

Offene Immobilienfonds aus Perspektive der Wissenschaft

Symposium „Offene Immobilienfonds 2009“
Wiesbaden, den 23. Juni 2009

Prof. Dr. Lutz Johanning
Lehrstuhl für Empirische Kapitalmarktforschung
WHU – Otto Beisheim School of Management
Burgplatz 2, 56179 Vallendar
Tel.: +49 261 6509-720
Fax: +49 261 6509-702
mailto: Lutz.Johanning@whu.edu
URL: www.whu.edu/ekf



Excellence in
Management
Education

Einleitung und Zielsetzung

Offene Immobilienfonds (OIFs) mit

- stetiger Wertentwicklung,
- geringem Risiko sowie
- vorteilhaften Korrelationen

Aber:

- Renditen gelten durch die Immobilienbewertung als „geglättet“ und
- nicht normalverteilt

Zielsetzung:

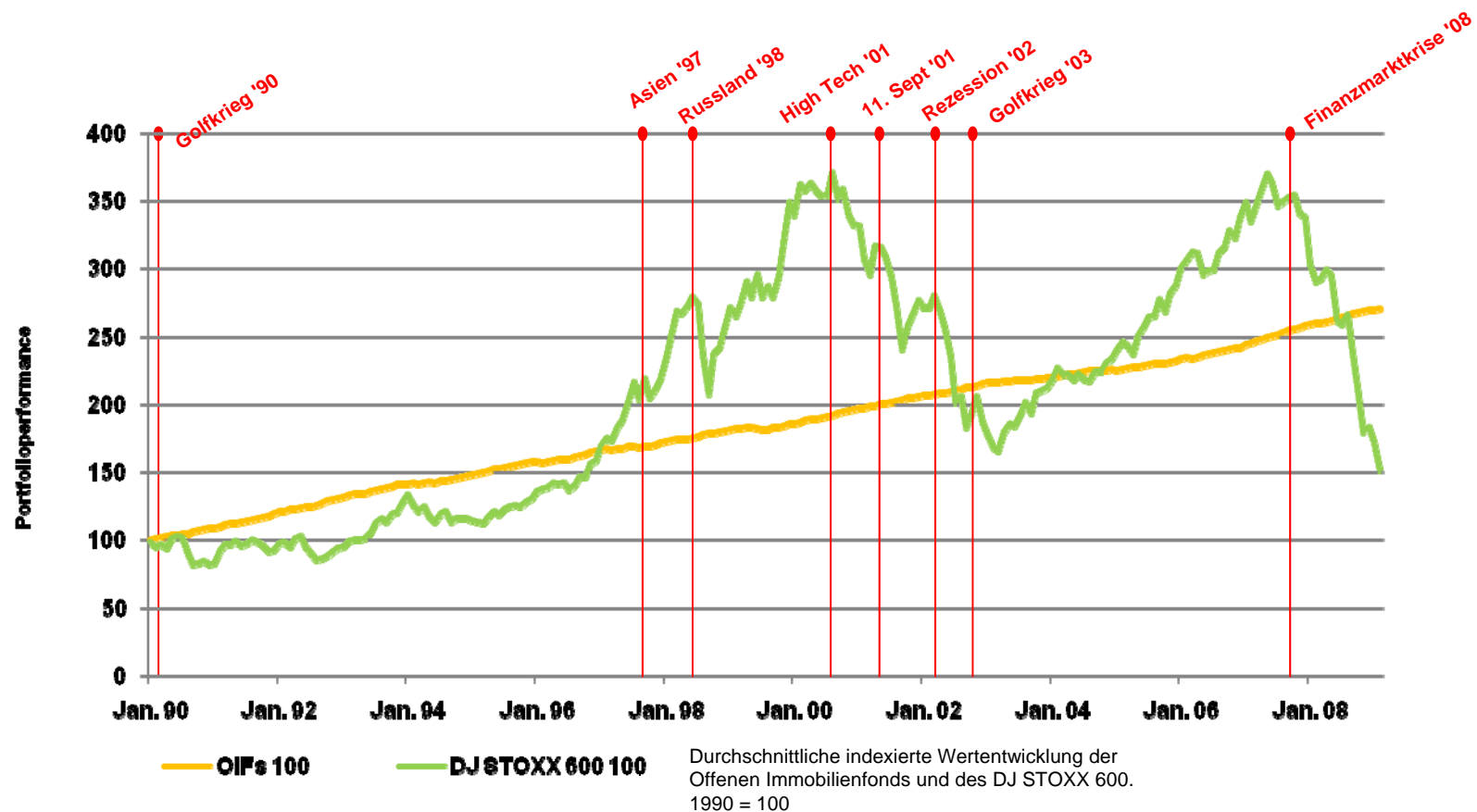
- Kritische Beurteilung der Renditen
- Wie kann das Liquiditätsrisiko grundsätzlich eingeschätzt werden?
- Ergebnisse unter Berücksichtigung der Finanzmarktkrise?

