

# Das duale 4-Quadranten-Modell – ein neuer Ansatz

Andreas Loepfe

**Wegen der individuellen Objektmerkmale haben Immobilien und deren Verwalter lange Zeit einen Sonderstatus im Portfoliomanagement der Investoren beansprucht. Mit der Professionalisierung der Assetklasse und der Zunahme von indirekten Immobilieninvestitionen ist diese Sonderstellung allerdings nur noch schwerlich zu rechtfertigen, meint zumindest der Autor. Um Immobilieninvestitionen mit anderen Kapitalanlagen innerhalb eines Portfolios konsistent bewerten und vergleichen zu können, entwickelte die schweizerische Curem das duale 4-Quadranten-Modell, dessen Funktion im Folgenden nur kurz vorgestellt wird. (Red.)**

Mit dem dualen 4-Quadranten-Modell möchte Curem\*) Investoren und Portfoliomanagern ein Instrument zur Verfügung stellen, das ihnen angesichts der zunehmenden Diversifizierung der Investmentprodukte die Allokationsentscheidungen und das Investment-Controlling erleichtert und zugleich die Aufdeckung von Marktineffizienzen ermöglicht. Traditionell beschränken sich institutionelle Investoren in Europa bei Ihren Immobilieninvestments auf Direktinvestitionen oder die Beteiligung an notierten Immobiliengesellschaften.

## Unterscheidung der Assetklassen im einfachen Modell

In den USA hingegen spielen seit längerer Zeit auch kreditbasierte Anlagevehikel (zum Beispiel Commercial Mortgage Backed Securities – CMBS) im Immobilieninvestment eine vergleichsweise größere Rolle. Seit Beginn der neunziger Jahre wird daher in den USA das sogenannte 4-Quadranten-Modell auch auf das Immobilieninvestment angewendet, um die Komplexität der Anlage- und Managemententscheidungen durch die Verdeutlichung der Interdependenzen zwischen den einzelnen Vehikeln zu reduzieren.

Die Grundidee des 4-Quadranten-Modells ist sehr einfach. Die Vielzahl von Investmentmöglichkeiten, die institutionellen Investoren und Portfoliomanagern zur Verfügung stehen, lassen sich in vier Assetklassen einteilen, die sich nach der Unterscheidung zwischen Eigen- und Fremdkapital sowie notiert oder nicht notiert klassifizieren lassen. Der analytische Schwerpunkt liegt nicht nur wie traditionell auf der Be-

trachtung der Assets innerhalb der einzelnen Quadranten, sondern der Interdependenzen zwischen allen Quadranten. Eine gesamthafte Portfoliobetrachtung hat für Portfoliomanager den Vorteil, nicht nur innerhalb der einzelnen Assetklassen die optimalen Anlageentscheidungen bezüglich risikoadjustierter Renditen zu treffen, sondern für das gesamte Portfolio.

Im Immobilieninvestment hingegen dominiert häufig die objektbezogene Betrachtung. Begründet wird dieser Zustand oft mit der Einzigartigkeit jeder Immobilie, die sich nicht nach den schon klassischen Methoden und Theorien des Portfoliomanagements bewerten lasse. Angesichts sinkender Immobilienrenditen und knappen Anlagemöglichkeiten sind Investoren zunehmend auf der Suche nach neuen und möglichst auch liquiden Anlagen. In der Folge hat sich das Angebot an immobilienbezogenen Investmentmöglichkeiten unter anderem aufgrund des Trends zur Verbriefung (wie zum Beispiel CMBS) und der Durchsetzung von REITs sowie von Private-Equity-Strukturen auch in Europa enorm ausdifferenziert.

Die Verwendung des 4-Quadranten-Modells als Analysetool kann daher auch von großem Nutzen für institutionelle Investoren sein, hat aber den Nachteil einer ausschließlichen Fokussierung auf Immobilien. Zur Überwindung dieser

Schwäche hat Curem das duale 4-Quadranten-Modell weiterentwickelt. Dieses soll Investoren und Portfoliomanagern eine integrierte Perspektive und Analyse von immobilienbezogenen Investments aus den unterschiedlichen Bereichen des Investmentuniversums ermöglichen. Anlagen in Immobilien können damit systematischer als bisher in den einzelnen Quadranten, aber auch im Rahmen einer Gesamtimmobilien- und Gesamtportfoliobetrachtung (im Vergleich zu anderen Assets wie Aktien und Obligationen) analysiert werden.

