zeigen die konstant hohen Mittelzuflüsse, von institutionellen Investoren weiterhin geprüft und prominent alloziert.

Innerhalb der Anlageklasse Immobilien müssen die vielfältigen Investitionswege äußerst differenziert betrachtet werden. Dabei erweisen sich im aktuellen Marktumfeld nicht alle Immobilienanagemöglichkeiten als lukrativ. Der Anleger darf nicht den Fehler begehen, die Rendite-Risiko-Situation anhand historischer Kennzahlen zu beurteilen, sondern muss heute vielmehr die beiden Faktoren Liquidität und Risiko in seiner Entscheidungsfindung berücksichtigen. Die Schließung zahlreicher einkommensorientierter offener (Core\*-)Immobilienfonds in den letzten Wochen und die daher berechtigte Verunsicherung vieler Anleger sind dafür das beste Beispiel.

In dieser Studie soll aus diesem Grund in einem ersten Schritt die aktuelle Lage der Weltwirtschaft betrachtet werden, um auf dieser Grundlage in einem nächsten Schritt die Situation auf den globalen Immobilienmärkten zu untersuchen und die Aussichten für traditionelle einkommensorientierte Immobilienstrategien zu bewerten. Darauf aufbauend soll die alternative Immobilienstrategie Real Estate Opportunity\* vorgestellt und analysiert werden, um auf dieser Grundlage abschließend konkrete Handlungsempfehlungen für die aktuelle Marktlage zu geben. Im Ergebnis wird die Frage geklärt: Worauf müssen Investoren bei internationalen Immobilieninvestitionen jetzt achten?

## EXECUTIVE SUMMARY

- ▶ Die Anlageklasse Immobilien erfreute sich in den vergangenen Jahren immer größerer Beliebtheit sowohl bei privaten als auch bei institutionellen Investoren. In Deutschland wird dabei vornehmlich die einkommensorientierte Strategie verfolgt, deren Erfolg in einem besonderen Maße von der gesamtwirtschaftlichen Dynamik abhängig ist.
- ▶ Eine Rezession der Industrienationen ist Fakt. Die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung hängt maßgeblich von der Lage der US-amerikanischen Wirtschaft ab. Alle Decoupling\*-Thesen der vergangenen Jahre sind heute hinfällig. Viel wird dabei von der Lage der US-Konsumenten abhängen. Die Entwicklung der den Konsum beeinflussenden Rahmenbedingungen lässt im aktuellen Marktumfeld keine schnelle Erholung erwarten. Sinkende Häuserpreise und tiefe Aktienbewertungen, weiterhin strenge Kreditvergabebedingungen sowie eine hohe Arbeitslosenquote verunsichern die US-Bürger und lassen den Konsum drastisch einstürzen. Konjunkturpakete lassen eine leichte Entspannung im Jahr 2010 erwarten. Demgegenüber wachsen die Schwellenländer in Asien, zwar auf einem deutlich tieferen Niveau als in den letzten Jahren, weiterhin aber dynamisch.
- ▶ Die angespannte Situation der Weltwirtschaft wirkt sich auch auf die Immobilienmärkte rund um den Globus aus. Für einkommensorientierte Immobilienstrategien ist dieses Umfeld nicht ideal. Sinkende Häuserpreise sowie Transaktionsvolumen, rückläufige Verkaufszahlen, massive Anstiege der Leerstandsrate und sinkende Mietpreise setzen Core-Immobilieninvestoren unter Druck. Durch die Passivität ihrer Strategie können sie von den sich aktuell ergebenden Opportunitäten (Kreditklemme, Notverkäufe, wachsende Bedeutung der Wertschöpfung) nicht profitieren.
- ▶ Die meisten auf dem deutschen Markt angebotenen Immobilieninvestitionen, wie bspw. offene Immobilienfonds, REITs\* sowie die Mehrzahl der geschlossenen Immobilienfonds, verfolgen eine passive Core-Strategie. In der aktuellen Marktphase ist allerdings eine aktive, wertschöpfende Immobilienstrategie zu favorisieren, um von den sich bietenden lukrativen Investitionsmöglichkeiten profitieren zu können. Im Bereich Immobilien wird diese Strategie als Real Estate Opportunity bezeichnet.
- ▶ Diese berücksichtigen globale Immobilieninvestoren verstärkt. Während die Kapitalzusagen an Core-Fonds dramatisch zurückgehen, liegt das Fundraising bei Opportunity-Fonds deutlich über den Vorjahreswerten. Im 1. Quartal 2009 flossen nahezu sämtliche neuen Gelder in Opportunity-Fonds, demgegenüber waren die Mittelzuflüsse in diesem Zeitraum bei einkommensorientierten Strategien so niedrig, dass kein Core-Fonds geschlossen werden konnte.
- ▶ Anlagemöglichkeiten für Real Estate Opportunity ergeben sich im aktuellen Marktumfeld global, allerdings mit deutlichen Unterschieden zwischen den einzelnen Regionen. Während sich in den reifen Märkten vermehrt Anlagemöglichkeiten aufgrund von Notverkäufen eröffnen sollten, sehen wir in den Schwellenländern verstärkt Opportunitäten in den Bereichen, die von der weiterhin hohen Wachstumsdynamik profitieren, wie bspw. der Wohnungsbau. Anleger sollten somit eine global ausgelegte Anlagestrategie verfolgen und dabei den Fokus auf kleine bis mittlere Opportunity-Manager legen, die über eine nachweisbar herausragende lokale Expertise in ihrer Zielregion verfügen.

## VERFASSER



**Jan Kordisch, CAIA**  
Research &  
Product Development



**Torsten Ries**  
Research &  
Product Development

# 1. DIE AKTUELLE LAGE DER WELTWIRTSCHAFT

Das aktuelle Marktumfeld ist in mehreren Dimensionen historisch. Es kam zu weltweiten Zinssenkungen, Bankenrettungen und Konjunkturpaketen von riesigen Volumen und zu einer radikalen Veränderung des Bankenbildes, allem voran zum Untergang traditioneller Investmentbanken, zum Einstieg des Bundes bei der Commerzbank und zur aktuellen Diskussion über mögliche Bad Banks sowie über eine Zwangsenteignung der bisherigen Hypo-Real-Estate-Aktionäre. Die globale Konjunkturschwäche beeinflusste Börsen weltweit und den Wertverlusten an fast allen Fronten konnten sich nur sehr wenige Anlageklassen entziehen. Eine Rezession der Industrienationen ist Fakt geworden.

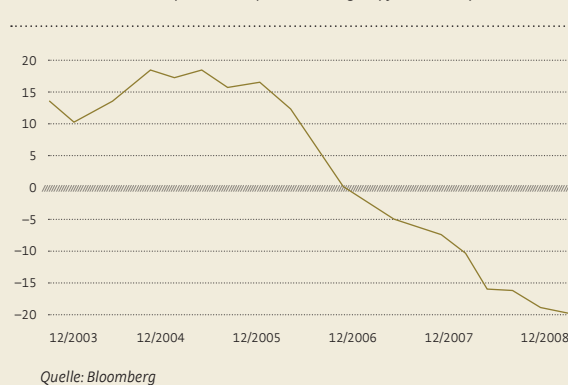
## 1.1 Die Lage der US-amerikanischen Wirtschaft

Die weitere weltwirtschaftliche Entwicklung hängt in einem besonderen Maße von der Lage der US-amerikanischen Wirtschaft ab. Alle Decoupling-Thesen der vergangenen Jahre sind heute hinfällig. Aufgrund ihrer immensen weltwirtschaftlichen Bedeutung soll an dieser Stelle auf die aktuelle wirtschaftliche Situation in den USA eingegangen werden.

### Rahmenbedingungen US-Konsument

Mit einem Anteil von knapp 75 % am US-amerikanischen Bruttoinlandsprodukt (BIP) kommt dem Konsum eine herausragende Rolle zu. Geht es dem US-Konsumenten gut, geht es auch der US-amerikanischen Wirtschaft gut. In der aktuellen Marktlage verschlechtern sich die Rahmenbedingungen für den Konsumenten allerdings massiv. Die Vermögenssituation ist aufgrund sinkender Häuserpreise und Aktienmärkte sehr angespannt. Die Abbildungen 1 und 2 zeigen den Verlauf des US-Häuserpreisindex S&P Case-Shiller Composite 20 und des US-amerikanischen Aktienbarometers Dow Jones Industrial.

Abb. 1 ▶ US-Häuserpreisindex (Veränderung auf Jahressicht)



Daneben wird der finanzielle Spielraum der Konsumenten durch strengere Kreditvergabebedingungen der Banken weiterhin eingengt. Während in den vergangenen Jahren ein Großteil des Konsums fremdfinanziert möglich war, wird diese Option nun

Abb. 2 ▶ Dow Jones Industrial



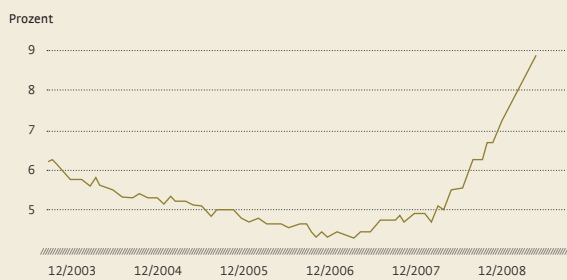
schwieriger, auch wenn sich die Vergabebedingungen Anfang des Jahres leicht entspannt haben. Die Kreditverfügbarkeit kann somit keinen positiven Impuls für den Konsum geben. Abbildung 3 zeigt diese Entwicklung.

Abb. 3 ▶ Kreditvergabebedingungen



Zusätzliche Belastungen für die US-Konsumenten kommen vom Arbeitsmarkt. Der gesamtwirtschaftliche Abschwung schlägt aktuell voll auf die Beschäftigungssituation in den USA durch. Seit Beginn der Rezession Ende 2007 sind bereits 5,7 Mio. Jobs weggefallen. Die Arbeitslosenquote erreichte Anfang Mai 2009 mit 8,9 % das höchste Niveau seit 1983 (Abbildung 4). Die Entwicklung am Arbeitsmarkt ist entscheidend für die Konsumausgaben.

Abb. 4 ► Entwicklung Arbeitslosenquote in den USA

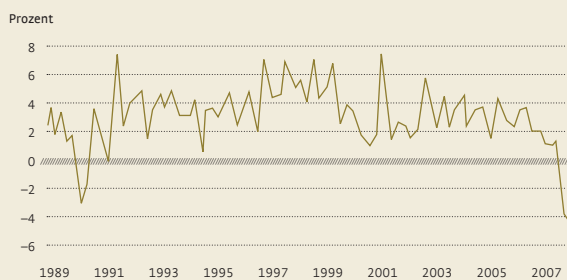


Quelle: Bloomberg

**Auswirkungen auf den Konsum**

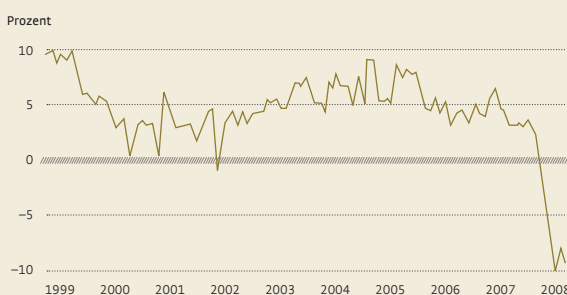
Die verschlechterten Rahmenbedingungen für die US-Konsumenten schlagen nun voll auf die Realwirtschaft durch. Der Konsum als einer der wichtigsten Wirtschaftsfaktoren und damit einhergehend die US-Einzelhandelsumsätze brechen weg. Die Abbildungen 5 und 6 zeigen diesen Einbruch.