1. Einleitung und Zielsetzung
- 2. Renditen Offener Immobilienfonds**
3. Offene Immobilienfonds und Portfoliooptimierung
4. Liquiditätsanalyse Offener Immobilienfonds
5. Zusammenfassung der Ergebnisse

- Konstruktion eines repräsentativen Index aus allen beim BVI verzeichneten Offenen Immobilienfonds
- Untersuchungszeitraum: Februar 1991 bis Februar 2009
- Rohdaten (Monatsendpreise) enthalten alle Gebühren, die dem Sondervermögen direkt belastet werden (z.B. Managementgebühren)
- Reinvestition der Ausschüttungen (vor Steuerabzug)
- Berechnung verschiedener Subindizes:
 1. Für den Gesamtmarkt der untersuchten Offenen Immobilienfonds
 2. Für alle Anleger verfügbare Offenen Immobilienfonds
 3. Offene Immobilienfonds ohne Mindestanlage

Renditen Offener Immobilienfonds in Zeiten von Kapitalmarktkrisen

Wertentwicklung Offener Immobilienfonds und des Europäischen Aktienmarktes



→ Rendite Offener Immobilienfonds in allen „Aktienkrisen“ seit 1990 positiv

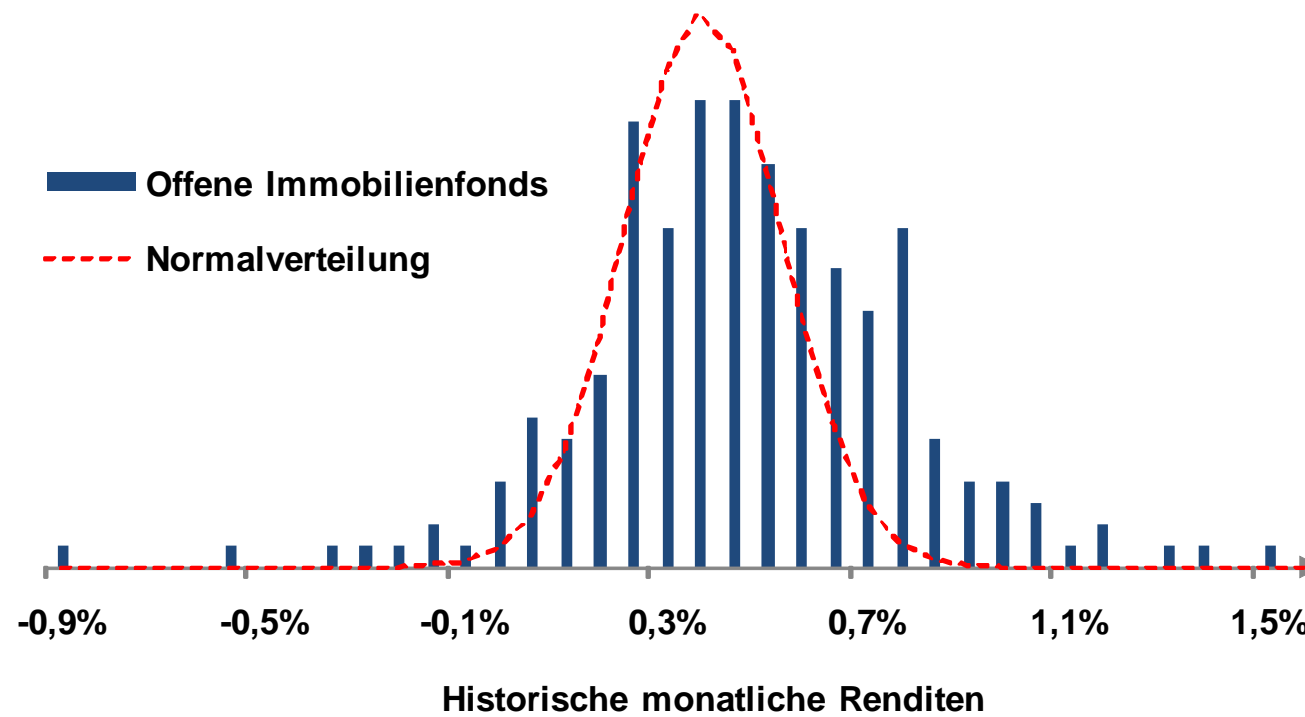
Renditeeigenschaften

Monatliche Renditeverteilung (Februar 1991 bis Februar 2009)

	OIF ohne Korrektur	OIF mit Korrektur	Stoxx 600	JPM Gov. Bonds EU	Geldmarkt	Hedgefonds
Mittelwert	0,42%	0,42%	0,28%	0,62%	0,36%	0,52%
Standardabweichung	0,21%	0,34%	4,95%	1,14%	0,17%	1,53%

