

Immobilien-Portfoliomanagement



Pascal R. Bersier
Geschäftsverantwortlicher Brevalia AG

Inhalt

1. Definition Portfoliomanagement	4
2. Abgrenzung zum Assetmanagement.....	5
3. Grundgedanken zum Portfoliomanagement	5
4. Grundlage zur Portfoliotheorie	6
5. Grundwerte des Portfoliomanagement	8
5.1 Liquidität.....	8
5.2 Rendite.....	9
5.2.1 Beispiel	9
5.3 Risiko	10
5.3.1 Komponenten von Risiko.....	12
5.3.2 Vom Risiko eines Assets zum Portfolio-Risiko	13
5.4 Korrelation	13
5.5 Diversifikation.....	14
5.5.1 Effiziente Portfolios.....	14
5.5.2 Beispiel	14
6. Zusammenfassung.....	15

1. Definition Portfoliomanagement

Der steigende Druck und die Veränderung des Wettbewerbes innerhalb der und über die Branchengrenzen hinaus, der Fokus auf das Kerngeschäft und die meist langfristige Mittelbindung von Immobilieninvestitionen haben zu einem Wandel in der Betrachtung von Immobilienportfolios geführt. Betriebsnotwendige und nicht betriebsnotwendige Immobilien werden entwickelt, in innovative Finanzstrukturen gepackt oder am Immobilien- und Kapitalmarkt platziert. Seit Jahren verstärkt sich der Trend, dass Immobilien nicht einfach als vorhanden und zum langfristigen Halten gedacht sind, sondern zusammen mit allen anderen Vermögenswerten wie Aktien, Obligationen, Alternativen Anlagen etc. als Anlageinstrument betrachtet, analysiert und gemanagt werden. Sie werden immer stärker zu einem integrierten Bestandteil der privaten oder institutionellen Vermögensverwaltung, was dazu führt, dass die Analyse- und Verwaltung von Immobilien nach denselben Ansätzen wie bei klassischen Anlageinstrumenten gemacht werden muss.

Innovationen und wissenschaftliche Fortschritte haben zu einer Professionalisierung im Bereich der Immobilienanlagen geführt. So helfen leistungsstarke Datenbanken sowie Software-Lösungen mit einer grossen Menge an Daten umzugehen, diese sinnvoll zu strukturieren und für die zukünftige Optimierung zu nutzen. Zudem kann damit zeitnah auf Entwicklungen am Markt reagiert werden und mit innovativen Modellen und Methoden eine quantitative Optimierung von umfangreichen Portfolios, in denen Immobilien das Haupt- oder ein Teilelement darstellen, erreicht werden. Nicht zuletzt hat die Möglichkeit, weltweit in Immobilien investieren zu können die Frage aufgeworfen, wie ein Portfolio, welches aus unterschiedlichen Immobilienanlagen besteht, optimal strukturiert werden kann.

Im Bereich des Portfoliomanagements, gehen wir bei einem Portfolio von einem Zusammenfassen von diversen Vermögensgegenständen (Assets) aus. Der Begriff Vermögensgegenstände (Assets) wird bewusst sehr weit gefasst, da ein Portfolio aus einer Vielzahl verschiedener Arten von Assets bestehen kann. Bedingt durch das begrenzte für Anlagen zur Verfügung stehende Kapital, muss aktiv eine Auswahl getroffen werden, welche Assets im Portfolio enthalten sein sollen. Ziel ist es, dass sich die verschiedenen Vermögenswerte bzw. auch Arten der Assets innerhalb des Portfolios gegenseitig komplementieren, sprich unterschiedliche Eigenschaften aufweisen. Auf die Gründe dafür wird später im Verlauf dieses Dokuments eingegangen.

Basierend auf der Kapitalmarkttheorie und der Planungslehre wird der Begriff Immobilien-Portfoliomanagement wie folgt definiert: Immobilien-Portfoliomanagement ist ein komplexer, kontinuierlicher und systematischer Prozess der Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienbeständen, der die Transparenz für den Immobilieneigentümer bzw. -investor erhöhen soll, um eine Ausgewogenheit zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von

Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das gesamte Immobilienportfolio herzustellen.¹

2. Abgrenzung zum Assetmanagement

Die beiden Begriffe „Immobilien-Portfoliomanagement“ und „Immobilien-Assetmanagement“ werden oft als Synonyme verwendet, obwohl sie inhaltlich klar voneinander getrennt werden können und auch sollten. Die beiden Begriffe lassen sich wie folgt sauber trennen:

Portfoliomanagement ist dem Assetmanagement übergeordnet und hat in seiner Grundaufgabe die Optimierung von Rendite und Risiko des gesamten, zu verwaltenden Vermögens zum Ziel. Damit besteht die Kernaufgabe des Portfoliomanagement in der Definition, Entwicklung, Fixierung und Umsetzung von Portfolio- und Immobilienstrategien. So steht das Portfoliomanagement für die Struktur und Beziehung im Portfolio, also für die strategische Gesamtsicht.

