



Quelle: risklab germany, DEGI RESEARCH

DEGI RESEARCH, 2007

4.5 Ein alternativer Entscheidungsrahmen für Immobilienanlagen

4.5.1 Immobilien als Anlageklasse

In den Portfolios vieler Investoren spielt die Anlageklasse Immobilien eine wichtige Rolle; sie ist jedoch sehr unterschiedlich gewichtet. Ebenso existiert eine Vielzahl unterschiedlicher Immobilienanlagemöglichkeiten. Neben direkten Investments wurden gerade in den letzten Jahren indirekte Investments immer beliebter. Dazu gehören Offene und Geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktiengesellschaften und REITs. Während direkte Investments dem Investor mehr Kontrolle über die einzelne Anlageentscheidung erlauben, zeichnen sich indirekte Investments vor allem durch deren hohe Fungibilität aus. Abbildung 39 gibt einen Überblick über die verschiedenen Anlageimmobilienformen.

Der Blick auf die historische Wertentwicklung der verschiedenen Immobilienanlageformen zeigt, dass diese neben einem attraktiven Risiko-Rendite-Profil vor allem auch Diversifikationsvorteile im Portfoliokontext aufweisen. Den größtmöglichen Diversifikationsvorteil erhält man dabei durch die Kombination unterschiedlicher Immobilienformen. Damit liegt die Vermutung nahe, dass ein Engagement in Immobilien im Rahmen der strategischen Allokationsentscheidung einen Mehrertrag verspricht. Aus Investorensicht sind deswegen Fragen nach dem Einsatz von Immobilien, gerade im Portfoliokontext, von besonderem Interesse. Lässt sich durch Beimischung

von Immobilien die Rendite eines Portfolios steigern und/oder das Risiko senken? Was ist die optimale Immobilienquote? Sind dabei indirekte Anlagen einem Direktinvestment vorzuziehen?

Auf Grund der unterschiedlichen Charakteristika von Immobilien und traditionellen Anlageformen lassen sich konventionelle Portfolioentscheidungsmodelle (wie z. B. Mean-Variance-Ansätze) nur sehr bedingt zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit einsetzen. Deshalb hat risklab germany in Zusammenarbeit mit DEGI einen alternativen Analyse- und Entscheidungsrahmen für Immobilienanlagen entwickelt, der die spezifischen Eigenschaften der verschiedenen Immobilienformen speziell berücksichtigt.

4.5.2 Eigenschaften von Immobilienrenditen

Bei der Analyse von Immobilienrenditen fallen drei wesentliche Effekte auf, die man so bei Aktien- oder Rentenrenditen nur z. T. vorfindet.

- **Autokorrelation:** Die empirische Untersuchung der Renditezeitreihen von Immobilienindizes zeigt eine positive Autokorrelation (erster Ordnung). Besonders stark ist dieser Effekt bei direkten Immobilieninvestments und Offenen Immobilienfonds. Mögliche Ursachen liegen in den Verfahren zur Wertermittlung von Immobilienobjekten begründet. Wertveränderungen

beruhen hier in der Regel nicht auf zeitnahen Markttransaktionen, sondern auf Gutachterschätzungen zu einem bestimmten Zeitpunkt, und stellen oft eine Kombination von vergangenen Werten und aktuellem Wert der Immobilie dar. Tatsächliche Wertschwankungen werden auf diese Weise systematisch geglättet. Statistisch spiegelt sich dieser Effekt in Form positiver Autokorrelationen wider. Interessant ist, dass sich Autokorrelationseffekte, wenn auch in abgeschwächter Form, auch für börsengehandelte Immobilieninvestments nachweisen lassen. Eine Vernachlässigung der Autokorrelation bei der Volatilitätsberechnung führt zu einer z. T. dramatischen Unterschätzung der tatsächlichen Variabilität der Renditen. So erhöht sich beispielsweise die (annualisierte) Volatilität des OFIX-Index für Offene Immobilienfonds in einem Fünfjahreszeitraum um mehr als das Vierfache, wenn man um die beobachtete Autokorrelation korrigiert.