→ Entglättung (Korrektur) führt zu deutlichem Anstieg des Risikos

OIF Renditeverteilung



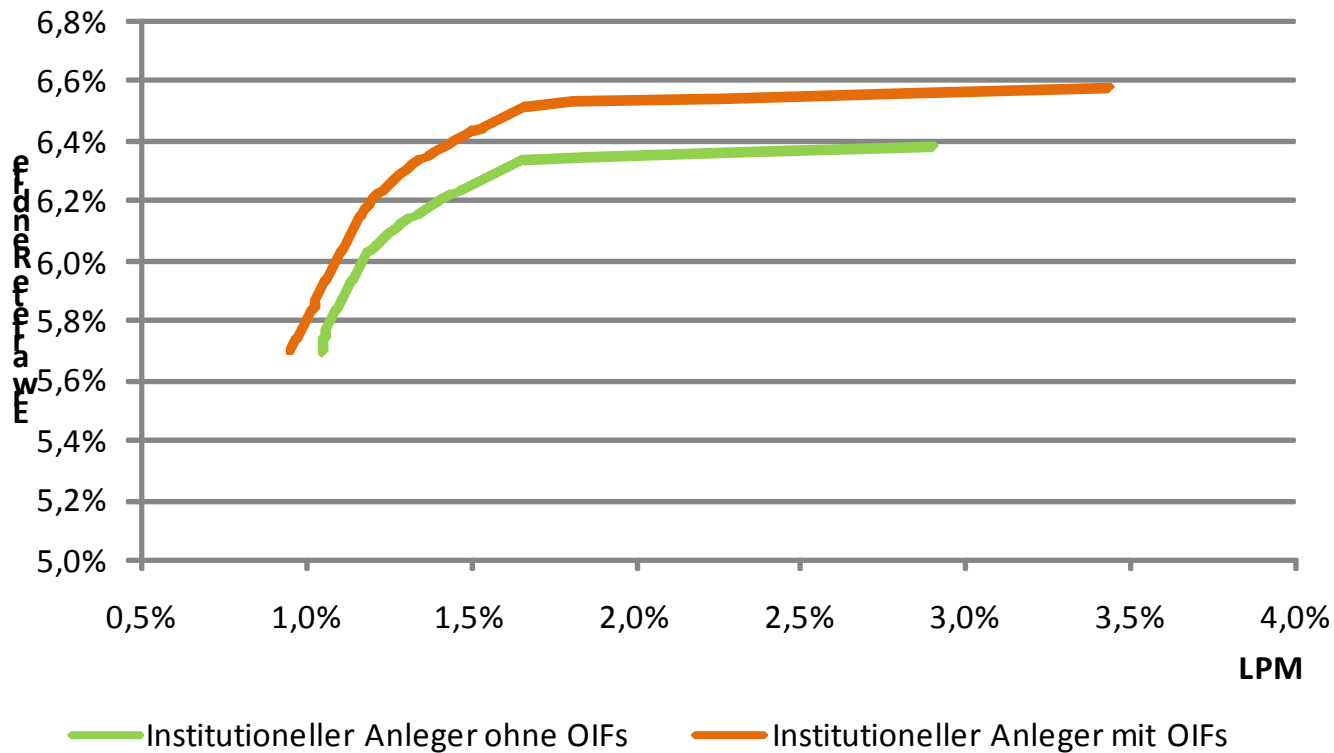
→ Renditen nicht normalverteilt

1. Einleitung und Zielsetzung
2. Renditen Offener Immobilienfonds
- 3. Offene Immobilienfonds und Portfoliooptimierung**
4. Liquiditätsanalyse Offener Immobilienfonds
5. Zusammenfassung der Ergebnisse

- **Minimiere das Portfoliorisiko: Downside-Risiko**
(Lower Partial Moment – LPM):

- Nebenbedingungen:
 1. Erreiche Zielrendite
 2. Investiere das gesamte Kapital
 3. Keine Leerverkäufe
 4. Einhaltung der Anlagegrenzen z.B. für Lebensversicherer

Effiziente Portfolios für institutionelle Investoren (nach LPM Optimierung)



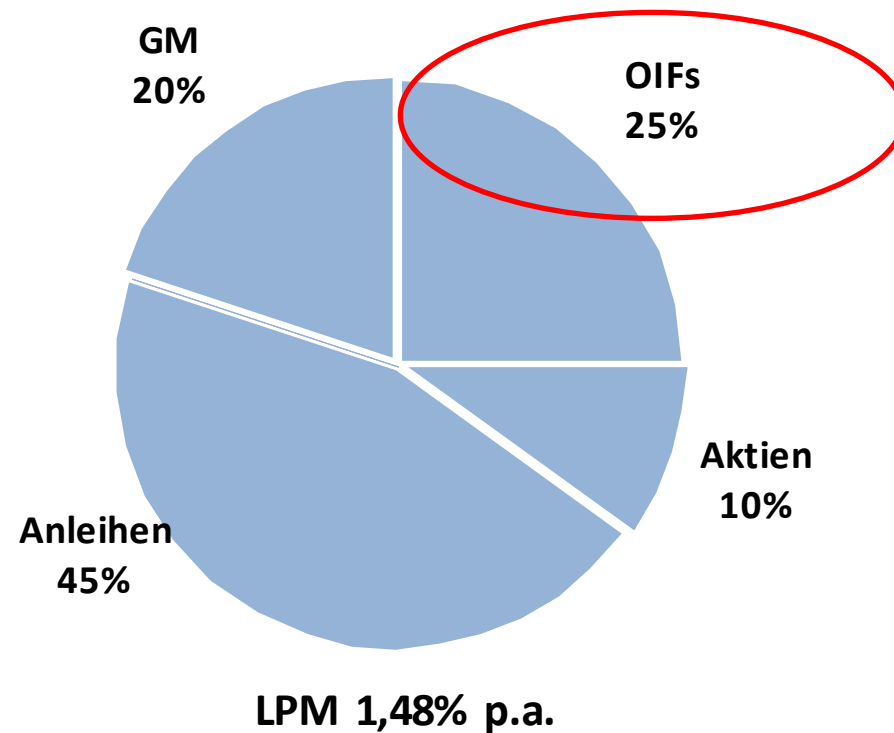
→ **Offenen Immobilienfonds stets mit der regulatorischen Höchstgrenze von 25% in den Portfolios**

