

# **Masterthesis**

zur Erlangung des

## **Master of Science in Real Estate**

CUREM

Untersuchung von Möglichkeiten zur  
**Erhöhung der Zielrendite bei Core Immobilieninvestitionen  
durch Einsatz von Mezzanine-Kapital  
oder alternative Bewirtschaftungsstrategien  
wie z.B. kurzfristige Mietverträge**

Name: Marcel Heussi

Adresse: Grubenweg 10  
4914 Roggwil

Eingericht bei: Dr. Bruno Bächli  
Mirco Riondato MRICS

Abgabedatum: 18. August 2008

## VORWORT

Aus meiner Sicht als Verfasser stellt sich das Vorwort eher als Schlusswort dar, denn damit ist das Projekt Masterthesis abgeschlossen. Die Themenfindung wie auch die Ergebnisse dieser Arbeit waren und sind überraschend und unkonventionell. Dennoch hoffe ich, dass mit dem Schlusspunkt die Auseinandersetzung mit dem diskutierten Thema in der Theorie und Praxis ihre Fortsetzung erfährt.

Mein grosser Dank für ihre Unterstützung bei der Bewältigung dieser Aufgabe geht an meine Familie, allen voran meiner Frau Monika und meinen Söhnen Marc, Mauro, Max und Michael. Sie gewährten mir in dieser anstrengenden Zeit die benötigten Freiräume um mich auf das Thema konzentrieren zu können und boten mir zu den richtigen Zeitpunkten die wichtige moralische Aufmunterung um mein Master-Ziel zu erreichen.

Ein spezieller Dank gilt meinem Betreuer Mirco Riondato für seine spontane Zusage mich bei dieser Masterthesis zu begleiten und zu unterstützen. Nicht minder herzlich danke ich Dr. Bruno Bächli für die Übernahme des Koreferats und die zahlreichen anregenden Gespräche während der Studienzeit als mein Coach.

## INHALTSVERZEICHNIS

|  |    |
|--|----|
| Vorwort .....                                    | i  |
| Inhaltsverzeichnis.....                          | ii |
| Abbildungsverzeichnis.....                       | iv |
| Abkürzungsverzeichnis .....                      | v  |
| 1 Einleitung .....                               | 1  |
| 1.1 Theoretische Grundlagen der Arbeit .....     | 1  |
| 1.2 Beschreibung der Vorgehensweise .....        | 2  |
| 1.3 Angestrebtes / erwartetes Ergebnis .....     | 2  |
| 2 Grundlagen .....                               | 3  |
| 2.1 Portfoliomanagement .....                    | 3  |
| 2.1.1 Allgemein .....                            | 3  |
| 2.1.2 Moderne Portfoliotheorie .....             | 5  |
| 2.2 Immobilienfinanzierung .....                 | 8  |
| 2.2.1 Finanzierung allgemein .....               | 8  |
| 2.2.2 Mezzanine-Finanzierung .....               | 9  |
| 2.2.3 Immobilieninvestition.....                 | 10 |
| 2.3 Immobilienstrategie.....                     | 13 |
| 3 Kernfrage.....                                 | 14 |
| 3.1 Fragestellungen .....                        | 14 |
| 3.2 Hypothesenbildung.....                       | 15 |
| 3.2.1 Hypothese 1 Renditemaximierung .....       | 15 |
| 3.2.2 Hypothese 2 Diversifikation.....           | 15 |
| 3.2.3 Hypothese 3 Mietvertragsdauer.....         | 15 |
| 3.2.4 Hypothese 4 Mietermix .....                | 15 |
| 4 Rendite Optimierung .....                      | 16 |
| 4.1 Risikoneigung.....                           | 16 |
| 4.2 Innovatives Portfoliomanagement.....         | 18 |
| 4.2.1 Renditemaximierung .....                   | 18 |
| 4.2.2 Diversifikation .....                      | 22 |
| 4.3 Alternative Bewirtschaftungsstrategien ..... | 33 |
| 4.3.1 Abgrenzung .....                           | 33 |