## Doppelte Zielorientierung im neuen Ansatz

Der Hauptgedanke des dualen 4-Quadranten-Modells ist der doppelte zielorientierte Vergleich einzelner immobilienbezogener Assets nach Effizienzkriterien der Portfoliotheorie. So können zum Beispiel Investitionen in notierte REITs sowohl mit immobilienbezogenen Assets in anderen Quadranten als auch mit anderen nichtimmobilienbezogenen Assets aus dem Bereich des Public Equity (Aktien) verglichen werden. Ein wesentlicher Vorteil dieser Vorgehensweise ist die konsistente Bewertung von Assets über das gesamte Portfolio hinweg.

Vor allem das Immobilieninvestment kann von dem dualen 4-Quadranten-Modell profitieren. Traditionell verwenden Credit- und Equity-Analysten unterschiedliche Bewertungsmethoden. Der Wert einer bestimmten Immobilienanlage kann daher aufgrund der bei unterschiedlichen Spezialistengruppen differierenden Methoden variieren. Das duale 4-Quadranten-Modell beginnt hingegen mit der Analyse der erwarteten Zahlungsströme der Immobilien und ermittelt darauf aufbauend die Preise der daraus abgeleiteten Anlageinstrumente. Eine konsistente Bewertung der Immobilien und damit auch eine bessere Vergleichbarkeit zu anderen Assets sowie die Identifikation von Arbitragemöglichkeiten werden damit begünstigt.

### Der Autor

**Andreas Loepfe** ist Verwaltungsratspräsident von CUREM Center for Urban & Real Estate Management, Zürich.

\*) Curem bietet als privatwirtschaftlich organisierte Immobilien Business School den einzigen in der Schweiz von der Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) akkreditierten Lehrgang zum Master of Science in Real Estate an.