Offene Immobilienfonds in privaten Portfolios

- Realistischer Optimierungsansatz für typische Portfolios deutscher Privatanleger (keine empfohlenen Idealportfolios):
 1. Privatinvestor mit „geringerem Risikoappetit“:
 - Aktien 10% bis 20%
 - Renten 45% bis 65%
 - Alternative Investments 0% bis 5%
 - Geldmarkt 20% bis 40%
 2. Privatinvestor mit „höherem Risikoappetit“:
 - Aktien von 15% bis 35%
 - Anleihen 35% bis 55%
 - Alternative Investments 10% bis 20%
 - Geldmarkt 5% bis 25%

Privatinvestor mit „geringerem Risikoappetit“

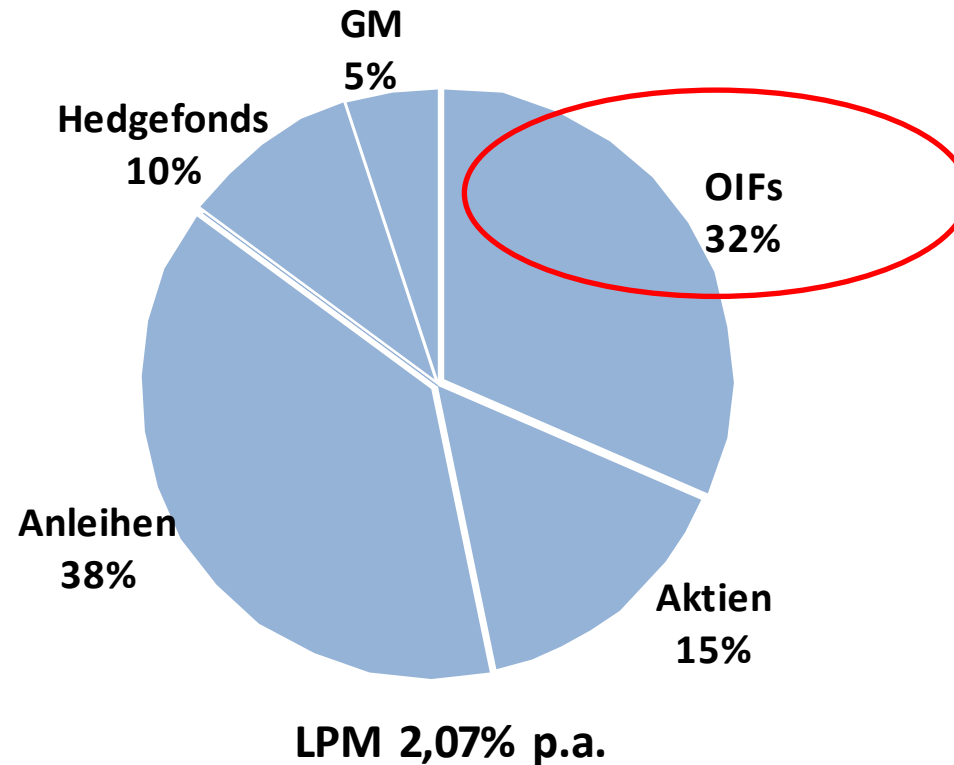
Privatinvestor mit geringer Risikoneigung mit OIFs



→ Senkung des Risikos p.a. von 2,01% auf 1,48% bei gleicher Rendite

Privatinvestor mit „höherem Risikoappetit“

Privatinvestor mit höherer Risikoneigung mit OIFs



→ Senkung des Risikos p.a. von 3,21% auf 2,07% bei gleicher Rendite

1. Einleitung und Zielsetzung
2. Renditen Offener Immobilienfonds
3. Offene Immobilienfonds und Portfoliooptimierung
- 4. Liquiditätsanalyse Offener Immobilienfonds**
5. Zusammenfassung der Ergebnisse

Vor der Finanzkrise....