Abb. 5 ► Privater Konsum USA (Veränderung zum Vorjahreszeitraum)



Quelle: Bloomberg

Abb. 6 ► US-Einzelhandelsumsätze (Veränderung zum Vorjahreszeitraum)



Quelle: Bloomberg

Die Schwäche des Konsums lässt die wirtschaftliche Tätigkeit in den USA verlangsamen und die größte Volkswirtschaft in die Rezession rutschen. Die Rahmenbedingungen für eine schnelle Trendwende sind nicht in Sicht. In Zeiten einer globalisierten Welt können sich die weiteren Volkswirtschaften der Welt von der Schwäche der USA nicht abkoppeln.

**1.2 Auswirkungen auf die Weltwirtschaft**

In Zeiten wie diesen wird die Bedeutung der größten Volkswirtschaft der Welt deutlich. Die Schwäche der US-amerikanischen Volkswirtschaft greift auf die globalisierte Welt über. So sehen die Prognosen für 2009 einen signifikanten Rückgang, selbst gegenüber den schwachen 2008-Zahlen, der Wirtschaftstätigkeit in allen Regionen der Welt vorher. Eine Wende wird frühestens für das Jahr 2010 prognostiziert. Abbildung 7 gibt einen Überblick über die wichtigsten Kennzahlen.

Abb. 7 ► Wirtschaftswachstum nach Ländern und Regionen in % p. a. (2009–2011, Prognosen)

	2008	2009	2010	2011
USA	+0,7	-2,8	+1,9	+2,5
Eurozone	+0,9	-1,9	+2,0	+2,3
Japan	+1,5	+0,6	+2,3	+2,1
China	+6,8	+5,5	+8,8	+8,8

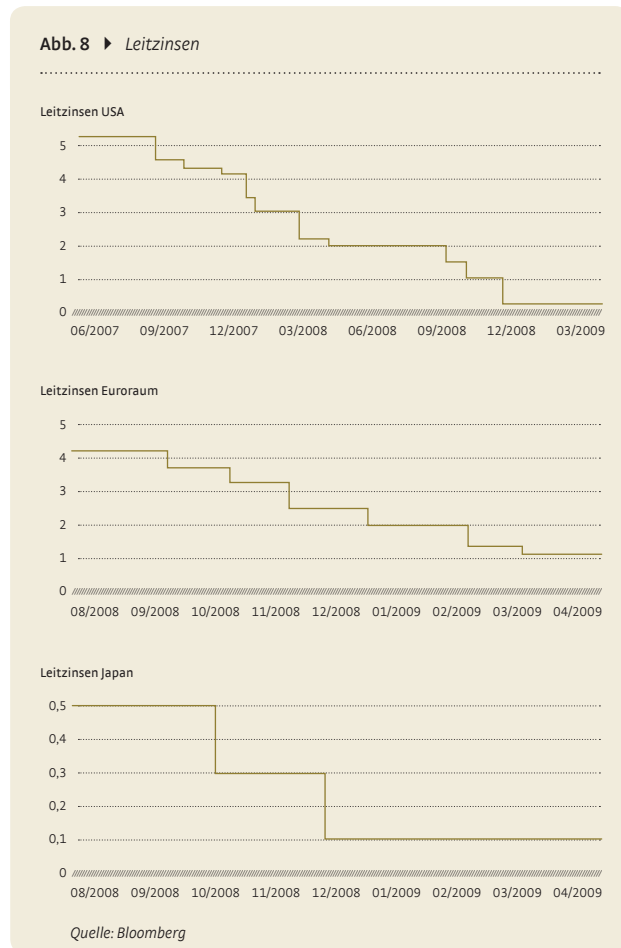
Quelle: Internationaler Währungsfonds, EU-Kommission, Morgan Stanley

Während die USA und die Eurozone einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftskraft im Jahr 2009 hinnehmen müssen, wachsen Schwellenländer wie China weiter auf relativ hohem Niveau. Die zweistelligen Wachstumswahlen der Vorjahre können zwar nicht gehalten werden, im Vergleich zu den westlichen Staaten ist die Dynamik allerdings bemerkenswert. Diese unterschiedlichen wirtschaftlichen Konstellationen zwischen entwickelten Volkswirtschaften und aufstrebenden Schwellenländern werden später bei der Auswahl der optimalen Anlagestrategie für Immobilieninvestitionen entscheidend sein.

Im Zuge der nachlassenden wirtschaftlichen Tätigkeit und der damit verbundenen negativen Wohlfahrtsverluste lassen Reaktionen der Zentralbanken und Regierungen nicht auf sich warten. Eine beispiellose weltweite Reaktion der Regierungen sorgte für Entlastung an den Kapitalmärkten. Gleichzeitig senkten die Notenbanken weltweit die Leitzinsen und sorgten so für dringend notwendige bezahlbare Liquidität.

Die große Koalition in Deutschland hat ein Konjunkturpaket mit einem Umfang von knapp 50 Mrd. Euro angestoßen, hi-

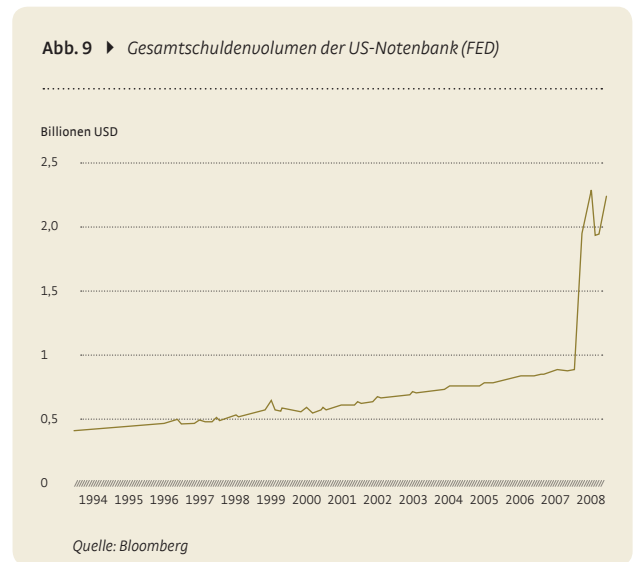
kommen mehrere hundert Milliarden für einen Bankenrettungsschirm. In den USA wurde Anfang Februar ein Konjunkturpaket von knapp 820 Mrd. US-Dollar beschlossen, nachdem bereits ein Rettungspaket für die Banken von knapp 700 Mrd. US-Dollar bekannt gegeben worden war. Selbst das bevölkerungsreichste Land der Welt, China, hat ein Konjunkturpaket von knapp 600 Mrd. US-Dollar aufgelegt. Daneben sind die wichtigsten Leitzinsen in den letzten Monaten drastisch gesenkt worden. Abbildung 8 zeigt den drastischen Rückgang der Leitzinsen in den USA, im Euroraum und in Japan.



**1.3 Auswirkungen auf das Preisniveau**

Die Inflationsängste, die bis Mitte 2008 die Stimmung belasteten, sind nach dem Platzen der Rohstoffblase aus dem Markt verschwunden. Der Konsumrückgang des letzten Jahres und die Konjunkturabschwächung haben zu sinkenden Preisniveaus geführt. Allerdings ist dies unserer Meinung nach ein kurz- bis mittelfristiger Trend. Die Konjunkturmaßnahmen und Rettungspakete haben die Schulden extrem ansteigen lassen. Bestes

Beispiel dafür ist die US-amerikanische Notenbank FED. Aktuell ist sie ca. 50-mal gehebelt und somit gefährlich unterkapitalisiert. Als gewöhnliche Geschäftsbank wäre sie ein idealer Kandidat, um einen Rettungsschirm in Anspruch zu nehmen. Abbildung 9 zeigt die Entwicklung der Schulden der US-Notenbank FED.



Die drastisch gestiegenen Ausgaben muss der Staat finanzieren und er kann dies nicht allein durch Steuererhöhungen erreichen. Die Belastungen für Unternehmen und Privathaushalte wären zu groß. Langfristig muss mehr Geld gedruckt werden, um die erdrückende Schuldenlast zu mildern. Gleichzeitig sinkt die Produktion aufgrund der anhaltenden Konjunkturschwäche. Daher ist von einem starken Inflationsszenario auszugehen, das sich allerdings noch nicht in diesem Jahr voll entfalten wird. Der Umschwung wird allerdings rapide geschehen, sobald die wirtschaftliche Dynamik wieder zunimmt.

**Fazit**

Die Lage der US-amerikanischen Wirtschaft ist kritisch. Von dem für die US-Wirtschaft so maßgeblichen Sektor Konsum ist in der nächsten Zeit keine Unterstützung zu erwarten. Diese Schwäche greift auf die weiteren Volkswirtschaften der Welt über und lässt auf der einen Seite die Industriestaaten in der Rezession verharren und auf der anderen Seite die Schwellenländer nur noch moderat weiterwachsen. Die stimulierenden Maßnahmen der Regierungen weltweit sollten 2010 greifen und zu einer Wiederaufnahme des Wachstumspfades führen. Aufgrund der massiven Versorgung mit Liquidität ist ein Anstieg der Inflationsraten aus heutiger Sicht nicht auszuschließen. Die Gefahr einer Hyperinflation sehen wir nicht.



## 2. DIE AKTUELLE LAGE AUF DEN GLOBALEN IMMOBILIENMÄRKTEN

Die angespannte Situation der Weltwirtschaft wirkt sich auch auf die Immobilienmärkte rund um den Globus aus. Die Kreditmärkte stehen unter Druck, Liquiditätsengpässe zwingen Immobilienbetreiber zu Notverkäufen und Financial Engineering durch Cap-Rate-Compression\* rückt in den Hintergrund. Traditionelle passive einkommensorientierte Immobilienstrategien können von diesen Rahmenbedingungen nicht profitieren.

Um eine Markteinschätzung für die globalen Immobilienmärkte abzugeben, muss man somit in einem ersten Schritt die Faktoren bestimmen, die den Erfolg der traditionellen Immobilienstrategie Core maßgeblich beeinflussen. Das Geschäftsmodell von Core setzt aufgrund seiner einkommensorientierten Ausrichtung in einem besonderen Maße auf die Zins- und Marktentwicklung. In den vergangenen Jahren waren die Rahmenbedingungen für Core-Investments optimal: Fremdkapital war nahezu unbegrenzt günstig verfügbar und der realwirtschaftliche Aufschwung führte zu sinkenden Leerstandsrate und steigenden Mieten. Doch wie stellt sich das Bild in der aktuellen Situation dar und wie ist der Marktausblick für die nächsten Jahre? Abbildung 10 veranschaulicht die optimalen Rahmenbedingungen für einkommensorientierte Immobilienstrategien.

Abb. 10 ► Optimale Rahmenbedingungen für Core-Strategie

Faktor	Optimal
Konjunktur	↑
Immobilienpreisentwicklung	↑
Leerstandsrate	↓
Mietpreisentwicklung	↑

Quelle: eigene Darstellung

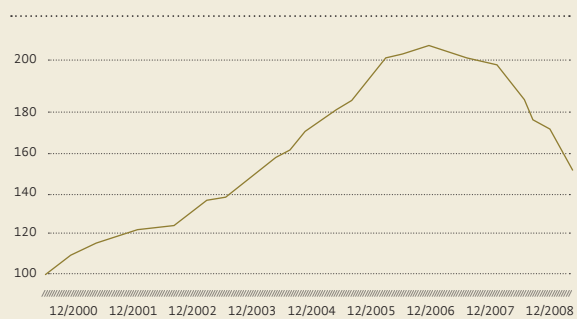
Auch wenn die komplexen Zusammenhänge der internationalen Immobilienmärkte eine differenzierte Betrachtung notwendig machen und die hier vorgestellten Fakten nicht auf alle Regionen übertragen werden können, kann der US-amerikanische Immobilienmarkt als Indikation für die Lage auf den reifen Immobilienmärkten dienen.