Assetmanagement umfasst hingegen die Auswahl und die Optimierung der Immobilien als Vermögenswerte und beschäftigt sich demnach mit den einzelnen Assets (in unserem Kontext mit einzelnen Immobilien oder Immobilien-Sub-Portfolios). Das operative Assetmanagement stellt denn auch das Bindeglied zum Property Management dar, welches die einzelnen Objekte betreut und optimiert.

3. Grundgedanken zum Portfoliomanagement

Das heutige Portfoliomanagement ist unabhängig von den darin betreuten Vermögenswerten (Assets) sehr stark von der von Harry M. Markowitz entwickelten „Modernen Portfolio Theorie MPT“ geprägt. Das Portfolio-Selection-Modell² welches in den 50er Jahren von Harry M. Markowitz entwickelt wurde und 1990 den Nobelpreis erhielt, stellt nach wie vor die Grundlage des Portfoliomanagements dar. Markowitz beobachtete, dass risikoaverse Investoren ihre Anlagen auf verschiedene Vermögenswerte verteilen, obwohl sie damit die höchste Renditeerwartung von einem Vermögenswert mit der niedrigsten Renditeerwartung eines anderen vermischen. Aufgrund dieser Beobachtung stellt er fest, dass nicht alleine die Renditeerwartung ausschlaggebend für die Anlageentscheidung ist, sondern dass eine weitere Zielgrösse eine bedeutende Rolle spielen muss. Diese zweite Zielgrösse stellt das Risiko dar. Er zeigte auf Basis von mathematisch/statistischer Kennzahlen auf, wie sich sogenannte effiziente Portfolios bestimmen lassen. Durch die Mischung unterschiedlicher Vermögenswerte soll das ganze Portfoliorisiko gesenkt und in einem optimalen Verhältnis zur entstehenden Portfoliorendite gestellt werden. Damit ist das Ziel des

¹ Vgl. Wellner K (2003) Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S35

² Portfolio Selection, Die Grundlage der optimalen Portfolio-Auswahl

Portfoliomanagements, Portfolios zu kreieren, welche bei einer bestimmten Zielrendite ein möglichst kleines Risiko mit sich bringen oder bei einem definierten Zielrisiko, eine möglichst grosse Rendite.

Zitat Harry M. Markowitz:

Ein gutes Portfolio ist mehr als eine lange Liste von Wertpapieren. Es ist eine ausbalancierte Einheit, die dem Investor gleichermassen Chancen und Absicherung unter einer Vielzahl von möglichen Entwicklungen bietet. Der Anleger sollte daher auf ein integriertes Portfolio hinarbeiten, das seinen individuellen Erfordernissen Rechnung trägt.

4. Grundlage zur Portfoliotheorie

Die Portfoliotheorie basiert auf der Erkenntnis, dass im Wirtschaftsleben eine höhere Rendite nur durch ein höheres Risiko erzielt werden kann. Damit besteht zwischen der Rendite und dem Risiko ein direkter Zusammenhang. Der dritte Eckwert stellt die Liquidität von einem Vermögenswert dar.

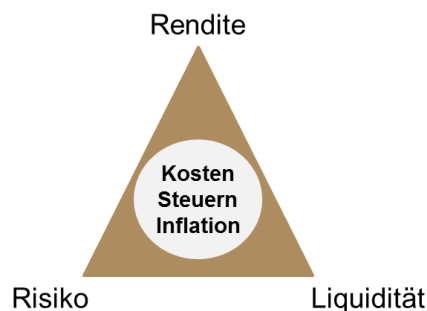


Abbildung 1: Spannungsfeld der Geldanlage

Vermögenswerte oder Geldanlagen, zeichnen sich somit stets durch eine individuelle Gestaltung von Rendite-, Risiko- und Liquiditätseigenschaften aus. Diese drei Gestaltungsparameter stehen in einem komplexen Wirkungsverhältnis zueinander und können nie alle gleichzeitig maximiert werden. Sprich, wer eine hohe Verfügbarkeit (Liquidität) haben will, muss dabei auf einen Teil der Rendite verzichten und reduziert damit auch das Risiko.