- Verpflichtung zur täglichen Anteilsrücknahme bedingt Liquiditätsrisiko
- 3 vorübergehende Aussetzungen der Anteilsrücknahme
- Berechnung der „abnormalen Rendite“ [Buy-and-Hold-Abnormal Returns (BHAR)]:

Rendite des Fonds – Marktrendite in Untersuchungsperiode

Tabelle 7: Durchschnittliche Buy and Hold Abnormal Returns der temporär ausgesetzten OIFs

Ausgesetzte Fonds gesamt	BHAR
12 Monate vor der Aussetzung	2,18%
Während der Aussetzung	0,92%
12 Monate nach der Aussetzung	4,66%

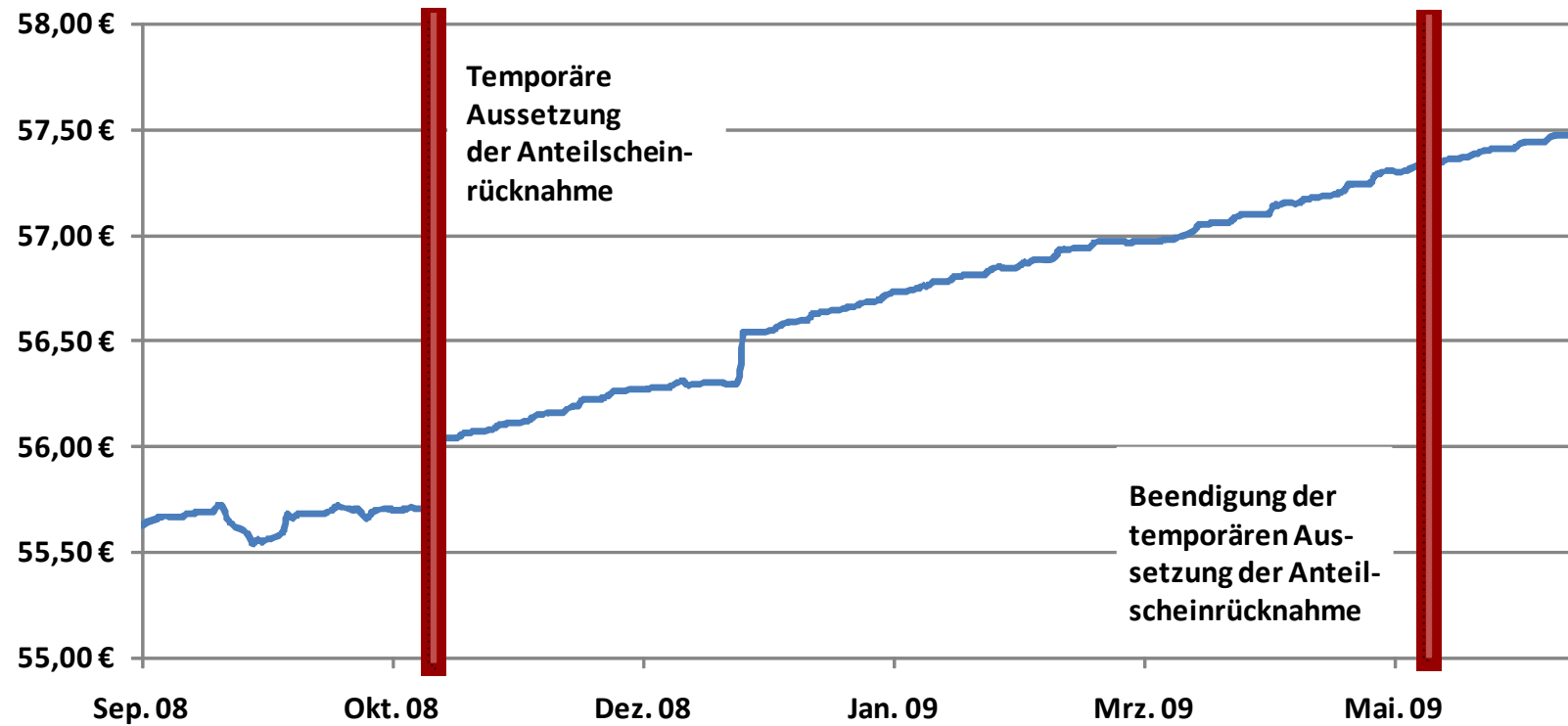
In der Finanzkrise.....

- 14 Offene Immobilienfonds mit Aussetzungen der Anteilrücknahme
 - 12-Monatsperformance dieser Fonds vor Aussetzung: 5,39%
 - 12-Monatsperformance des Markts: 5,21%

- Wiedereröffneten Offenen Immobilienfonds bislang mit positiven Renditen
 - **Beispiel:** SEB ImmoInvest mit Rendite von ca. 2,4%

- **Temporäre Aussetzung der Anteilsrücknahme als probates Mittel zum Schutz der Investoren vor Liquiditätsrisiken**

SEB Immoinvest



1. Einleitung und Zielsetzung
2. Renditen Offener Immobilienfonds
3. Offene Immobilienfonds und Portfoliooptimierung
4. Liquiditätsanalyse Offener Immobilienfonds
- 5. Zusammenfassung der Ergebnisse**

Zusammenfassung der Ergebnisse

Offene Immobilienfonds mit stetig positiven Renditen leisten einen wertvollen Beitrag zur Portfoliodiversifikation

- Ergebnisse auf Basis von historischen Daten abgeleitet für:
 - „entglättete“,
 - nicht-normalverteilte Renditen und
 - unter Berücksichtigung der Finanzmarktkrise
- Temporäre Aussetzungen der Anteilrücknahme bewirkten bislang keine negativen Renditen