### 2.1 Häuserpreise im Sturzflug

Nach ihrem Hoch Mitte 2006 befinden sich die Häuserpreise in den USA im freien Fall. Den führenden Index für die Entwicklung der Immobilienpreise in den USA bietet Standard & Poor's mit dem S&P Case-Shiller Home Price Index. Seit August 2006 fiel der Index in 31 aufeinanderfolgenden Monaten. Eine

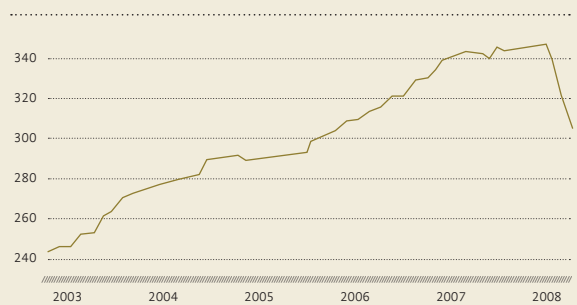
Verlangsamung der Abwärtsdynamik ist nicht zu erkennen. Ähnlich ist die Entwicklung in Europa. Abbildung 11 zeigt die Entwicklung der Häuserpreise in den USA. Ein ähnliches Bild zeigt die Entwicklung der Häuserpreise in Großbritannien (Abbildung 12).

Abb. 11 ► Häuserpreisindex USA (20 Großstädte)



Quelle: Bloomberg

Abb. 12 ► Häuserpreisindex Großbritannien

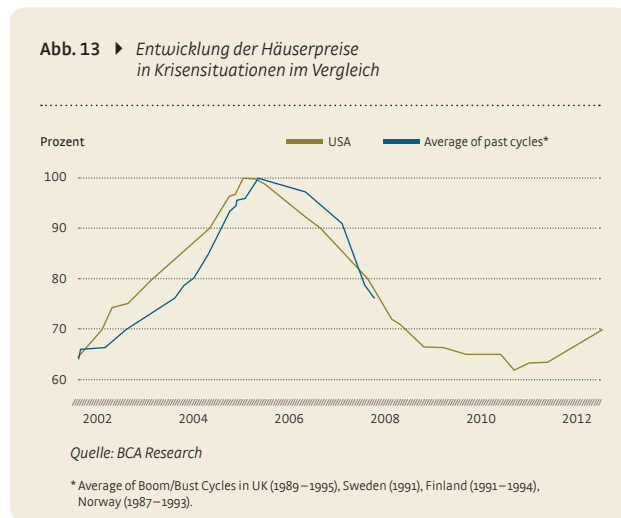


Quelle: Bloomberg

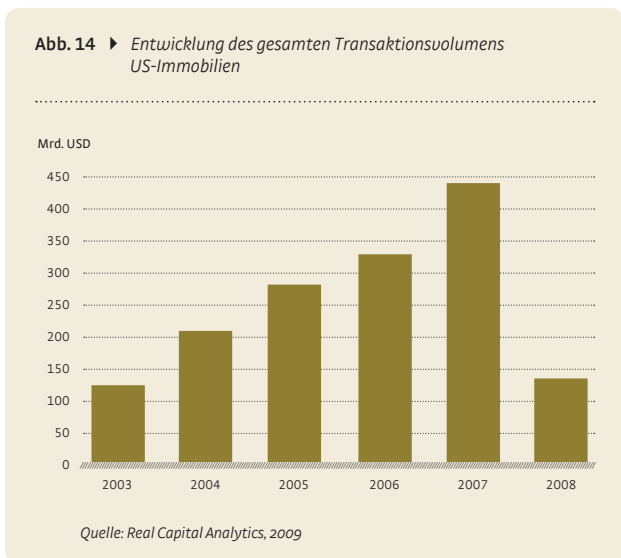
Für die Immobilienmärkte stellt sich die zentrale Frage, wie stark die Preise noch weiter korrigieren und die Anfangsrenditen im Gegenzug anziehen werden. So sind in Europa die Cap Rates\* in den Büro- und Einzelhandelsmärkten seit dem Höhepunkt des Zyklus Mitte 2007 im Schnitt um rund 100 Bp bzw. 90 Bp gestiegen. Als Indikator für die Bodenbildung an den Märkten kann das Transaktionsaufkommen dienen. Dabei sollten zunächst die erstklassigen Objekte eine Erholung der Transaktionsaktivität erleben, auch wenn in diesen Märkten die in der Vergangenheit vorhandene hohe Liquidität im Zuge der Kreditklemme nicht mehr festzustellen ist.

Vergleicht man die jüngsten Entwicklungen bei den Häuserpreisen mit den Erfahrungswerten vergangener Immobilienkrisen, muss davon ausgegangen werden, dass erst 2011 mit einer Bodenbildung auf dem US-amerikanischen Häusermarkt zu rechnen

ist. Von diesen Tiefstwerten, die bei vergangenen Krisen erreicht wurden, sind wir in der aktuellen Situation noch einige Prozentpunkte entfernt. Abbildung 13 zeigt die Entwicklung der Häuserpreise in Krisensituationen im Vergleich.



Für dieses Szenario spricht auch der Einbruch bei den Transaktionsvolumen in den USA. Diese belegen, dass die US-amerikanischen Immobilien überdimensional stark betroffen von den Verwerfungen auf den internationalen Märkten sind. Auf Quartalsbasis brach das Volumen in Q4/2008 um 88 % ein, auf Jahressicht 2008 um 59 % (Abbildung 14).



## 2.2 Nachfrageeinbruch bei US-Immobilien

In dieses düstere Bild passt auch der massive Nachfrageeinbruch bei US-Immobilien. Trotz der sinkenden Häuserpreise gehen die Verkäufe sowohl neu erstellter als auch bestehender Einheiten signifikant zurück und lassen noch keine Bodenbildung erkennen. Abbildung 15 zeigt den Verlauf der Verkaufszahlen neu erstellter und bestehender US-Immobilien.

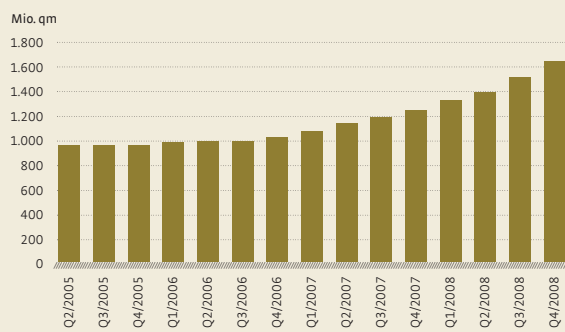


## 2.3 Massiver Anstieg der Leerstandsdaten

Schaut man auf eine weitere wichtige Determinante für den Erfolg der Core-Strategie, die Leerstandsrate, so zeigt auch diese, dass in der aktuellen Marktlage einkommensorientierte Strategien unter Druck stehen. Durch den Bauboom der vergangenen Jahre sind verfügbare Büroflächen in den USA um knapp 70 % angestiegen. Abbildung 16 zeigt diese Entwicklung.

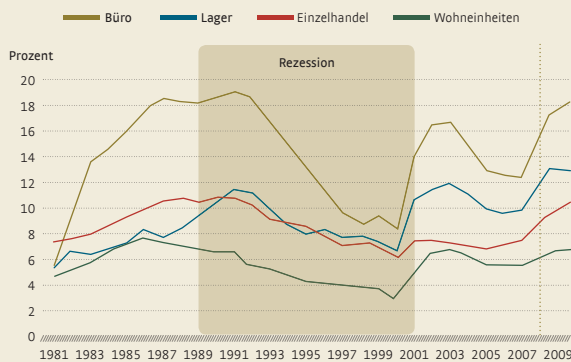
In Rezessionsphasen steigen aufgrund der abnehmenden wirtschaftlichen Tätigkeit die Leerstandsdaten gerade bei Büroimmobilien drastisch an. Ähnlich sieht die Situation bei anderen Immobiliennutzungsarten aus. Abbildung 17 zeigt die Entwicklung der Leerstandsdaten in den vergangenen Jahren.

Abb. 16 ► Verfügbare Büroflächen USA



Quelle: CoStar Group, 2009

Abb. 17 ► Leerstandsraten verschiedener Immobilientypen im Zeitablauf



Quelle: LaSalle Investment Management, 2009

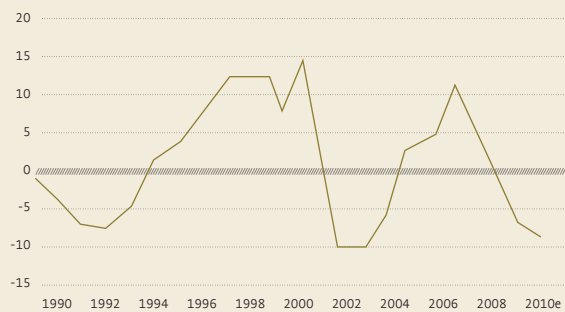
### 2.4 Sinkende Mieteinnahmen

Dieses Überangebot an zur Verfügung stehenden Mietobjekten setzt die Mieten unter Druck und verringert damit die Rendite von Core-Investments. In wirtschaftlich schwierigen Zeiten wie aktuell ist ein Rückgang dieses Angebots bzw. ein Sinken der Leerstandsrate nicht zu erwarten. Im Gegenteil: Durch die anhaltende Konsolidierung der Immobilienmärkte werden weiter signifikant sinkende Mietpreise prognostiziert. Abbildung 18 verdeutlicht den rapiden Einbruch bei der Mietpreisentwicklung seit 2007.

### Fazit

Die aktuelle Situation auf dem US-amerikanischen Immobilienmarkt spricht momentan gegen ein Engagement im Core-Segment. Die volkswirtschaftliche Rezession, sinkende Immo-

Abb. 18 ► Mietpreisveränderung in Prozent, Entwicklung in 10 US-Büromärkten



Quelle: Credit Suisse, 2008; LaSalle Investment Management, 2009

bilienpreise, steigende Leerstandsrate und sinkendes Mietniveau sind exakt die Rahmenbedingungen, die die Renditen von Core-Fonds unter Druck setzen werden. Diesen Rahmenbedingungen sehen sich die weiteren internationalen Immobilienmärkte in ähnlicher bzw. vergleichbarer Form gegenübergestellt. Vereinzelt Metropolen stellen sich gegen diesen Trend, sind allerdings nicht als repräsentativ anzusehen. Investitionen in Core-Immobilien sollten demnach nur sehr selektiv in Qualitätsimmobilien vorgenommen werden. Einkommensorientierte Immobilienstrategien können von den aktuellen spezifischen Rahmenbedingungen (Kreditklemme, Notverkäufe, wachsende Bedeutung der Wertschöpfung) nicht profitieren. Im Gegenteil: Die angespannte Lage auf den Immobilienmärkten setzt die Core-Strategie unter Druck bzw. wird diese weiterhin unter Druck setzen.

In Anlehnung an Abbildung 10 fasst Abbildung 19 die Ergebnisse kurz zusammen und zeigt die aktuellen im Vergleich zu den optimalen Rahmenbedingungen für ein Core-Investment.

Abb. 19 ► Optimale vs. aktuelle Rahmenbedingungen für Core-Investments

Faktor	Optimal	Aktuell
Konjunktur	↑	↓
Immobilienpreisentwicklung	↑	↓
Leerstandsrate	↓	↑
Mietpreisentwicklung	↑	↓

Quelle: eigene Darstellung

### 3. DIE IMMOBILIENSTRATEGIE REAL ESTATE OPPORTUNITY

Die Aussichten für Investitionen in die Immobilienstrategie Core sind im aktuellen Marktumfeld schlecht. Diese Strategie kann von den momentanen Rahmenbedingungen auf den Finanz-, Kredit- und Immobilienmärkten nicht profitieren; diese Rahmenbedingungen setzen die Core-Anlagen vielmehr sogar unter Druck. Bestes Beispiel ist der dramatische Werteverfall bei börsennotierten Immobiliengesellschaften in den letzten Monaten sowie die zwangsweise Schließung einer Vielzahl offener Immobilienfonds. Neben der einkommensorientierten

Core-Strategie gibt es im Bereich Immobilien eine wertschöpfende Strategie, Real Estate Opportunity. Ob diese Strategie von dem aktuellen Marktumfeld profitieren könnte, soll im Folgenden untersucht werden.