Wie Markowitz in seiner Arbeit 1952 beschrieb (Zitat oben) ist ein Portfolio nicht einfach eine Liste von vielen, einzelnen Vermögenswerten, sondern ein aufeinander abgestimmtes Zusammenspiel der besten Kombinationen aus vielen möglichen Kombinationen. Dabei hat Markowitz aufgezeigt, dass sich die einzelnen Vermögenswerte gegenseitig beeinflussen. Jedoch beeinflusst nicht jeder Vermögenswert den anderen gleich stark, was in der Korrelation zwischen zweier

Vermögenswerten ausgedrückt wird. So wird das Spannungsfeld der Geldanlage (Abbildung 1) im Portfoliomanagement zum Spannungsfeld des Portfoliomanagements (Abbildung 2) erweitert.

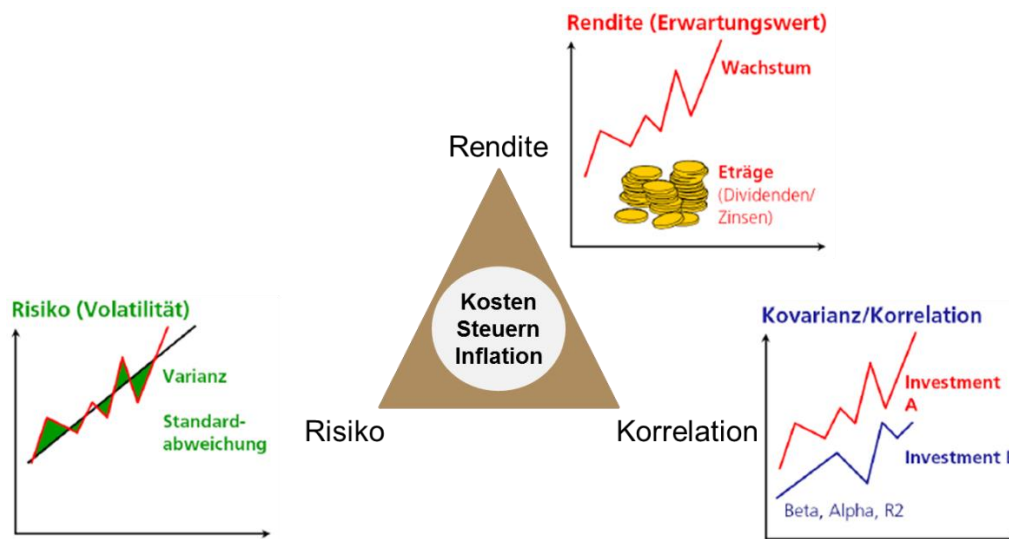


Abbildung 2: Spannungsfeld des Portfoliomanagement

Das Ziel einer Portfoliobildung liegt daher im Allgemeinen darin, die Rendite und das Risiko aller Vermögenswerte zu analysieren, zu vergleichen und so zu kombinieren, dass ein optimiertes Portfolio entsteht. Die Ausgestaltung des Portfolios orientiert sich dabei an den Bedürfnissen und Vorgaben des Anlegers und berücksichtigt unter anderem die folgenden Punkte:

- Wie lange soll das Geld investiert sein?
- Wie schnell muss das Geld gegebenenfalls liquidierbar sein?
- Wie viel und welches Risiko will der Investor eingehen?
- Welche finanziellen Verpflichtungen hat der Investor?
- Wie hoch ist der Einkommensbedarf aus den Vermögenswerten?

Dank der Entdeckung von Markowitz, dass durch eine gute Auswahl ein Portfolio aus mehreren Vermögenswerten geschaffen werden kann, welches ein tieferes Risiko als die Summe seiner Einzelrisiken hat, können wir nun umfangreiche Optimierungen vornehmen. Dies resultiert aus der Tatsache, dass sich Renditen von unterschiedlichen Vermögenswerten nicht zwangsläufig gleich verhalten, sondern dass sie auf ökonomische oder allgemein externe Entwicklungen unterschiedlich reagieren (Korrelation). Hat zum Beispiel die Zinserhöhung auf die Branche A einen positiven Einfluss, so kann dies auf die Branche B einen negativen Effekt haben. Damit können die Verluste auf Vermögenswerten der Branche B mit Gewinnen auf den Vermögenswerten der Branche A (teilweise oder übermässig) kompensiert werden. Somit stellt das Ziel der Portfoliotheorie und damit das Ziel des Portfoliomanagements die Konstruktion von optimierten, effizienten Portfolios dar. Von effizienten Portfolios wird dann gesprochen, wenn durch eine

andersartige Kombination der Vermögenswerte des Portfolios kein Portfolio erstellt werden kann, das

- bei gleichem Risiko eine höhere Rendite ausweist, oder
- bei gleicher Rendite ein tieferes Risiko ausweist.