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 4.3.2 Mietvertragsdauer .....     | 34 |
| 4.3.3 Mietermix .....             | 37 |
| 5 Mezzanine Kapital.....          | 39 |
| 6 Zusammenfassung und Fazit ..... | 40 |
| Literaturverzeichnis.....         | 43 |
| Ehrenwörtliche Erklärung .....    | 44 |

## ABBILDUNGSVERZEICHNIS

| <i>Nummer</i>   | <i>Seite</i> |
|---|--------------|
| Abbildung 1: Definition des Immobilien-Portfolio-Managements .....                    | 3            |
| Abbildung 2: Rendite-Risiko-Diagramm .....  | 5            |
| Abbildung 3: Effizientes Portfolio .....  | 6            |
| Abbildung 4: Risikoverteilung nach Roy .....  | 7            |
| Abbildung 5: Definition der Mezzanine Finance .....                                   | 9            |
| Abbildung 6: Investment Stile .....   | 13           |
| Abbildung 7: Immobilien im Vergleich mit anderen Anlageklassen .....                  | 20           |
| Abbildung 8: Rendite/Risiko-Spektrum von Immobilienanlagen .....                      | 21           |
| Abbildung 9: Übereffizientes Portfolio .....  | 23           |
| Abbildung 10: Investment-Stil-Portfolio .....   | 26           |
| Abbildung 11: Korrelationseffekt auf Effizienzkurven .....                            | 28           |
| Abbildung 12: Investment-Stil-Portfolio Kombination 1 mit positiver Korrelation ..... | 31           |
| Abbildung 13: Investment-Stil-Portfolio Kombination 2 mit negativer Korrelation ..... | 31           |
| Abbildung 14: Abgrenzung zwischen Portfoliomanagement und Bewirtschaftung .....       | 33           |
| Abbildung 15: Marktzyklus von Unternehmen .....                                       | 35           |
| Abbildung 16: Angebotspreisindizes Geschäftsflächen .....                             | 36           |
| Abbildung 17: Vergleich verschiedener Marktzyklusverläufe .....                       | 36           |

## ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

| <b>Abkürzung</b> | <b>Definition</b>         |
|------------------|---------------------------|
| bez.             | bezüglich                 |
| etc.             | et cetera                 |
| evtl.            | eventuell                 |
| gem.             | gemäss                    |
| Inst.            | Institutionelle           |
| i.e.S.           | im engeren Sinne          |
| i.w.S.           | im weiteren Sinne         |
| max.             | maximal                   |
| mind.            | mindestens                |
| MPT              | Moderne Portfolio Theorie |
| resp.            | respektive                |
| sog.             | sogenannt                 |
| Vgl.             | Vergleiche                |
| Z.B.             | Zum Beispiel              |

# 1 Einleitung

In der modernen Portfoliotheorie wird davon ausgegangen, dass durch Portfoliobildung das Risiko des Gesamtportfolios gegenüber dem Risiko einzelner Immobilienanlagen minimiert werden kann. Bei optimaler Portfoliozusammensetzung ergibt dies im Rendite/Risiko-Diagramm im besten Fall sogenannte „Effiziente Portfolios“, welche sich in diesem Diagramm auf einer Kurve zwischen den beiden Punkten „Optimum bei Risikoaversion“ und „Optimum bei starker Risikoneigung“ befinden. Es wird davon ausgegangen, dass eine höhere Rendite auch ein höheres Risiko birgt und umgekehrt ein tieferes Risiko auch eine tiefere Rendite zur Folge hat.

In dieser Masterthesis soll nun untersucht werden, welche Einflussfaktoren zu einer bestimmten Positionierung im Rendite/Risiko-Diagramm führen und ob einzelne Einflussfaktoren theoretisch und allenfalls mit alternativen Strategieansätzen (Management-Stil) optimiert werden können und somit zu einer noch höheren Rendite bei nicht höherem Risiko des Gesamtportfolios führen.