Investitionen in Immobilien sind über verschiedene Anlageformen mit unterschiedlichen Chance-, Risiko- und Liquiditätsprofilen möglich. Nachfolgende Tabelle stellt die jeweiligen Anlagekonzepte dieser Anlageklassen gegenüber.

Abb. 20 ▶ Anlagekonzepte verschiedener Immobilieninvestitionen

Strategie		Charakteristika	Chance-Risiko-Profil	Liquiditätsprofil	Bewertung
Core	Reale Immobilien	Investition in einzelne Wohn- und Gewerbeimmobilien	Wertentwicklung abhängig von Mikrostandort (individuelle Rahmenbedingungen der Immobilie)	Illiquide für in der Regel mindestens 10 Jahre	Eingeschränkte Fungibilität und Risikokonzentration auf einzelnen Mikrostandort
Core	Offene Immobilienfonds	Fokus auf Bestandsimmobilien mit laufenden Ausschüttungen und zusätzlichem Baranteil für Liquiditätsmanagement	Jährliche Rendite in den vergangenen 10 Jahren von rund 5 % <sup>2</sup>	Bei konzentrierten Rückgaben sind Fondsschließungen und Aussetzung der Anteilsrücknahme bei einzelnen Anbietern erfolgt	Liquidität erfolgt zu Lasten der Rentabilität
Core	Geschlossene Immobilienfonds	In der Regel Investitionen in Einzelobjekte und Fremdfinanzierung des Fondskapitals	Jährliche Rendite in den vergangenen 10 Jahren von rund 6–8 % <sup>4</sup> , bei fehlender Bedienung des Fremdkapitals Realisierung des Totalverlustes	Laufzeit zwischen 10 und 18 Jahren	Häufig fehlende geografische Diversifikation, Fremdkapitalanteil ist problematisch bei Einnahmeausfällen oder -reduktionen
Core	REITs*	Börsennotierte Immobilienanlagegesellschaften	Rendite-Risiko-Struktur vergleichbar mit der von Aktien	Täglich handelbar	Charakteristika der Aktienanlage überwiegen Charakteristika der Immobilienanlage
Opportunity	Unternehmerische Immobilieninvestitionen/Real Estate Opportunity	Projektfinanzierung, Restrukturierung, Optimierung der Finanzstruktur	Jährliche Rendite in den vergangenen 10 Jahren von 19,6 % <sup>3</sup> IRR-Rendite <sup>1</sup>	In der Regel Kapitalrückflüsse nach 5–8 Jahren	Lukratives Immobilieninvestment, sofern Zugang zu erfolgreichsten Managern sichergestellt ist

In der Vergangenheit hat sich das aktive Konzept von unternehmerischen Immobilienfonds, sogenannte Real-Estate-Opportunity-Fonds, mehr als bewährt. Seit Mitte der 1990er-Jahre erwirtschafteten unternehmerische Immobilienfonds im Durchschnitt eine jährliche IRR-Rendite von 19,6%.<sup>5</sup>

**Real Estate Opportunity**

Der Fokus bei dieser Strategie liegt auf der Erzielung von Wertsteigerungen. Diese Wertsteigerungen werden durch ein aktives Management realisiert. Dabei kommen u. a. Transaktionen in den Bereichen Projektfinanzierung, Wertschöpfung durch Restrukturierung sowie Optimierung der Finanzstruktur bei Immobilienprojekten in Frage.

**Projektfinanzierung**

Darunter versteht man die Planung, die Realisierung und den Weiterverkauf von Großprojekten, wie beispielsweise Einkaufszentren in aufstrebenden Märkten oder modernen Wohnkonzepten in Großstädten.

**Restrukturierung**

Dies beinhaltet die Aufwertung von Immobilien durch bauliche Veränderungen, Veränderung des Nutzungskonzepts sowie Veränderung der Ausstattung und Infrastruktur. Der Ertrags- und der Substanzwert einer Bestandsimmobilie sollen durch diese Umstrukturierungen und eine Neupositionierung über die Laufzeit signifikant gesteigert werden.

**Finanzstruktur**

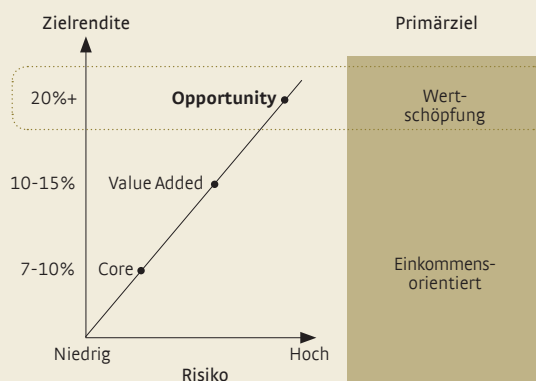
Im Zuge der Finanzkrise ist es selbst kapitalstarken Immobiliengesellschaften nahezu unmöglich, an große Summen Fremdkapital zu gelangen, da Banken ihre Kreditvergabebedingungen drastisch verschärft haben. Diese Finanzierungslücke schließen Real-Estate-Opportunity-Fonds und beteiligen sich somit an lukrativen Immobilienprojekten. Im Gegensatz zu klassischen Fremdkapitalgebern profitieren Real-Estate-Opportunity-Fonds neben vereinbarten Zins- und Tilgungsleistungen auch von Wertsteigerungen bei den Objekten.

Die unterschiedlichen Transaktionsbeispiele verdeutlichen, dass Real Estate Opportunity eine sehr flexible Strategie darstellt. Im Vordergrund steht hier nicht das passive Verwalten der Liegenschaften, sondern die aktive Wertschöpfung. Gerade in Zeiten, in denen die Bedeutung von Financial Engineering aufgrund der Probleme auf den Kreditmärkten sinkt und im Gegenzug die Bedeutung aktiver Wertschöpfung zunimmt, könnte dies der richtige Ansatz sein.

Neben unternehmerischen Immobilieninvestitionen (Real Estate Opportunity) gibt es die bereits oben angesprochene Immobilienstrategie Core und eine Mischform der beiden Strategien: Value Added\*. Auf diese Klassifizierung hat sich die Mehrzahl der Marktteilnehmer geeinigt, eine global einheitliche Definition besteht allerdings nicht.

Die Core-Strategie zeichnet sich durch eine hohe Qualität der Liegenschaften und Objekte aus. Zur stabilen Einkommensgenerierung werden langfristige Vermietungen und eine erstklassige Mieterbonität angestrebt. Das Wertsteigerungspotential wird vornehmlich durch Zins- und Marktentwicklungen bestimmt. In der Vergangenheit wurden gerade in Zeiten eines konjunkturellen Aufschwungs – mit sinkenden Leerstandsrate und steigenden Mieten – attraktive Renditen generiert. In volkswirtschaftlich schwierigen Zeiten ist in der Regel mit einem Rückgang der Renditen zu rechnen. Steigende Leerstandsrate, sinkende Mieten aufgrund eines Mietermarktes und rückläufige Immobilienverkäufe bieten dann kein attraktives Umfeld für einkommensorientierte Immobilienstrategien. Die Value-Added-Strategie weist Kennzeichen beider oben genannter Strategien auf und kann so als eine Mischform von der Core- und der Opportunity-Strategie angesehen werden. Value Added konzentriert sich in der Regel auf Liegenschaften mit mäßiger Qualität, die durch eine Verbesserung des Managements ein hohes objektspezifisches Wertsteigerungspotential aufweisen. Zu nennen sind hier Innen- und Außensanierungen bzw. Neupositionierungen. Überschneidungen mit Substrategien im Bereich Opportunity wie beispielsweise Re-Development, ist unverkennbar. Abbildung 21 verdeutlicht die verschiedenen Charakteristiken der Strategien und fasst die wichtigsten individuellen Kennzeichen zusammen.

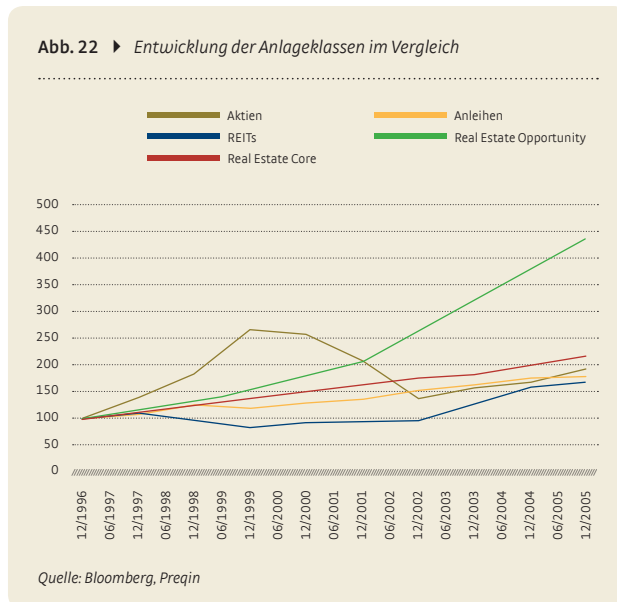
Abb. 21 ► Charakteristiken der verschiedenen Strategien



Quelle: Rising STAR, 2009

### 3.1 Historische Renditebetrachtung

Um die Attraktivität unternehmerischer Immobilieninvestitionen zu beurteilen, soll das historische Renditepotential im Vergleich zu traditionellen Anlageklassen und anderen Immobilieninvestitionen betrachtet werden. Abbildung 22 zeigt die Entwicklung der einzelnen Anlageklassen mit einer Indexierung Ende 1996.



Der Verlauf verdeutlicht, dass nur die Immobilienstrategien Opportunity und Core konstant positive Renditen generieren konnten. Der Renditeunterschied zwischen diesen beiden Anlageklassen war mit durchschnittlich knapp 10 % p.a. allerdings signifikant. Real Estate Core kam auf eine annualisierte Rendite von rund 9%, während unternehmerische Immobilieninvestitionen eine annualisierte Rendite von über 19%<sup>6</sup> erwirtschaften konnten. Kurzfristig betrachtet kann die Anlageklasse Aktien sämtliche Anlageformen schlagen, mittel- bis langfristig sind die Schwankungen jedoch zu stark und erklären das mäßige Abschneiden von Aktien in diesem langfristigen Vergleich.

#### Fazit

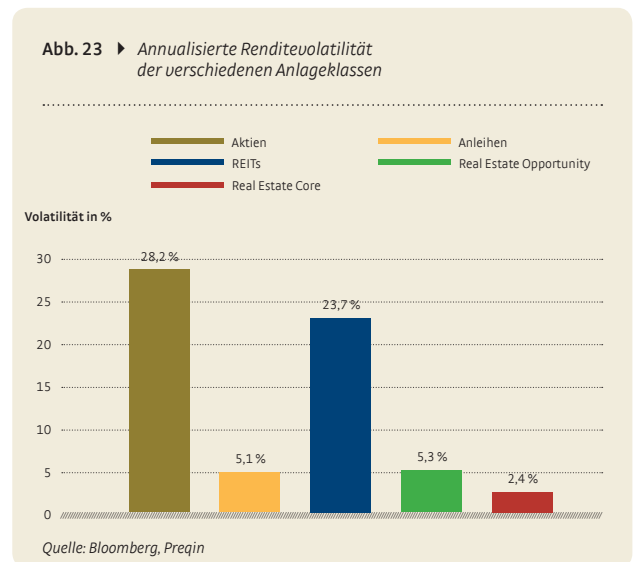
Über einen mittel- bis langfristigen Zeitraum betrachtet, lag die historische Renditeentwicklung bei Real Estate Opportunity deutlich über der der anderen Anlageklassen. Unter dem Gesichtspunkt Rendite waren unternehmerische Immobilieninvestitionen in der Vergangenheit der lukrativste Zugang zu der Anlageklasse Real Estate.