5. Grundwerte des Portfoliomanagement

Um Portfoliomanagement betreiben zu können benötigen wir eine Vielzahl an Informationen und Daten über sämtliche Vermögenswerte (Assets) welche uns zur Investition zur Verfügung stehen. Wie oben gesehen, wird jeder Vermögenswert über die Eckwerte (Renditeerwartung, Risiko und Liquidität) definiert. Zudem beeinflussen sich zwei Vermögenswerte auf Portfolioebene gegenseitig, was in der Korrelation ausgedrückt wird. Im Folgenden sollen nun die einzelnen Eckwerte erarbeitet werden.

5.1 Liquidität

Unter dem Begriff der Liquidität wird im Portfoliomanagement der Zeitraum bezeichnet, in welchem ein Asset „Liquidiert“ oder verkauft werden kann. Diese Liquidität ist in den verschiedenen Assets sehr unterschiedlich und nicht immer genau zu quantifizieren. Einerseits ist diese abhängig von der Art bzw. den Eigenschaften von dem Asset sowie von dessen Grösse. Immobilien gelten grundsätzlich als illiquide Assets. Jedoch ist eine Eigentumswohnung von CHF 1 Mio. in Zürich deutlich liquider als ein Gewerbehaus von CHF 120 Mio. in Thun. Andererseits ist die Liquidität auch abhängig von organisatorischen Faktoren, so zum Beispiel ob ein geregelter Marktplatz Käufer und Verkäufer in einer möglichst effizienten Form zusammenbringt oder nicht. So haben börsenkotierte Assets (Aktien von grossen Firmen) eine sehr hohe Liquidität wodurch auch sehr grosse Aktienpakete innert Sekunden den Besitzer wechseln können.

Ist jedoch das Asset (Immobilie) illiquide, so hilft es in der Regel nur wenig, wenn diese sind einer AG oder einem Fonds verpackt wird, denn alleine mit einem neuen Anlagegefäss wird der Vermögenswert nicht liquide. Dazu benötigt es deutlich weiterreichende Massnahmen und jemanden, welcher „Liquidität“ in dem Titel (Anlagegefäss) stellt. Typischerweise tun dies die Assetmanagement Abteilungen von Banken, wenn diese Immobilienfonds an ihre Kunden verkaufen wollen. Denn, sollten die Anteile nicht täglich oder wenigstens monatlich zurückgegeben werden können, so werden Privatpersonen die Anteile kaum kaufen.

5.2 Rendite

Die Rendite kann in einer Vielzahl von Kennzahlen ausgedrückt werden. In unserer grundlegenden Definition ist die Rendite das Ergebnis über einen bestimmten Zeitraum. Dieses Ergebnis besteht aus einer Wertveränderung des Vermögenswertes (positiv, null oder negativ) sowie aus einem Ertrag/Ausschüttung (positiv oder null). Die Summe beider Einzelteile abzüglich allfälliger Kosten stellt die Rendite über den definierten Zeitraum dar.

Nun gibt es eine Vielzahl von Abwandlungen und Teilkennzahlen von Renditen. Als Beispiele können Brutto-, Netto-, Nominal-, Real-, Perioden-, Gesamt-, Preis-, Gesamtrendite und einige mehr genannt werden.

Perioden- oder Gesamtrendite ohne Ausschüttungen

$$\frac{\text{Endwert}}{\text{Anfangswert}} - 1 \quad \text{oder} \quad \frac{\text{Preisveränderung}}{\text{Anfangswert}} - 1$$

Perioden- oder Gesamtrendite mit Ausschüttungen

$$\frac{\text{Endwert} + \text{Ausschüttungen}}{\text{Anfangswert}} - 1 \quad \text{oder} \quad \frac{\text{Preisveränderung} + \text{Ausschüttungen}}{\text{Anfangswert}} - 1$$

Abbildung 3: Renditeberechnungen mit und ohne Ausschüttung

Wird nun wie im Portfoliomanagement üblich, nicht ein einziges Asset sondern ein ganzes Portfolio (welches aus diversen einzelnen Assets besteht) betrachtet, so stellt sich die Herausforderung, was denn die Rendite des gesamten Portfolios ist.

Die Portfoliorendite entspricht dem gewichteten Durchschnitt der Rendite der einzelnen Assets im Portfolio.