Anhang

Indexbildung

Überblick über die in der Studie untersuchten Offenen Immobilienfonds

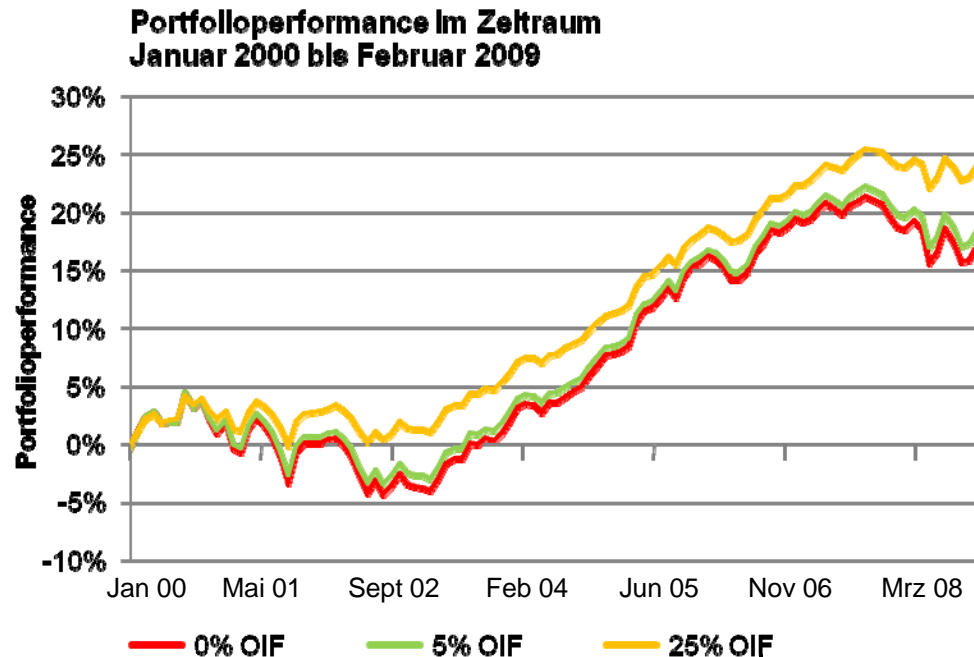
Jahr	Gesamtmarkt der berichtenden OIFs			Für alle Anleger verfügbare OIFs		OIFs ohne Mindestanlage	
	Anzahl	in Mio. €	Markt- abdeckung	Anzahl	in Mio. €	Anzahl	in Mio. €
1991	13	10.032	100%	12	10.032	12	10.032
1992	14	13.893	100%	13	13.563	13	13.563
1993	14	21.866	100%	13	21.492	13	21.492
1994	14	25.764	100%	12	25.226	12	25.226
1995	14	29.694	100%	12	29.084	12	29.084
1996	14	37.023	100%	12	36.347	12	36.347
1997	15	40.493	100%	13	39.735	13	39.735
1998	16	43.137	100%	14	42.305	14	42.305
1999	16	49.987	99%	14	49.104	14	49.104
2000	18	47.455	99%	16	46.535	16	46.535
2001	18	54.485	98%	16	54.337	16	54.337
2002	21	69.391	98%	19	69.242	19	69.242
2003	23	83.234	98%	21	83.086	20	81.799
2004	26	85.288	98%	24	84.985	23	83.145
2005	27	80.404	94%	25	80.081	23	77.982
2006	32	73.623	97%	29	72.230	25	69.630
2007	35	80.948	97%	30	78.900	26	75.840
2008	35	81.631	97%	30	79.140	26	75.565
2009*	35	82.144	96%	30	79.617	26	75.979

Diese Tabelle zeigt das Anlagevolumen und die Anzahl des Gesamtmarkts der untersuchten Offenen Immobilienfonds (OIFs), der für alle Anleger verfügbaren OIFs sowie der OIFs ohne Mindestanlagesumme. Die Daten stammen vom BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. Die Anzahl der am Markt agierenden OIFs unterscheidet sich von den untersuchten OIFs, da nur die beim BVI mit Angabe von KAG und Fondsname verzeichneten Offenen Immobilienfonds miteinbezogen wurden. Die Repräsentativität der untersuchten Fonds zum Markt der OIFs wird in der Spalte Markt-
abdeckung angegeben. Diese gibt Auskunft über das Verhältnis des OIF-Marktes im Verhältnis zum Gesamtmarkt der Untersuchten OIFs.

Das Anlagevolumen der OIFs wird auf Jahresendbasis berechnet.
Quelle: BVI; Stichtag: jeweils 31. Dezember;
*Stichtag: 28. Februar 2009

- **Robuste Ergebnisse bei Verwendung der verschiedenen Indizes**
- **Nachfolgend: Ergebnisse für kapitalgewichteten Index „Gesamtmarkt“**

Beimischung von OIFs zu einem Benchmarkportfolio im Zeitraum von Januar 2000 bis Februar 2009