### 3.2 Historische Risikobetrachtung

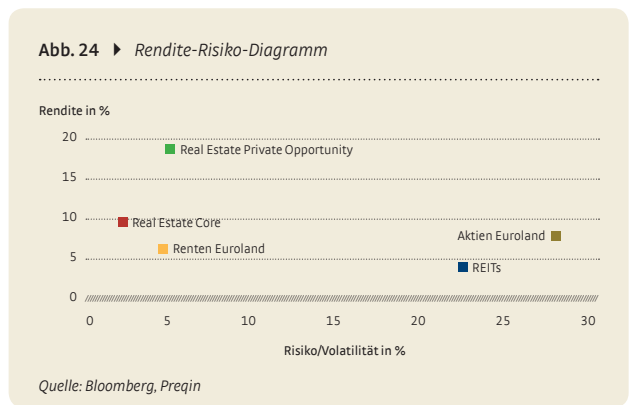
Hohe Renditeerwartungen sind bei der Beurteilung der Attraktivität einer Anlageklasse nur die eine Seite der Medaille.

Erst eine weiter gehende Betrachtung des Faktors Sicherheit bzw. Risiko lässt eine kritische Beurteilung zu. Sicherheit kann durch die Maßzahl Renditevolatilität konkretisiert werden. Die Volatilität wird durch die Standardabweichung der jährlichen Renditen von ihrem Mittelwert erklärt und stellt somit eine Maßzahl für das Risiko dar. Immobilieninvestitionen weisen in gewissen Bereichen eine niedrige Volatilität auf. Allerdings trifft dies nicht auf jede Immobilienanlageklasse zu.

Aktien in der Eurozone haben während der letzten zwölf Jahre eine Volatilität von rund 28,2%<sup>6</sup> und Unternehmensanleihen eine Volatilität von rund 5,1%<sup>6</sup> aufgewiesen. Die Anlageklasse Real Estate mit der Strategie Opportunistic hatte hingegen einen Wert von 5,3%<sup>6</sup> und die Strategie Core einen Wert von 2,4%<sup>6</sup>. Im Gegensatz dazu weisen börsengelistede Immobilienunternehmen, sog. REITs (Real Estate Investment Trusts), aufgrund ihrer Betaabhängigkeit mit einem Wert von knapp 23,7%<sup>6</sup> eine hohe Volatilität bzw. ein im Vergleich zu Real Estate Opportunity und Real Estate Core signifikant höheres Risiko auf, was zeigt, dass nicht alle Immobilieninvestitionen per se als sicher bzw. schwankungsarm anzusehen sind. Allerdings ist an dieser Stelle auch der sog. Smoothing Bias bei nicht gelisteten Anlagen zu erwähnen. Darunter versteht man, dass es bei nicht öffentlich gehandelten Investments aufgrund der Schätzung der Vermögenswerte während der Laufzeit zu einem Glättungseffekt kommen kann. Das heißt, dass die Schätzung sich mehr an dem Vorgängerwert orientiert und somit die Ausschläge weniger deutlich ausfallen. Aber selbst unter Berücksichtigung dieses Effektes erscheint das Risiko von geschlossenen Immobilienfonds im Vergleich zu traditionellen Aktieninvestments gering. Abbildung 23 visualisiert die unterschiedlichen Risikoeigenschaften der verschiedenen Anlageklassen.



Kombiniert man die beiden Faktoren Rendite und Sicherheit, so gelangt man zu einem sog. Rendite-Risiko-Diagramm. Eine Anlageklasse ist umso attraktiver, desto weiter links und weiter oben ihre Position sich in dem Diagramm befindet. Abbildung 24 zeigt die grafische Verteilung der einzelnen betrachteten Anlageklassen.



Es zeigt sich, dass unternehmerische Immobilieninvestitionen ein überlegenes Rendite-Risiko-Profil aufweisen. Das Risiko ist mit dem von Unternehmensanleihen zu vergleichen, bei einer signifikant höheren Renditeerwartung. Real-Estate-Core-Renditen waren in den vergangenen Jahren wenig volatil, jedoch bei einer deutlich niedrigeren historischen Rendite als bei Real Estate Opportunity. Die Betaabhängigkeit führt zu einem aktien-

ähnlichen Risiko bei börsennotierten Immobiliengesellschaften (REITs).

**Fazit**

Nicht alle Immobilienanlagen sind sicher. So wird durch eine Börsennotierung der wahre Charakter von Immobilien konterkariert und eine hohe Schwankungsanfälligkeit in das Portfolio aufgenommen. Geschlossene Immobilienbeteiligungen mit den Strategien Core und Opportunity waren hingegen in den vergangenen Jahren durch ein geringes Risiko gekennzeichnet. Real Estate Opportunity weist zudem ein attraktives Renditepotential auf. Eine Allokation kann somit zu einer Optimierung des Rendite-Risiko-Profiles des Portfolios führen.

**3.3 Historische Korrelationsbetrachtung**

Unter Diversifikation versteht man die Verteilung von Risiken auf mehrere Risikoträger mit einer möglichst geringen Korrelation. In einem Portfolio sollte im Zuge dessen das Vermögen auf unterschiedliche Investments verteilt werden, die zueinander eine möglichst geringe Korrelation aufweisen. Bei einem Wert von 1 sind die Anlageklassen perfekt miteinander korreliert und ein Diversifikationseffekt kann nicht erreicht werden. Ein Wert von 0 sagt aus, dass die betrachteten Anlageklassen sich vollkommen unabhängig voneinander entwickeln, und bei einem Wert von kleiner 0 entwickeln sich die Anlagen sogar entgegengesetzt. Abbildung 25 zeigt die Kennziffern für die Korrelation der einzelnen Anlageklassen zueinander.

**Abb. 25 ► Kennziffern für die Korrelation der Anlageklassen**

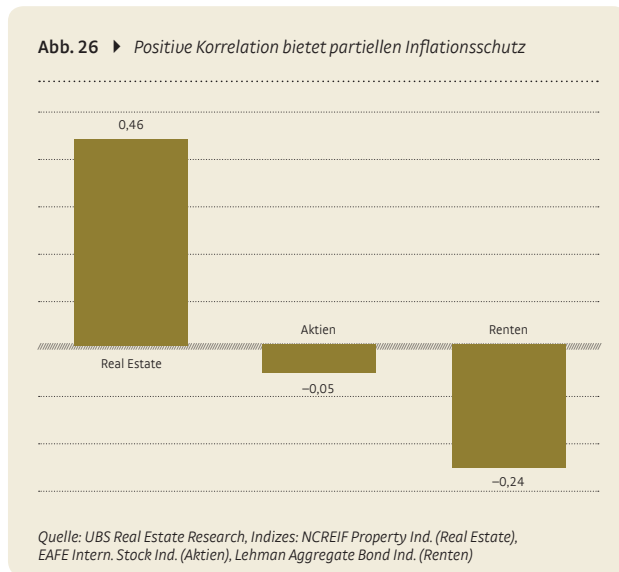
	US-Aktien	US-Anleihen	Aktien Emerged Markets	Aktien Emerging Markets	Hedgefonds	Private Equity	Real Estate
US-Aktien	1						
US-Anleihen	0,06	1					
Aktien Emerged Markets	0,48	0,25	1				
Aktien Emerging Markets	0,14	0,04	0,35	1			
Hedgefonds	0,28	0,15	0,16	0,36	1		
Private Equity	0,3	-0,17	0,19	-0,13	0,29	1	
Real Estate	0,13	0,03	0,3	-0,21	0,06	0,08	1

Quelle: David S. Swensen, Pioneering Portfolio Management; Betrachtungszeitraum je nach Verfügbarkeit der Indizes (max. 1926–2005)

Die Anlageklasse Real Estate weist in dieser Betrachtung durchweg niedrige bzw. negative Korrelationen zu den anderen Anlageklassen auf. Dies bedeutet, dass sich Real Estate weitgehend unabhängig von der allgemeinen Markttendenz entwickelt. Im Ergebnis kann durch die Aufnahme von Real Estate die Portfoliostruktur gefestigt und das Rendite-Risiko-Profil optimiert werden. Die Schwankungsintensität des Portfolios wird minimiert.

**3.4 Historischer Zusammenhang mit Inflationsrate**

Eine weitere Eigenschaft von Real Estate ist der partielle Inflationsschutz. Während traditionelle Anlageklassen eine negative Korrelation zur Inflation haben, weist Real Estate einen signifikant positiven Zusammenhang mit der Inflation auf. Abbildung 26 zeigt die Korrelation der Inflation mit den verschiedenen Anlageklassen.



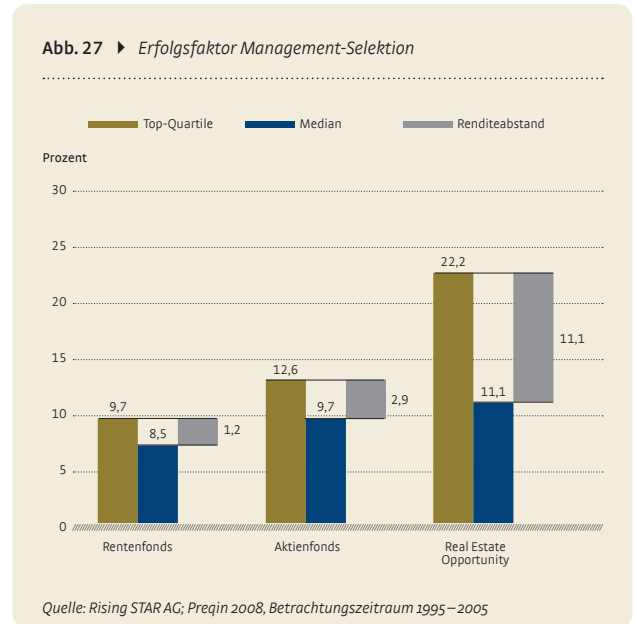
Im Ergebnis steigt der Wert von Immobilien in Zeiten von steigender Inflation. Dieser Zusammenhang ist gerade im Hinblick auf den mittel- bis langfristigen Inflationsausblick interessant. Fiskalpolitische Stützungsmaßnahmen und ein geldpolitischer Expansionskurs lassen ein Inflationsszenario in den nächsten Jahren wahrscheinlich erscheinen. Durch das umfangreiche Instrumentarium der Notenbanken ist eine Hyperinflation jedoch nicht zu erwarten.

**Fazit**

Real Estate weist niedrige bzw. negative Korrelationen zu anderen, sowohl traditionellen wie alternativen Anlageklassen auf. Eine Allokation in Immobilien kann somit die Rendite-Risiko-Struktur verbessern. Zusätzlich bieten Immobilieninvestitionen einen partiellen Inflationsschutz.

**3.5 Bedeutung der Management-Selektion**

Trotz der oben genannten positiven Eigenschaften von einem Real-Estate-Investment wird der Anlageerfolg maßgeblich von einem Faktor bestimmt: der Management-Selektion. Während der Unterschied zwischen einem herausragenden Manager und einem durchschnittlichen Manager bei traditionellen Anlageklassen relativ gering ist, ist diese Diskrepanz bei Real Estate Opportunity signifikant. So kann sich trotz attraktivem Renditepotential, hoher Sicherheit, hohem Diversifikationspotential und partiellem Inflationsschutz nicht der erwünschte Anlageerfolg einstellen, wenn man auf den falschen Manager setzt. Abbildung 27 verdeutlicht den großen Unterschied bei der Managementqualität.