5.2.1 Beispiel

Objekt	Wert	Gewichtung	Rendite
Immobilie A	3'500'000.-	35%	5.10%
Immobilie B	2'900'000.-	29%	4.85%
Immobilie C	3'600'000.-	36%	6.25%
Total	10'000'000.-	100%	5.44%

Rendite Immobilie A * Gewichtung Immobilie A
 + Rendite Immobilie B * Gewichtung Immobilie B
 + Rendite Immobilie C * Gewichtung Immobilie C
 = Durchschnittsrendite oder Rendite Immobilien Portfolio

$$5.10\% * 0.35 + 4.85\% * 0.29 + 6.25\% * 0.36 = 5.44\%$$

5.3 Risiko

Deutlich schwieriger als die Bestimmung der Liquidität und der Rendite ist es, das Risiko einer Anlage herauszufinden. Zwar ist dies mathematisch nicht besonders kompliziert - in seiner Arbeit hat Harry M. Markowitz bereits in den 50er Jahren eine genaue Anleitung dazu vorgelegt- jedoch stellt das zur Berechnung notwendige Datenmaterial eine teilweise enorme Herausforderung dar.

Unter dem Begriff des Risikos werden im Rahmen des Portfoliomanagements Abweichungen der tatsächlich erzielten Rendite gegenüber der erwarteten Rendite bezeichnet. Damit stellt das Risiko die Gefahr oder die Chance dar, in Zukunft eine erwartete Rendite zu über- oder untertreffen.

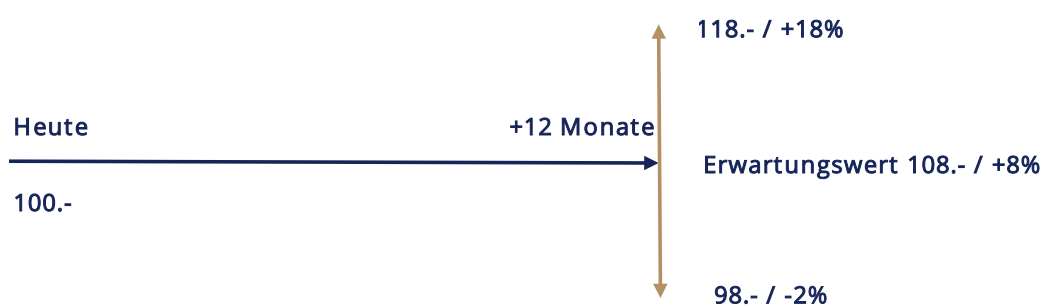


Abbildung 4: Darstellung von Volatilität, dem Risiko ein Ziel durch unter- bzw. überschreiten, nicht zu erreichen

Die Volatilität (auch Standardabweichung genannt) stellt damit das Risikomass (ein Streumass) dar, welches aufzeigt, wie stark die Renditen von einem Asset oder einem Portfolio von Assets um deren Erwartungswert schwankt. Je stärker der Preis von einem Asset schwankt, desto höher ist die Volatilität und damit die Unsicherheit bzw. das Risiko, die erwartete Rendite zu erzielen. Diese Schwankungen glätten sich über die Haltedauer, auch Anlagehorizont genannt, da negative Jahre (unterschossen der erwarteten Rendite) durch positive Jahre (überschossen der erwarteten Rendite) kompensiert werden. Aus diesem Grund wird allgemein empfohlen, risikoreiche Assets oder Portfolios mit risikoreichen Assets, über einen mittleren bis langen Anlagehorizont zu halten, da damit die Wahrscheinlichkeit einen Verlust zu erleiden, deutlich kleiner wird.

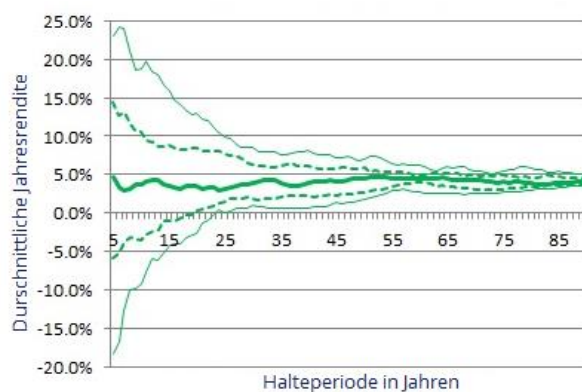


Abbildung 5: Reduktion der Volatilität über die Haltedauer

Nun beinhalten Investitionen in Immobilien, ein besonders komplexes Asset, zahlreiche Risiken, welche andere Assets nicht, in abgeschwächter Ausprägung oder nur teilweise aufweisen. Zusammenfassend können vier grundlegende Risikoarten zusammengefasst werden:

- Entstehungsrisiko
- Bewertungsrisiko
- Ertragsausfallrisiko
- Wertminderungsrisiko

Das Entstehungsrisiko stellt Risiken dar, die in der Entstehungsphase der Immobilie auftreten. Führt ein Unternehmen selbstständig eine Projektentwicklung durch, so ist das Unternehmen in der Regel Kosten-, Termin-, und Qualitätsrisiken ausgesetzt. Beispielsweise könnten aus dem Bauprojekt höhere Kosten entstehen, der Zeitplan nicht eingehalten werden oder die Bauqualität entspricht nicht den Erwartungen.