Abbildung 1: Das allgemeine 4-Quadranten-Modell

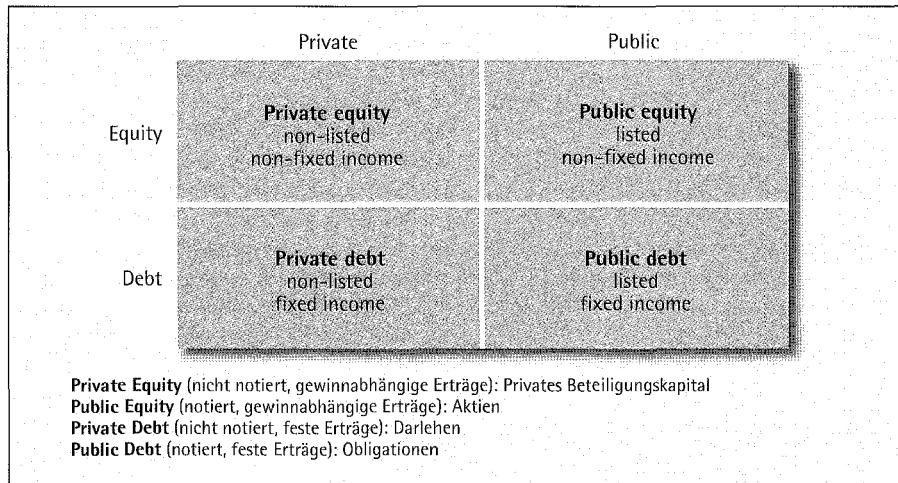


Abbildung 2: Das 4-Quadranten-Modell für Immobilieninvestments

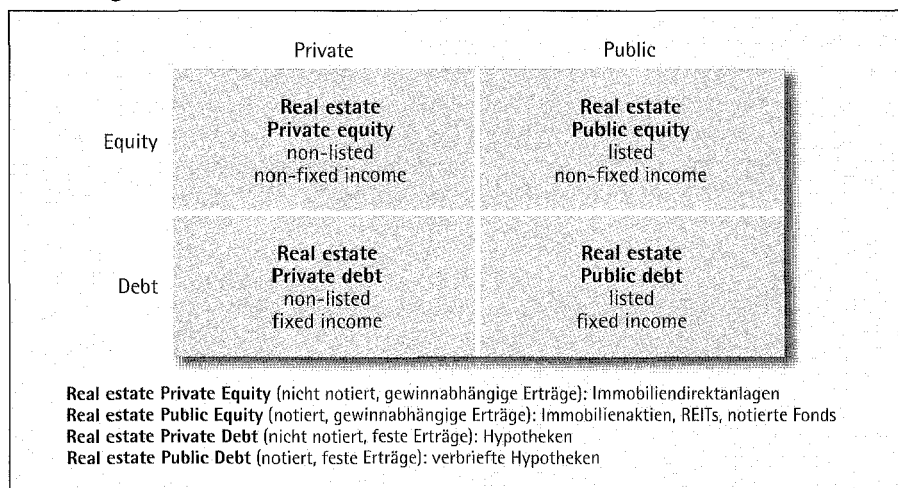
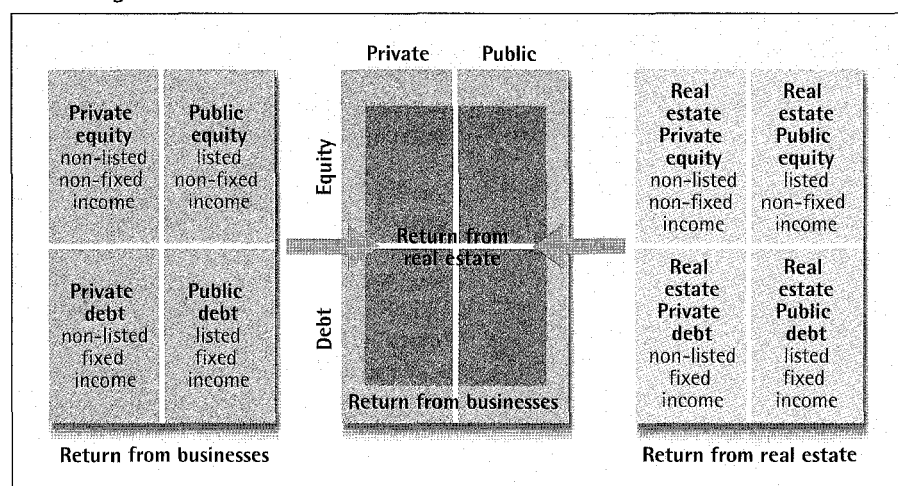
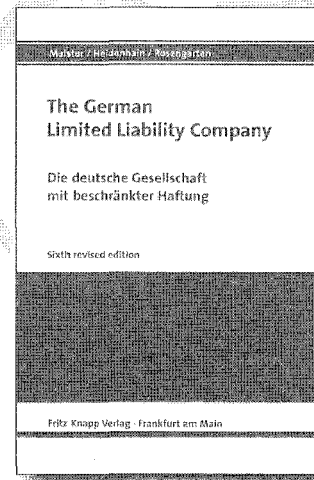


Abbildung 3: Das duale 4-Quadranten-Modell



### Deutsches Recht international verständlich



#### The German Limited Liability Company/Die deutsche Gesellschaft mit beschränkter Haftung

Von Dr. Burkhardt W. Meister, Dr. Martin H. Heidenhain und Dr. Joachim Rosengarten.  
 6., überarb. und aktual. Aufl. 2005.  
 320 Seiten, gebunden, 68,00 Euro.  
 ISBN 978-3-8314-2952-3.

Alles Wissenswerte über die Gründung, Führung und rechtliche Struktur einer GmbH: von den Geschäftsanteilen über die Kapitalaufbringung, Bestellung und Abberufung der Geschäftsführer sowie deren Rechte und Pflichten bis hin zum Aufsichtsrat. Die detaillierte Einführung in das GmbH-Recht in englischer Sprache erleichtert internationalen Unternehmen und ihren Beratern den Zugang zu diesem wichtigsten Bereich des deutschen Gesellschaftsrechts.

Der deutsch/englische Gesetzestext ist synoptisch angeordnet. Ein umfangreicher zweisprachiger Anhang mit vielen Praxisbeispielen enthält unter anderem das Muster eines Gesellschaftsvertrages und sonstiger Gründungsdokumente einer GmbH, die Gliederung der Bilanz und der Gewinn- und Verlustrechnung.

**Fritz Knapp Verlag**  
 Postfach 11 11 51 | 60046 Frankfurt  
 Telefon (069) 97 08 33-21  
 Telefax (069) 707 84 00  
 E-Mail: [vertrieb@kreditwesen.de](mailto:vertrieb@kreditwesen.de)  
[www.kreditwesen.de](http://www.kreditwesen.de)