Bei unterstellten identischen Zahlungsströmen wäre der zusätzliche Anlageerfolg bei Real Estate Opportunity mit einem guten Manager um den Faktor 7 höher als bei einem Aktieninvestment und um den Faktor 20 höher als bei einem Anleiheinvestment. Es zeigt sich, dass die Selektion und der Zugang zu den Top-Managern bei Real Estate Opportunity die entscheidenden Erfolgsfaktoren sind. Kann dies nicht gewährleistet werden, hat eine Investition in Real Estate Opportunity keinen Sinn. Das Anlageergebnis würde die Opportunitätskosten der Illiquidität nicht rechtfertigen. Dies ist auch der Grund, weshalb vornehmlich institutionelle Investoren, wie Pensionskassen und Stiftungen, sowie vermögende Privatpersonen in diese Anlageklasse investieren. Diese Investoren verfügen über das notwendige Netzwerk und Know-how, um die besten Manager zu zunächst zu selektieren und, was noch wichtiger ist, den Zugang zu diesen Managern zu haben. Diese Fonds werden in der Regel mit einem limitierten Anlagevolumen aufgelegt, um die Performance nicht



zu verwässern. Aus diesem Grund werden nur Investoren aufgenommen, die über gute Kontakte zum Management verfügen.

Gerade bei Immobilieninvestitionen sind Fehlinvestitionen dramatisch, da sie nicht mehr bzw. nur schwer zu korrigieren sind. Beispiele hierfür gibt es gerade in Deutschland mit Immobiliengeschäften in den neuen Bundesländern. Dadurch ergibt sich auch nicht die aus anderen Anlageklassen übliche Rendite-Risiko-Struktur, bei der man davon ausgeht, dass das Risiko umso höher ist, je höher die zu erwartenden Rendite ist. Selbst konservative Anlagestrategien bei Immobilien, wie Wohnimmobilien oder Senioren-Residenzen, bergen im Falle von Managementfehlern ein sehr hohes Verlustrisiko. Das Risiko bei Managern mit exzellenten Netzwerken und einem tiefen marktspezifischen Know-how erscheint selbst bei ambitionierten Renditezielen weitaus geringer. Das Risiko bei solchen Investments besteht mehr in einer Nichterreichung der hochgesteckten Renditeziele und nicht in dem Risiko eines signifikanten Wertverlustes.

**Fazit**

Die Auswahl und der Zugang zu den besten Managern am Markt entscheiden bei Immobilieninvestitionen, insbesondere bei Real Estate Opportunity, maßgeblich über den Anlageerfolg. Kann dies nicht gewährleistet werden, sollte ein Engagement vermieden werden. Gerade in der Anlageklasse Immobilien kann die Wahl des falschen Managements katastrophale Folgen für den Anleger haben.

**3.6 Quoten institutioneller Investoren**

Es zeigt sich, dass – falls Zugang zu aussichtsreichen Managern besteht – die Anlageklasse Real Estate eine Vielzahl von Vorteilen für eine intelligente Asset-Allokation bietet. So ist es gerade bei großen Investoren, die über den Zugang zu den Top-Managern verfügen, zu beobachten, dass eine hohe Real-Estate-Quote in den Portfolios besteht. Abbildung 28 zeigt, wie prominent die Anlageklasse Immobilien in den Portfolios dieser Investoren vertreten ist.

Abb. 28 ► Real-Estate-Allokation von Multi-Family-Offices

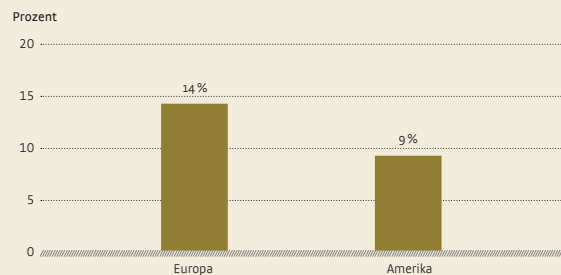
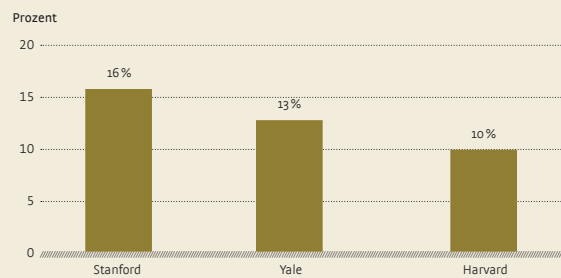


Abb. 28 ► Real-Estate-Allokation führender US-Universitätsstiftungen



Quelle: Stanford University, Yale University, Harvard University, Wharton Global Family Alliance.

Die Anlageklasse Real Estate Opportunity ist durch eine aktive Wertschöpfung des Managements bei Immobilieninvestitionen gekennzeichnet. Dieser proaktive Ansatz hat sich in den letzten Jahren bewährt. In der historischen Rendite-Risiko-Betrachtung schlägt diese Anlageklasse weitere Investitionsmöglichkeiten in Immobilien. Ihr alternativer Charakter, die Unabhängigkeit der Rendite von der Entwicklung anderer Anlageklassen, wird durch die niedrige, bzw. sogar negative Korrelation zu traditionellen Investments deutlich. Zudem bietet sie den für reale Werte typischen partiellen Inflationsschutz. Große Bedeutung kommt bei dem Erfolg von Real Estate Opportunity der Auswahl des Managements zu. Nur wenn der Zugang zu Managern möglich ist, die über einen nachweisbaren überzeugenden Leistungsnachweis verfügen, hat eine Investition in Real Estate Opportunity Sinn. Große institutionelle Investoren, die über diesen Zugang verfügen, berücksichtigen prominent diese Anlageklasse in ihren Portfolios. Wie sich im folgenden Kapitel zeigen wird, steigt die Quote institutioneller Investoren in der derzeitigen Marktsituation sogar drastisch.

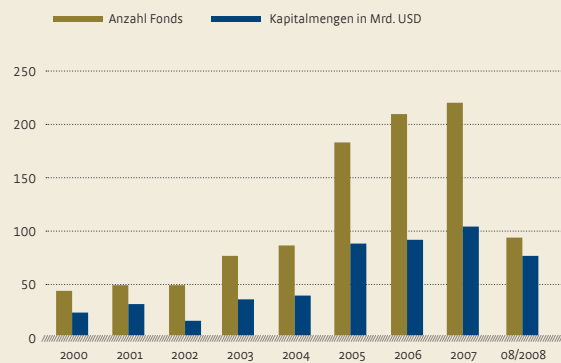
## 4. ANLAGESTRATEGIE IN DER AKTUELLEN KONSTELLATION

Aufbauend auf den bisherigen Erkenntnissen soll in dem folgenden Kapitel eine klare Anlagestrategie für den Bereich Real Estate unter Berücksichtigung der aktuellen Marktlage vorgestellt werden. Dabei soll sowohl auf die einzelnen Strategien als auch auf die zu bevorzugende geografische Ausrichtung eingegangen werden. Nach Regionen bzw. Ländern unterschiedene Investitionsmöglichkeiten sollen dabei ein Bild vermitteln, das zeigt, wo sich für Immobilieninvestoren lukrative Opportunitäten ergeben.

### 4.1 Immobilienstrategien

Die Kapitalzusagen des vergangenen Jahres (Stand 31.08.2008) zeigen, dass trotz Finanzkrise die Manager von unternehmerischen Immobilieninvestitionen das Fundraising auf Vorjahresniveau halten konnten. Die Anzahl der Fonds ist jedoch gegenüber den Vorjahren stark rückläufig. In dem veränderten Marktumfeld ist es für unerfahrene Manager, die in den Vorjahren noch von dem Immobilienboom profitieren konnten, nicht mehr möglich, neues Kapital aufzubringen. Dies hat zur Folge, dass diese wieder vom Markt verschwinden. Investoren legen deshalb verstärkt Wert auf erfahrene Manager. Abbildung 29 zeigt die Entwicklung der Anzahl der Fonds und der Kapitalzusagen in den letzten Jahren.

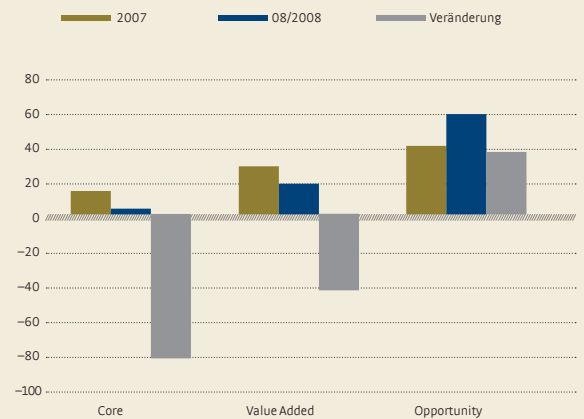
Abb. 29 ▶ Kapitalzusagen an Real-Estate-Fonds



Quelle: Preqin 2009

Der unvermindert hohe Zufluss an frischem Kapital legt die Vermutung nahe, dass Investoren die Anlageklasse Real Estate als attraktiv einschätzen. Dies ist nicht korrekt. Betrachtet man die Kapitalzusagen unterteilt nach den einzelnen Strategien, so zeigt sich, dass die Core- und die Value Added-Strategie klare Verlierer der veränderten Rahmenbedingungen sind. Real-Estate-Opportunity-Fonds konnten hingegen das Fundraising gerade in der jetzigen Marktlage deutlich steigern. Abbildung 30 zeigt die Veränderung der Kapitalzusagen gegenüber dem Vorjahr, unterteilt nach Strategien.

Abb. 30 ▶ Kapitalzusagen nach Strategien

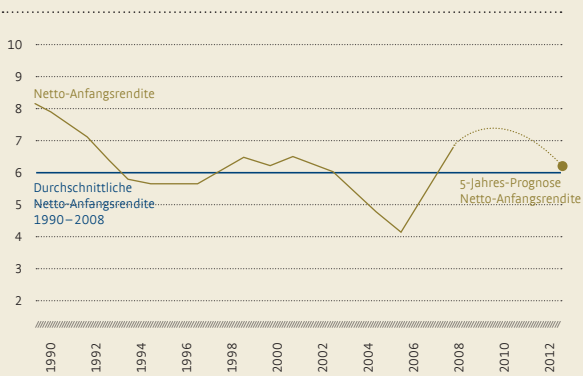


Quelle: Preqin 2009

Während Investoren im Jahr 2008 knapp 40 % mehr als 2007 an Kapitalzusagen an Real-Estate-Opportunity-Fonds gegeben haben, haben die Strategien Core und Value Added 2008 im Vergleich zum Vorjahr deutlich weniger Kapital eingeworben. Diese Entwicklung zeigt, dass in der momentanen Situation Investoren die Strategie Opportunity als attraktiver einschätzen. Die aktuelle Marktlage auf den internationalen Immobilienmärkten ist gekennzeichnet durch sinkende Häuserpreise, sinkende Nachfrage nach Immobilien, starken Anstieg der Leerstandsraten und ein sinkendes Mietniveau. Diese Rahmenbedingungen sprechen gegen eine Positionierung in einkommensorientierten Strategien. Diese Marktsituation verlangt ein aktives Immobilienmanagement.