Wird eine Immobilie beim Ankauf falsch bewertet, da zum Beispiel wertmindernde Umstände (Altlasten, Rechte/Pflichten, Projekte im Umfeld und viele Weitere) nicht oder zu wenig berücksichtigt wurden, so entsteht ein Bewertungsrisiko aus dem Ankauf. Auch kann es passieren, dass die erwartete Entwicklung des lokalen Immobilienmarktes (Wertsteigerung oder Mietertragswachstum) falsch eingeschätzt wird und nach der Anschaffung der Wert teilweise abgeschrieben werden muss. Auch führt ein Zinsanstieg (Anstieg der Marktzinsen führt zu einem Anstieg im Kapitalisierungssatz und damit zu einer Reduktion des Ertragswertes) zu einem Bewertungsverlust, da der Verkehrswert (errechnet aus einem Barwertmodell wie etwa Ertragswert oder DCF) bei steigenden Marktzinsen sinkt und bei sinkenden Marktzinsen steigt.

Das Ertragsausfallrisiko besteht während dem ganzen Lebenszyklus einer Immobilie und drückt sich in dem Nicht-Erreichen der Zielmieteeinnahmen aus, welches aufgrund von Leerständen oder Mietreduktionen entsteht. Möglicherweise entstehen aufgrund von Veränderungen im Umfeld der

Immobilie Ertragsausfallrisiken, da die Mieten bedingt durch die neuen Marktgegebenheiten gesenkt werden müssen, was sich wiederum negativ auf den Wert der Immobilie auswirkt.

Die verschiedenen Risiken haben im Ergebnis einen unterschiedlichen Einfluss auf die Entwicklung der Cashflow- sowie der Wertänderungsrendite und damit auf die Rendite der Immobilie.

5.3.1 Komponenten von Risiko

Das Risiko von einem Asset kann in zwei Teile aufgeteilt werden. Wir unterscheiden das systematische und das unsystematische Risiko. Das unsystematische Risiko kann als mikroökonomisch betrachtet werden und stellt das Risiko einer einzelnen Anlage dar. Es wird auch immer wieder als titelspezifisches Risiko beschrieben und ist damit das Risiko von einem einzelnen Asset (Beispielsweise das Risiko, dass in einer Liegenschaft Altlasten auftauchen und den Wert der Liegenschaft deutlich reduzieren). Für unsystematische / titelspezifische Risiken erhält ein Investor risikobereinigt keine Rendite. Durch die Investition in verschiedene Assets aus derselben Assetklasse kann der Investor von den Nutzen der Diversifikation profitieren (Beachte Abschnitt Korrelation) und diese Risiken eliminieren.

Der zweite Teil des Risikos von einem Asset ist das systematische Risiko und damit das Marktrisiko, welches eine Investition in den Markt (Immobilienmarkt bei Immobilien) in welchem das Asset sich befindet, mit sich bringt. Dieses Risiko kann nicht durch den Kauf von vielen Assets (aus demselben Markt) wegdiversifiziert werden.