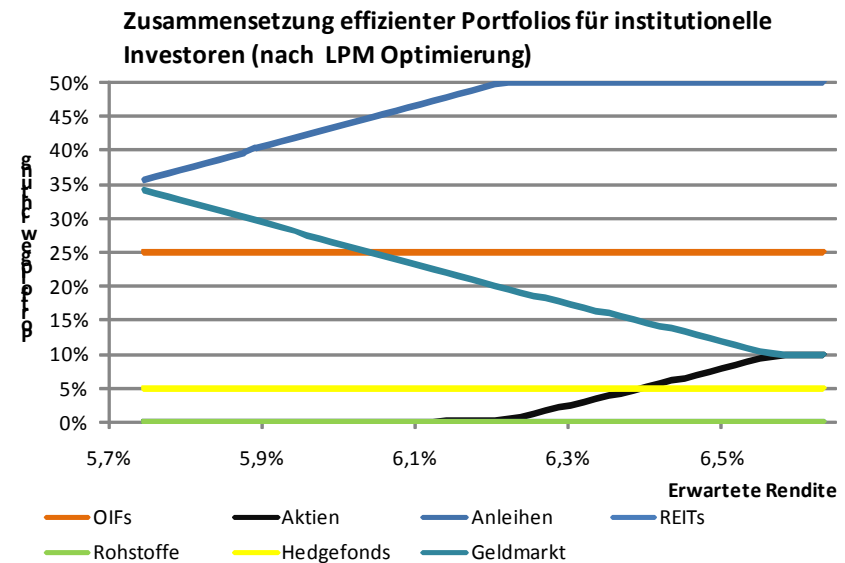
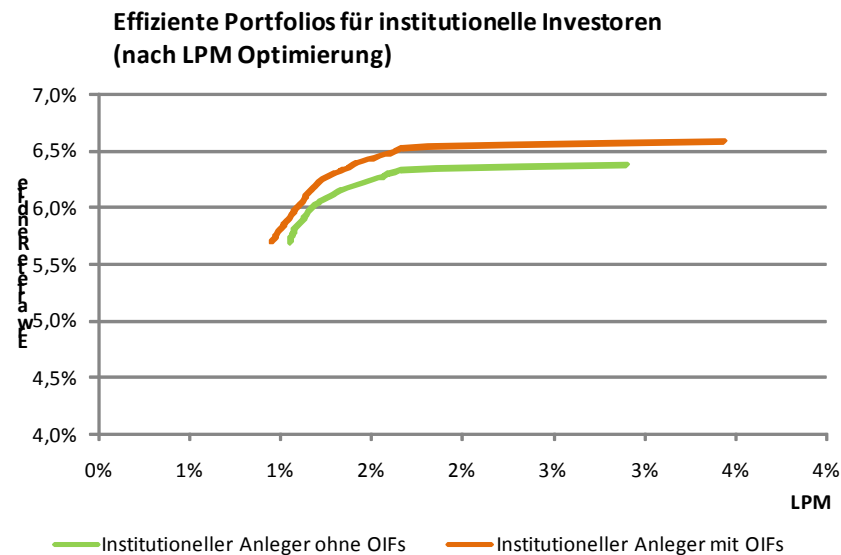


- Benchmarkportfolio: 1/3 Aktien, 1/3 Anleihen, 1/3 Geldmarkt
- Sukzessive Beimischung von OIFs (5%, 25%), gleichmäßige Reduktion der anderen Assetklassen

OIF = Offene Immobilienfonds. Das Benchmarkportfolio ohne Offene Immobilienfonds setzt sich aus 33,33 % Aktien, 33,33 % Anleihen und 33,33 % Geldmarkt zusammen. Der Anteil der Offenen Immobilienfonds wird sukzessive von 0 % bis auf 25 % erhöht. Für jede Erhöhung des Anteils an Offenen Immobilienfonds werden alle anderen Assetklassen um diesen Prozentsatz reduziert. **Kumulierte Renditen in %.**

- **Beimischung von OIFs erhöht die Gesamtrendite**
- **Diese Aussage gilt ebenfalls während der Finanzmarktkrise**

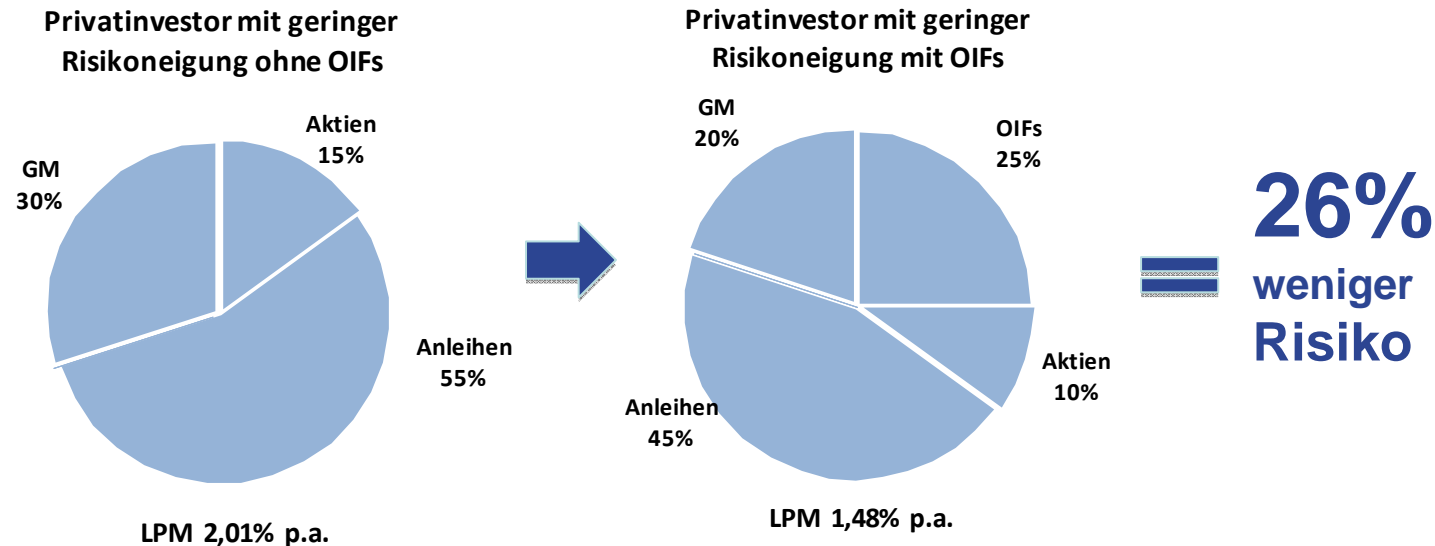
Offene Immobilienfonds in Portfolios institutioneller Investoren am Beispiel Lebensversicherers nach LPM unter Berücksichtigung der Finanzmarktkrise