Die Passivität der Core-Strategie, die Verwaltung der Objekte und die passive Generierung von Miet-Cashflows versprechen in der aktuellen Situation keine lukrativen Renditen. Bei bestehenden Core-Portfolios muss nun eine defensive Strategie gewählt werden. Dies bedeutet, dass der Fokus auf der Stabilisierung bzw. Sicherung der Cashflow-Ströme der bestehenden Objekte liegen sollte und keine neuen Engagements eingegangen werden sollten. Die Anfangsrenditen bestimmter Lagen, wie bspw. London, befinden sich zwar wieder auf einem attraktiven Niveau (Abbildung 31), es wird jedoch prognostiziert, dass die Mietzinsen in den nächsten zwei bis drei Jahren mit großer Wahrscheinlichkeit weiter sinken werden und die Fremdkapitalkosten eher steigen.<sup>7</sup>

Abb. 31 ► Netto-Anfangsrendite in %, Büromarkt London City



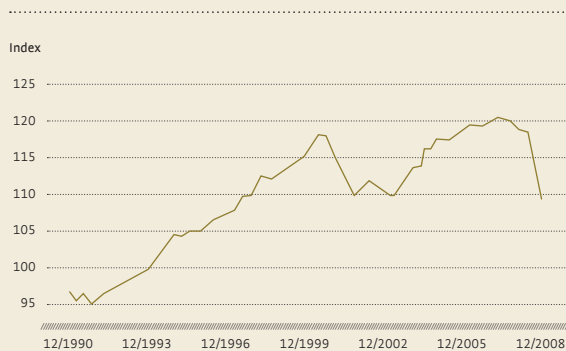
Quelle: Degi Research 2009

Steigende Fremdkapitalkosten und die schon heute zu beobachtende Kreditverknappung werden in Zukunft den zukünftigen Fremdkapitalanteil bei Immobilienfinanzierungen deutlich unter das Niveau der vergangenen Jahre drücken. Investoren in syndizierte Kredite sind aus diesem Markt ausgeschieden und die Kreditvergabe liegt wieder nahezu ausschließlich bei den Banken.

Die Erfahrung von Bankenkrisen in Japan, Schweden und Norwegen zeigt indes, dass es leider sehr lange Jahre dauert, bis nach einer Kreditkrise die Kreditvergabe der Banken zunimmt. Je mehr Kredite nun zur Erneuerung anstehen, desto mehr kommen die höheren Anforderungen an Schuldner zum Tragen. Dadurch werden im Immobilienbereich Refinanzierungsschwierigkeiten und, als Folge davon, Notverkäufe zunehmen. Angesichts der Illiquidität des Marktes sollte der Druck auf die Bewertungen somit anhalten. So spiegelt sich diese Prognose bspw. auch in dem NAR-Frühindikator für den kommerziellen Immobiliensektor in den USA wider. Dieser Index bildet die Erwartungen für die nächsten zwei bis drei Quartale ab und befand sich Ende 2008 im freien Fall (Abbildung 32).

Die oben angesprochenen Notverkäufe, das sog. „Forced Selling“, können allerdings nicht beliebig in die Zukunft verschoben werden, sondern müssen irgendwann in den nächsten Monaten stattfinden. So sind schon heute erste Notverkäufe prominenter Objekte zu beobachten, wie bspw. Ende März der John Hancock Tower in Chicago und Ende April ein Wolkenkratzer des Immobiliencycoons Harry Macklowe in New York. Als Konsequenz ist davon auszugehen, dass in den nächsten ein bis zwei Jahren die Talsohle durchschritten sein sollte.

Abb. 32 ► NAR-Frühindikator für kommerzielle Immobilien in den USA



Quelle: Datenstream, Credit Suisse

Wer wird dann kaufen? Investoren brauchen Eigenkapital und einen mehrjährigen Anlagehorizont. Private Equity und opportunistische Immobilienfonds, die mit rund zehnjährigen Kapitalzusagen ihrer Investoren arbeiten, werden nun verstärkt als Käufer auftreten. Im Gegensatz zu der einkommensorientierten Core-Strategie sollten Portfolios im Bereich Real Estate Opportunity im aktuellen Marktumfeld offensiv aufgestellt werden. Aussichtsreiche Investitionsgelegenheiten ergeben sich nicht nur durch die oben angesprochene Zunahme von Notverkäufen. Opportunitäten ergeben sich individuell nach Regionen.

**Fazit**

Die Rahmenbedingungen sprechen bei neuen Engagements eindeutig für Real Estate Opportunity. Diese Fonds werden sich in dem momentanen Marktumfeld offensiv aufstellen und durch den aktiven Strategieansatz Wertschöpfung generieren können. Bei Core-Investments muss zwischen bereits bestehenden und neu aufzulegenden Investments unterschieden werden. Bei bestehenden Engagements steht die Stabilisierung des Portfolios im Vordergrund, bei neu aufzulegenden Engagements sollte die erwartete weitere Preiskorrektur an den internationalen Immobilienmärkten abgewartet werden.

**4.2 Geografische Ausrichtungen**

In einer globalisierten Welt sind die Auswirkungen der Finanzkrise und die wirtschaftliche Schwäche in allen Erdteilen angekommen. Je nach Entwicklungsstand und Stärke der Volkswirtschaft sind diese allerdings unterschiedlich und machen eine differenzierte Betrachtung notwendig. Ebenso verhält es sich mit den unterschiedlichen Immobilienmärkten, je nach Region können sich für opportunistische Immobilienfonds attraktive Investitionsgelegenheiten ergeben.

**USA**

Über die Entwicklung der US-Immobilienpreise besteht zwischen den Marktteilnehmern keine Einigkeit. Einige Indikatoren, wie bspw. die Zunahme von Notverkäufen, deuten darauf hin, dass mit einer Bodenbildung in den nächsten ein bis zwei Jahren zu rechnen ist. Viel wird davon abhängen, wie sich die Kreditmärkte entwickeln werden. Wir gehen davon aus, dass zumindest im Jahr 2009 keine Verbesserungen von dieser Seite zu erwarten sind. Über 2009 hinaus bleibt abzuwarten, wie sich die dann anstehenden Refinanzierungen der 2010 bis 2012 fälligen CMBS\* (Commercial Mortgage Backed Securities) negativ auswirken. Aktuell ist das Transaktionsvolumen bei US-Immobilien (als weiterer Indikator für eine Entspannung) sehr niedrig. Bevor eine nachhaltige Besserung auf dem US-Immobilienmarkt eintreten kann, müssen zunächst erste Anzeichen einer volkswirtschaftlichen Dynamik erkennbar sein. Grundlage dafür ist, wie bereits oben aufgeführt, die Situation des US-Konsumenten. Wenn die Entschuldung der US-Konsumenten spürbare Fortschritte macht und eine Stabilisierung der der volkswirtschaftlichen Entwicklung voranlaufenden, Aktienmärkte einsetzt, sollte von dieser Seite Unterstützung kommen. Diese Entwicklung erwarten wir im Laufe des Jahres 2010, mit dann lukrativen Kaufmöglichkeiten zu Preisen deutlich unter Wiederherstellungskosten.

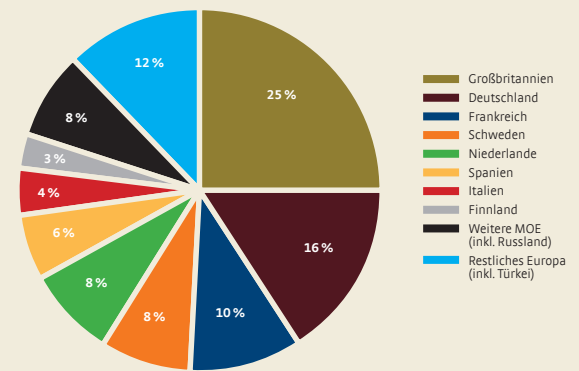
In dieser Konstellation sollte sich für Real-Estate-Opportunity-Fonds eine Vielzahl von Möglichkeiten ergeben. Bei der Managerauswahl sind kleine bis mittlere, vertikal integrierte Manager zu bevorzugen. Diese haben im Gegensatz zu den großen Fonds in der Regel keine Altlasten aus dem vorangegangenen Immobilienboom zu tragen und können aktiv durch operative Maßnahmen Wertschöpfung generieren. Attraktiv sollten dabei Manager mit regionaler Fokussierung sein, die sich auf ausgewählte Regionen bzw. Metropolen spezialisieren. In den USA werden es unserer Einschätzung nach auf nicht absehbare Zeit Manager schwer haben, die sich ausschließlich auf Financial Engineering spezialisiert haben. Die Rahmenbedingungen sprechen somit eindeutig für „Niche-Player“ mit der Fähigkeit, aktive Wertschöpfung zu betreiben.

**Europa**

2009 gehen wir von einer zunehmenden Fokussierung europäischer Immobilieninvestoren auf die Kernmärkte Großbritannien, Frankreich und Deutschland aus (Abbildung 33). Bis heute blieb eine größere Anzahl von Notverkäufen und sich in Schieflage befindlichen Objekte bzw. Objektbetreibern aus, da zum einen die Banken sich bis heute dagegen wehren, ihre

Verluste zu realisieren, und sie zum anderen dabei durch das niedrige Zinsniveau unterstützt werden. Auch wenn Immobilieninvestoren in der aktuellen Marktphase noch Altlasten des vorangegangenen Booms zu tragen haben und die Kreditmärkte weiterhin unter Druck stehen, gehen wir von sich bereits im Jahr 2009 ergebenden Investmentopportunitäten aus.

Abb. 33 ▶ Transaktionsvolumen kommerzieller Immobilien nach Ländern im Jahr 2008



Quelle: Jones Lang LaSalle European Capital Markets Bulletin, Credit Suisse

In Europa stufen wir den britischen Immobilienmarkt am attraktivsten ein. Zum einen wegen der im Vergleich zu anderen europäischen Märkten massiven Korrektur der letzten Monate und zweitens wegen der historischen Schwäche des Pfunds. Der Fokus sollte dabei auf erstklassigen Lagen in den Metropolen, vornehmlich London, liegen und insbesondere kommerzielle Immobilien beinhalten. In Frankreich und Deutschland sehen wir aktuell weniger aussichtsreiche Opportunitäten. Der Wertverfall war im Vergleich zu anderen Ländern gering und Investoren sehen sich in der aktuellen Konstellation noch nicht dazu gezwungen, ihre Portfolios anzupassen. Aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Schwäche und des Engpasses auf den Kreditmärkten ist jedoch davon auszugehen, dass sich in ca. ein bis zwei Jahren Opportunitäten ergeben könnten. Wie bereits in den USA sollte der Fokus auf kleinen bis mittleren Managern liegen, die nachweislich in der Lage sind, aktive Wertschöpfung an dem Objekt zu realisieren. Diese drei Länder werden, auch wenn die Märkte 2008 teilweise schwer gelitten haben, die Kernallokationen der großen Immobilieninvestoren in Europa bleiben.

Der spanische Markt sollte aufgrund der massiven Wertberichtigungen der vergangenen Zeit als Depotbeimischung berücksichtig

sichtigt werden. In den Märkten in Zentral- und Osteuropa sehen wir in den kommenden ein bis zwei Jahren keine lukrativen Opportunitäten im Bereich Real Estate. Der weltweite Konjunkturabschwung dürfte einige Länder, wie bspw. Ungarn und die baltischen Staaten, angesichts ihrer hohen Verschuldung besonders stark treffen. Die zunehmend schlechtere Arbeitsmarktlage, der gedämpfte Konsum und die großen Angebotspipelines üben Druck auf Büro- und Einzelhandelsmärkte aus. Die Gebäudenutzer fahren ihren Flächenbedarf zunehmend zurück, vorhandene Flächen werden effektiver genutzt oder Umzüge verschoben. Die Kapitalwerte und Mietpreise dürften daher ihre Korrektur fortsetzen und die Anfangsrenditen im Gegenzug weiter anziehen. Nach dem Abschluss dieser Korrekturphase, den wir für 2011 prognostizieren, dürften sich allerdings wieder lukrative Immobilienopportunitäten ergeben.

**Asien**

Die asiatischen Staaten, die in den vergangenen Jahren, aufbauend auf einem starken Export, einen wirtschaftlichen Aufstieg erfuhren, können sich der weltwirtschaftlichen Entwicklung nicht entziehen. Die Exporte und die Industrieproduktion brachen ein. Als Folge verbuchten viele asiatische Volkswirtschaften einen Rückgang der BIP-Zahlen auf einer quartalsmäßigen Basis im Jahr 2008. Für China und Indien werden im Vergleich zu westlichen Staaten weiterhin hohe Wachstumsraten prognostiziert, während für Japan und Singapur im Jahr 2009 eine tiefe Rezession erwartet wird. Der asiatische Immobilienmarkt muss somit differenziert betrachtet werden.