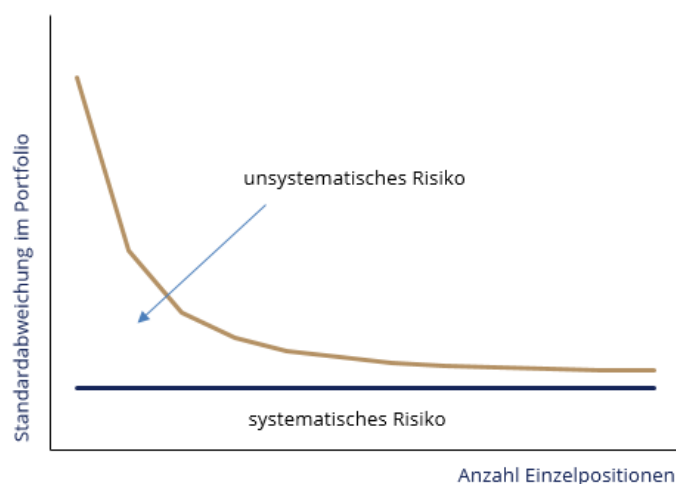


Abbildung 6: Unsystematisches und systematisches Risiko von einem Asset

5.3.2 Vom Risiko eines Assets zum Portfolio-Risiko

Nach dem finanztheoretischen Grundsatz „return add, risk do not“ kann das Risiko von einem Portfolio nicht wie bei den Renditen einfach aus dem gewichteten Einzelwerten der Assets berechnet werden. Da sich die einzelnen Assets im Portfolio in der Regel nicht ganz genau gleich verhalten und damit auf Marktereignisse unterschiedlich reagieren, ist das Portfoliorisiko kleiner als das gewichtete Mittel aller einzelnen Risiken. (Beachte dazu Abschnitt „Korrelation“) Um das Portfoliorisiko zu errechnen sind neben den Volatilitäten (Risiko) der einzelnen Assets auch die Korrelationen unter den einzelnen Assets relevant. Nur unter der Berücksichtigung und der mathematisch korrekten Verknüpfung der Einzelrisiken und den Korrelationen kann das korrekte Portfoliorisiko berechnet werden.

Grundsätzlich ist das Portfoliorisiko immer kleiner als die Summe der gewichteten Einzelrisiken aller Assets im Portfolio.

5.4 Korrelation

In der bereits erwähnten Arbeit von Harry M. Markowitz weist er nach, dass bei der Mischung mehrerer Anlagen in einem Portfolio das Portfoliorisiko tiefer ausfällt als das gewichtete Risiko der einzelnen Assets. Dies stellt eine absolute Revolution dar und verändert so ziemlich alles in der Welt des Portfoliomanagement. Konkret bedeutet dies, dass wer in zwei oder mehr Assets investiert, eine Risikoreduktion erfährt, wenn diese nicht 1:1 korreliert sind.

Sprechen wir von der Korrelation so sprechen wir von der gegenseitigen „Abhängigkeit oder Beeinflussung“ zweier Assets. Der Korrelationskoeffizient (Masszahl der Korrelation) kann je nach Kombination der einzelnen Assets verschiedene Werte annehmen und liegt **immer** zwischen +1 und -1. Damit ergeben sich drei markante Fälle:

Korrelation von +1: Die Renditeverläufe der beiden Assets sind perfekt korreliert. Bedeutet, dass diese im Gleichklang laufen und damit wenn Asset A sinkt, so sinkt auch Asset B im selben Umfang. In dieser Kombination von Assets ist keine Risikodiversifikation erfolgt und das Portfoliorisiko entspricht dem gewichteten Durchschnitt der beiden Einzelrisiken (Risiko A * Gewichtung A + Risiko B * Gewichtung B)

Korrelation von 0: Die Renditen der beiden Assets sind vollständig unkorreliert und damit besteht kein nachweisbarer Zusammenhang der Veränderungen dieser beider Assets.

Korrelation von -1: Die Renditen der beiden Assets verlaufen genau gegenläufig und damit gleichen sich die Verluste von einem Asset in den Gewinnen des anderen Asset genau aus.

Theoretisch ist es möglich, mit zwei Assets welche eine Korrelation von -1 haben, das Portfoliorisiko auf 0 zu reduzieren und damit eine Rendite in der Höhe der Ausschüttungen der beiden Assets zu erhalten.

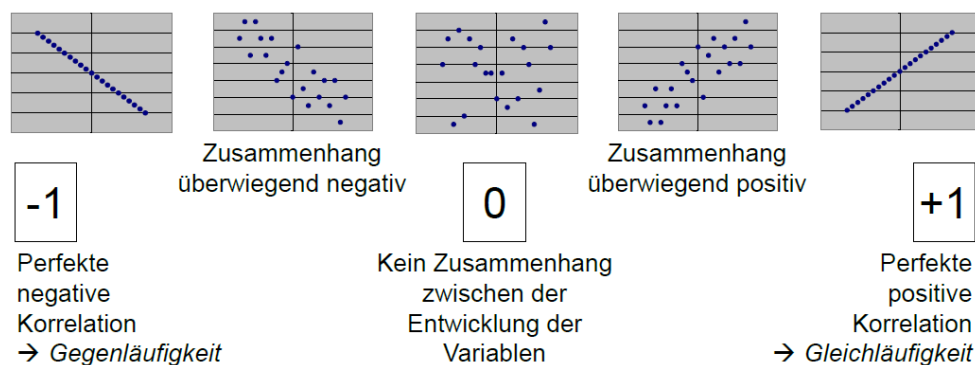


Abbildung 7: Mögliche Ausprägungen der Korrelation

Je geringer die Korrelation zweier Anlagen in einem Portfolio, desto stärker wirkt die risikoreduzierende Wirkung der Diversifikation.