Zusammensetzung des effizienten Portfolios in % nach LPM Optimierung bei einer vorgegebenen Zielrendite am Beispiel eines deutschen Lebensversicherers:

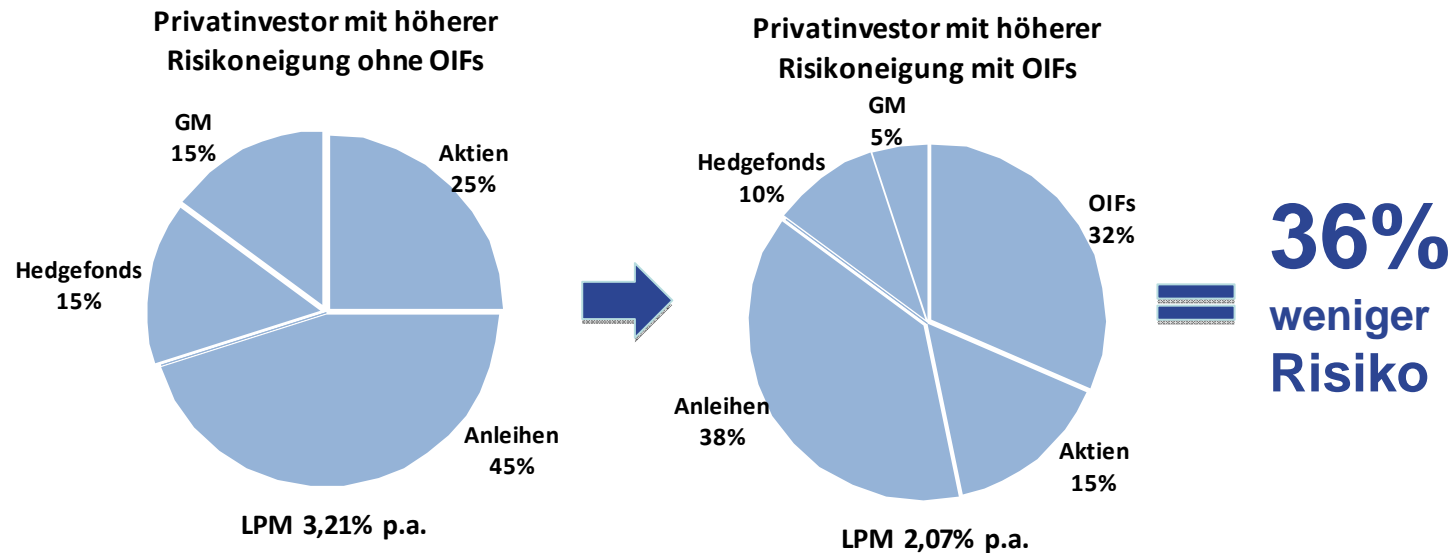
- Positive Verschiebung des effizienten Portfoliorands durch die Beimischung von Offenen Immobilienfonds
- Offenen Immobilienfonds stets mit der regulatorischen Höchstgrenze von 25% in den Portfolios vertreten
- Keine Veränderung durch Finanzmarktkrise

Risikoreduktionspotenzial durch OIF (LPM-Optimierung) in Portfolios privater Investoren



- **Privatinvestor mit geringer Risikoneigung:**
 - Senkung des LPMs p.a. von 2,01% auf 1,48% bei gleicher Rendite
 - Berücksichtigung der Finanzmarktkrise führt zu Erhöhung des OIF-Anteils von 22% auf 25%

Risikoreduktionspotenzial durch OIF (LPM-Optimierung) in Portfolios privater Investoren



- **Privatinvestor mit höherer Risikoneigung:**
 - Senkung des LPMs p.a. von 3,21% auf 2,07% bei gleicher Rendite
 - Berücksichtigung der Finanzmarktkrise führt zu Erhöhung des OIF-Anteils von 26% auf 32%