- **Nicht-Normalverteilte Renditen:** Unter anderem auf Grund des Fremdkapitaleinsatzes und der Spezifika bei der Wertermittlung von Immobilien sind die Renditen von Immobilienanlagen in der Regel nicht normalverteilt. Vielmehr zeigen viele Immobilienindizes Schiefe (Skewness) und Wölbung (Excess, Kurtosis). Beurteilt man Immobilien daher nur nach ihrer „erwarteten Rendite“ und „Volatilität“ – wie dies beim Mean-Variance-Ansatz (Markowitz-Ansatz) der Fall ist –, so wird der tatsächliche Wertbeitrag nur unzureichend erfasst. Deshalb sollten Performance- und Risikomaße u. a. zum Einsatz kommen, die den Verteilungseigenschaften von Immobilien besser gerecht werden.
- **Volatilitätscluster:** Eine weitere Eigenschaft von Immobilienzeitreihen ist, dass sich ihre Volatilität im Zeitverlauf verändert: Marktphasen mit ausgeprägteren Kursänderungen wechseln sich mit eher ruhigen Perioden ab, die von moderaten Kursausschlägen geprägt sind (Volatilitätscluster). Sehr stark sind diese Effekte bei Offenen Immobilienfonds ausgeprägt. Dies ist insbesondere mit der Annahme normalverteilter Daten unvereinbar.

4.5.3 Ein alternativer Entscheidungsrahmen für Immobilienanlagen

In der Praxis wird bei der Analyse von Immobilien oftmals auf das Mean-Variance Framework zurückgegriffen. Dieser für traditionelle Assetklassen entwickelte Analyserahmen beurteilt Anlagen auf Basis ihrer erwarteten Renditen und Varianzen bzw. Volatilitäten. Nicht berücksichtigt werden hingegen die oben skizzierten Effekte wie positive Autokorrelation, Clustereffekte der Volatilität und nicht normalverteilte Renditen. Das gemeinsam mit DEGI entwickelte Entscheidungsmodell wird den speziellen Eigenschaften von Immobilieninvestments gerecht. Kern die-

ses Modellierungsrahmens ist ein Szenariogenerator, der neben traditionellen Assetklassen auch das Verhalten von Immobilien bzw. Immobilienindizes über einen autoregressiven Markov-Switching-Prozess simulieren kann. Ein wichtiges Einsatzgebiet des Frameworks ist die Ableitung der optimalen strategischen Asset Allokation und damit auch der optimalen Immobilienquote.

4.5.4 Implikationen für die strategische Immobilienquote

Der optimale Immobilienanteil hängt von mehreren Faktoren ab. Der Anlagehorizont und die Risikobereitschaft spielen dabei ebenso eine Rolle wie das betrachtete Universum an Assetklassen.

Im Rahmen unserer Studie wurden verschiedene Investorgruppen berücksichtigt, die sich hinsichtlich ihrer Risikobereitschaft unterscheiden. Für diese haben wir unter Anwendung des beschriebenen Entscheidungsrahmens und unter Einbeziehung verschiedener Aktien- und Rentenindizes optimale Anlageportfolios bestimmt. Die zentralen Ergebnisse der Studie sind:

1. Auf Grund der spezifischen Eigenschaften von Immobilien (Autokorrelation, Nicht-Normalverteilung, Volatilitätscluster) sind Standard Asset Allocation Tools auf Basis der Mean-Variance-Analyse nur bedingt anwendbar. Die von diesen als optimal ermittelten Immobilienquoten sind in der Regel deutlich zu hoch.
2. Immobilien liefern allgemein einen positiven Wertbeitrag im Portfoliokontext. Bei gleicher Risikoauslastung konnte dabei die Rendite des Gesamtportfolios erhöht werden. Unabhängig vom Risiko-Rendite-Profil des Investors sollte dabei ein diversifiziertes Immobilienportfolio gewählt werden.
3. Abhängig von der Art des Immobilieninvestments ergeben sich unterschiedliche Substitutionen traditioneller Assetklassen. Beispielsweise eignen sich direkte Anlagen und Offene Immobilienfonds mehr als Rentensubstitute, während Immobilienaktien sowohl Renten als auch Aktien substituieren.
4. Die optimale Gesamtquote an Immobilienanlagen variiert nur geringfügig über Anlegergruppen hinweg. Während Offene Immobilienfonds bei Investoren mit geringer Risikobereitschaft stärker gewichtet sind, nehmen die Quoten von Immobilienaktien bei höherem Risikobudget zu. Der Anteil an direkten Immobilienanlagen wird dagegen von der Risikoneigung nur gering beeinflusst.

An dieser Stelle bedanken wir uns bei Herrn Dr. Reinhold Hafner, Herrn Dr. Bernhard Brunner, Herrn Dr. Wolfgang Mader und Herrn Sven Treu von risklab germany GmbH für die herausragende Zusammenarbeit bei der Modellierung eines alternativen Immobilienentscheidungsrahmens innerhalb der Strategischen Asset Allocation.