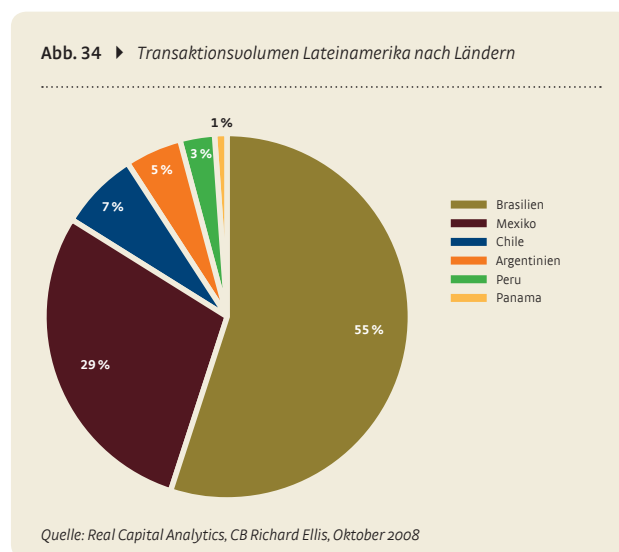
Japan verfügt über einen der reifsten Immobilienmärkte der Welt. Gerade der Bereich Commercial hat sich in den letzten Jahren massiv entwickelt, begleitet von signifikanten Mietsteigerungen. Allerdings wurden die neuen Objekte sowohl auf Projekt- als auch auf Investmentebene massiv fremdfinanziert. Im Zuge der Kreditkrise sind Investoren nun massiv unter Druck und bieten aufgrund von Zwangsverkäufen gute Opportunitäten im Bereich Real Estate. Allerdings ist der japanische „Grade A Market“ (Prime) nahezu ausnahmslos fest in der Hand der großen japanischen Investoren (Sumitomo, Mitsubishi). Wir raten, nur in Manager zu investieren, die einen nachgewiesenen Zugang zu dem Grade A Market haben. Manager ohne diesen Zugang sollten gemieden werden.

In China unterstützt die Regierung Wohnungsbau-Projekte massiv. Dadurch und durch die wachsende Mittelschicht in China sehen wir hier Opportunitäten in den Bereichen Housing

und damit verbunden in dem Bereich Retail. Der Fokus sollte auf Self-Liquidating-Projekten liegen, da diese relativ kurze Kapitalbindungsphasen erwarten lassen. Der Einfluss der Regierung, indirekt auch auf den Bankensektor, ist noch sehr hoch in China und so sollten ausschließlich Manager allokiert werden, die über gute Kontakte zur Regierung bzw. zu Provinzregierungen und chinesischen Banken verfügen. Als Interessant stufen wir hier Real-Estate-Fonds ein, bei denen bspw. staatliche Institutionen wie Sozialversicherungen Limited Partner sind.

**Lateinamerika**

In Lateinamerika favorisieren wir den größten Markt der Region: Brasilien (Abbildung 34). Hier ist besonders der Bereich Wohnungsbau interessant, da aktuell 5–7 Mio. potentielle Hauskäufer auf eine nicht zu befriedigende Nachfrage treffen. Dabei sollte der Fokus auf Self-Liquidating-Projekten liegen.



Durch die Vielzahl an globalen Anlagemöglichkeiten bevorzugen wir in der aktuellen Konstellation eine global ausgerichtete Anlagestrategie. Dadurch ist gewährleistet, dass das Portfolio an einem breiten Spektrum von lukrativen Investments beteiligt ist. Diese zusätzliche Chance bietet zudem den Vorteil einer breiteren Diversifikation und mindert damit das Risiko der gesamten Strategie. Die Korrelation zwischen den einzelnen Regionen ist im Bereich Real Estate niedrig und so kann eine globale Ausrichtung des Portfolios die Risikodiversifikation weiter optimieren (Abbildung 35).

Abb. 35 ▶ Korrelation der internationalen Immobilienmärkte

	Real Estate Global	Real Estate Nordamerika	Real Estate Europa	Real Estate Asien
Real Estate Global	1			
Real Estate Nordamerika	0,56	1		
Real Estate Europa	0,83	0,3	1	
Real Estate Asien	0,94	0,44	0,68	1

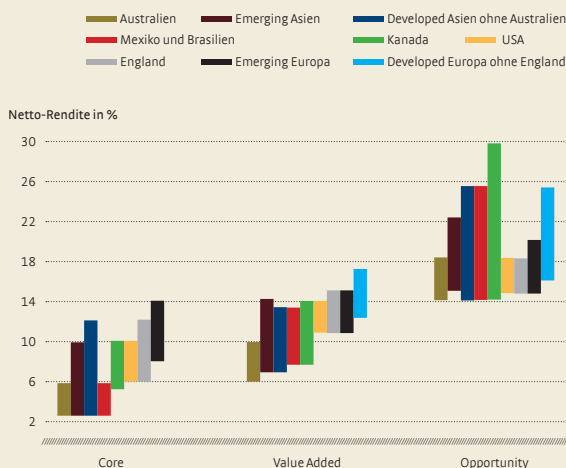
Quelle: Real Estate global: EPRA/NAREIT Global Real Estate Index, Real Estate Nordamerika: EPRA/NAREIT Global Real Estate Index North America Series, Real Estate Europa: EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Europe Series, Real Estate Asia: EPRA/NAREIT Global Real Estate Index Asia Series; Betrachtungszeitraum 1990–2005

[Hinweis der Verfasser: REIT-Korrelation dient als Indikation. Daten für Korrelation bei Real Estate Opportunity liegen nicht vor]

**Fazit**

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer schwierigen Situation. Das Wirtschaftswachstum der vergangenen Jahre kann nicht gehalten werden. Während jedoch die Wirtschaftsleistung gerade in den entwickelten Volkswirtschaften schrumpft, wachsen die Schwellenländer weiter mit relativ hohen Raten. Diese unterschiedlichen volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen machen eine sowohl nach Strategien unterteilte als auch nach Regionen differenzierte Betrachtung der Immobilienmärkte notwendig. Aufgrund der aktuellen Rahmenbedingungen auf den internationalen Immobilienmärkten raten wir Immobilieninvestoren zu einem Engagement in einem breit diversifizierten, global ausgerichteten Real-Estate-Opportunity-Portfolio. Die

Abb. 36 ▶ Renditeerwartungen für Neuinvestitionen 2009–2013



Quelle: LaSalle Investment Management, 2009

angesehene globale Immobilienberatungsgesellschaft Jones Lang LaSalle favorisiert in ihren Renditeerwartungen für die nächsten drei Jahre diesen Bereich ebenso (Abbildung 36).

Um die empfohlene globale Ausrichtung des Immobilienportfolios zu erreichen, empfehlen wir Privatanlegern eine Investition über einen Dachfonds. Dieser übernimmt die Prüfung der potentiellen Zielfonds und verfügt zudem über die finanziellen Möglichkeiten, ein optimal diversifiziertes und global ausgerichtetes Portfolio zu konstruieren.

**Glossar**

▶ **Cap Rate**

Anfangsrendite eines Immobilienobjektes, die sich aus den Netto-Mieteinnahmen in Relation zum Kaufpreis ergibt.

▶ **Cap-Rate-Compression**

Weiterveräußerung des Immobilienobjektes zu einer niedrigeren Cap Rate als beim Einkauf.

▶ **Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS)**

CMBS sind verbrieftete Gewerbe- und Immobilienkredite.

▶ **Core**

Einkommensorientierte Immobilienstrategie, die auf die passive Generierung von Mieteinnahmen und die markttechnisch bedingte Wertsteigerung des Objektes abzielt. Typisch bspw. für offene Immobilienfonds.

▶ **Decoupling**

Die Decoupling-Theorie beschreibt das unabhängige Wirtschaftswachstum einer Ökonomie. Wurde im Vorfeld der Rezession vielfach im Hinblick auf die wachsende Bedeutung Chinas für die Weltwirtschaft und die abnehmende Bedeutung der USA diskutiert.

▶ **Real Estate Opportunity**

Immobilienstrategie, die auf eine aktive Wertschöpfung bei dem Objekt abzielt. Geprägt durch aktives Management (bspw. Projektentwicklung, Restrukturierung) und den illiquiden Charakter.

▶ **REITs (Real Estate Investment Trusts)**

Börsennotierte Immobiliengesellschaften. Verfolgen in der Regel eine einkommensorientierte Strategie.

▶ **Value Added**

Zwischenform einer Immobilienstrategie zwischen Core und Opportunity. Beinhaltet sowohl passive Einkommensgenerierung als auch aktive Wertschöpfung. Einheitliche Definition existiert nicht, da die Grenzen zwischen Value Added und Core sowie Value Added und Opportunity je nach Immobilie fließend sein können.

## FUSSNOTEN

- <sup>1</sup> Der hier verwendete Renditebegriff basiert auf der sogenannten IRR-Methode (Internal-Rate-of-Return-Methode). Die IRR-Methode berechnet die Verzinsung (Rendite) des rechnerisch in der Beteiligung an der STAR Value KG gebundenen Kapitals und berücksichtigt bei der Ermittlung der Verzinsung (Rendite) neben den Beträgen der Zu- und Abflüsse des Kapitals auch dessen zeitliche Bindung. Die IRR-Methode ist mit anderen Methoden zur Berechnung von Verzinsungen (Renditen) von Vermögensanlagen, bei denen keine Änderung des gebundenen Kapitals eintritt, wie z. B. bei festverzinslichen Vermögensanlagen, nicht vergleichbar. Insbesondere kann eine nach der IRR-Methode berechnete und angegebene Verzinsung (Rendite) nicht mit einer angegebenen Effektivverzinsung verglichen werden. Die IRR-Methode ist im Vergleich dazu eine finanzmathematische Methode, die die Verzinsung (Rendite) dadurch ermittelt, dass sie den Kapitalwert aus den Zahlungsströmen zwischen Anleger und Gesellschaft über einen definierten Zeitraum diskontiert.
- <sup>2</sup> Bloomberg, 2009.
- <sup>3</sup> Private Equity Intelligence (Datenbank), Preqin, 2009, Global, Betrachtungszeitraum 1995–2006. Diese Renditen beziehen sich auf den angegebenen Zeitraum in der Vergangenheit. Sie lassen keine Rückschlüsse auf die Wahrscheinlichkeit der Erzielung vergleichbarer Renditen in der Zukunft zu. Die hier angegebene IRR-Rendite ist auf Zielfondsebene vor Kosten angegeben.
- <sup>4</sup> Scope-Jahresrückblick geschlossener Beteiligungen, 2008.
- <sup>5</sup> Private Equity Intelligence (Datenbank), Preqin, 2009.
- <sup>6</sup> Quelle: Bloomberg, Preqin. Aktien: EuroStoxx 50, Renten: JPM EMU Corporate Bond Index 5-7y, Real Estate: Opportunistic global. Betrachtungszeitraum: Aktien, Renten, REITs 1995-2008. Real Estate Opportunity 1995–2005. Real Estate Core 1997–2007.
- <sup>7</sup> SCM Strategic Capital Management AG, in: dpn Deutsche Pensionsnachrichten, März 2009.

## RECHTLICHER HINWEIS

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen stellen keine Empfehlungen für den Kauf, Verkauf oder das Halten von Wertpapieren, Fonds oder sonstigen Vermögensgegenständen dar. Die Informationen sind nach bestem Wissen geprüft und aktualisiert. Dennoch kann es zu unbeabsichtigt fehlerhaften Darstellungen kommen. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die Rising STAR AG lehnt jegliche Haftung für unmittelbare, konkrete oder sonstige Schäden, die im Zusammenhang mit den angebotenen oder sonstigen verfügbaren Informationen entstehen, ab.