5.5 Diversifikation

Von Diversifikation oder von dem Diversifikationseffekt sprechen wir, wenn durch die Hinzunahme von einem Asset in ein Portfolio das Risiko weiter verteilt / reduziert wird. Einerseits sinkt durch die Hinzunahme von einem weiteren Asset das titelspezifische, unsystematische Risiko und andererseits, sofern die Korrelation unter den Assets kleiner als +1 ist, sinkt das Portfoliorisiko zusätzlich. Je tiefer die Korrelation, also je weiter weg von +1 in die Richtung von -1, desto grösser ist der Diversifikationseffekt.

5.5.1 Effiziente Portfolios

Ein Portfolio ist effizient, wenn

- Bei einem bestimmten (angestrebten) Risiko die höchstmögliche Rendite bzw.
- Bei einer bestimmten (angestrebten) Rendite das geringste mögliche Risiko erreicht wird.

5.5.2 Beispiel

Nehmen wir an, wir haben ein Asset A und ein Asset B. Asset B hat einen deutlich höheren, erwarteten Ertrag und damit auch ein höheres Risiko als Asset A. Aus diesen beiden Assets können wir ein Portfolio bauen, welches aus 30% B und 70% A.

Ist die Korrelation zwischen den beiden Assets +1, so liegen alle Kombinationen auf der geraden Linie. Die runden Punkte zeigen die möglichen Kombinationen.

Liegt die Korrelation zwischen den beiden Assets jedoch bei 0, so ergeben sich aus den beiden Assets Portfoliokombinationen, welche immer denselben Ertrag, jedoch ein tieferes Risiko gegenüber den Portfolios bei einer Korrelation von +1.

Sollte die Korrelation sogar bei -1 liegen, so können noch deutlich weniger riskante Portfolios erstellt werden und dies ohne dass der erwartete Ertrag tiefer ausfällt.

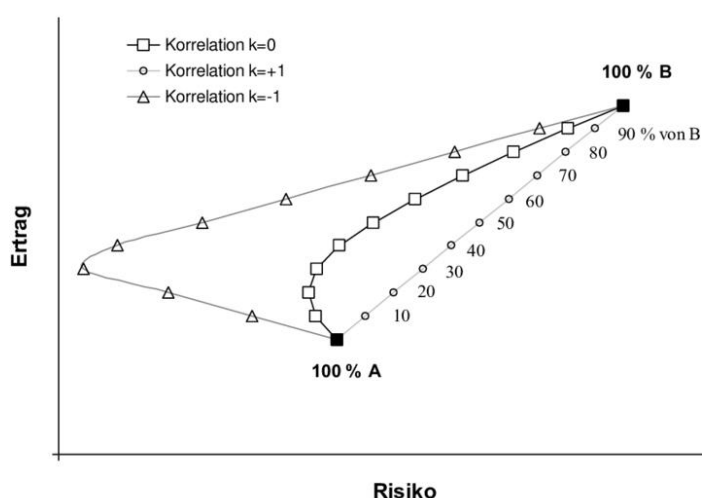


Abbildung 8: Mögliche Portfolios aus zwei Assets mit verschiedenen Korrelationen

6. Zusammenfassung

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass es auch im Immobilien-Portfoliomanagement darum geht, möglichst optimierte Portfolios aus verschiedenen Assets (Immobilien) zu bauen, bei welchen die Eckpunkte Rendite und Risiko optimal ausbalanciert sind. Dazu eignet sich in einem ersten Schritt die ganz normale Diversifikation, indem wir mehrere Objekte für unser Portfolio kaufen. So reduzieren wir die unsystematischen Risiken in unserem Portfolio, für welche es keine Rendite gibt. In einem zweiten Schritt analysieren wir, welche Liegenschaften eine tiefe Korrelation zu den im Portfolio befindlichen haben und ergänzen unser Portfolio mit solchen Immobilien. Eine Wohnimmobilie in Zürich reagiert bekanntlich anders auf Marktveränderungen als ein Industrieobjekt in St. Gallen, so reagieren auch alte und neue Immobilien unterschiedlich. Damit ist die Aufgabe des Portfolio Managers, eine Portfolio aus Immobilien zu bauen, welche aufgrund ihrer individuellen Eigenschaften (Nutzung, Grösse, Lebenszyklus, Mieterstruktur, Spezialeigenschaften, u.a.) eine tiefe Korrelation zueinander haben. So wird das Portfoliorisiko gesenkt, ohne dass die zu erwartende Rendite gesenkt wird. Natürlich müssen diese Massnahmen zum jeweiligen Anlagerahmen und zu den Vorgaben für das Portfolio passen.