## 1.1 Theoretische Grundlagen der Arbeit

Die theoretischen Grundlagen für die Untersuchungen in dieser Masterthesis kommen vor allem aus den Fachgebieten Portfoliomanagement, sowie Immobilienfinanzierung, Immobilieninvestition und Immobilienstrategie.

Dabei werden einerseits die Inhalte und Unterlagen der für diese Arbeit relevanten Vorlesungen bei CUREM<sup>1</sup> mit einbezogen und andererseits ergänzende Literatur aus den erwähnten Fachgebieten verwendet.

Speziell untersucht und vertieft betrachtet werden dabei die Themen „Moderne Portfoliotheorie“ und „Neue Immobilienfinanzierung“.

Nebst den immobilienpezifischen Grundlagen werden auch Theorien aus den Fachgebieten Ökonomie und dem Marketing in die Betrachtungen einbezogen.

---

<sup>1</sup> Center for Urban & Real Estate Management - Zürich

## **1.2 Beschreibung der Vorgehensweise**

Die Auseinandersetzung mit den Themen und Fragestellungen zu dieser Masterthesis soll rein theoretischer Natur sein und beinhaltet demzufolge auch keine klassischen Umfragen aus Desk- oder Field-Research.

Die Vorgehensweise ist in verschiedene Phasen gegliedert, welche nacheinander bearbeitet werden. In einer ersten Phase sollen bekannte und in bezug auf das Thema der Masterthesis relevante Theorien, Grundlagen und Erkenntnisse eruiert und ausgewertet werden. Danach sollen mittels Deduktion (Hypothesenbildung – Falsifikationismus) die bekannten (wahren) Aussagen hinterfragt werden und daraus innovative Fragestellungen erarbeitet und entsprechende logische Schlussfolgerungen gezogen werden.

Die beiden Schwerpunkte der Kernfragestellung dieser Masterthesis sollen vor allem in den zwei Hauptteilen vertieft wissenschaftlich untersucht und bearbeitet werden:

- Bearbeiten des 1. Hauptteils mit Schwerpunkt „Rendite-Optimierung“
- Bearbeiten des 2. Hauptteils mit Schwerpunkt „Mezzanine-Kapital“

Im Schlussteil sollen die vertieften Erkenntnisse aus den beiden Hauptteilen konsolidiert werden und zu Ansätzen, welche die Kernfrage beantworten ausformuliert werden.

Dabei soll auch die praktische Anwendbarkeit hinterfragt und entsprechende Ansätze aufgezeigt werden.

## **1.3 Angestrebtes / erwartetes Ergebnis**

Erwartet wird als Ergebnis dieser Masterthesis die Erkenntnis, ob die gebildeten Hypothesen wahr oder unwahr sind. Im Falle von wahren Hypothesen soll daraus abgeleitet mindestens ansatzweise eine Theorie oder Empfehlung für „Innovatives Portfoliomanagement“ gebildet werden können.



## 2 Grundlagen

### 2.1 Portfoliomanagement

#### 2.1.1 Allgemein

Unter Portfoliomanagement wird allgemein die Zusammenfassung und Verwaltung von nach bestimmten Kriterien zusammengestellten Vermögenswerten (Assets) zu einem Portfolio<sup>2</sup> verstanden. In der Immobilienbranche ist natürlich speziell die Zusammenfassung verschiedener Immobilien oder Grundstücke zu einem Immobilienportfolio damit gemeint. Immobilien-Portfolio-Management wird als eigene Disziplin innerhalb der Immobilienbranche betrachtet und in der einschlägigen Literatur von verschiedenen Autoren auch unterschiedlich definiert. Eine gute und sehr genaue Definition liefert Wellner:<sup>3</sup>

**Immobilien-Portfolio-Management 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 Balance zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das gesamte Immobilien-Portfolio herzustellen.**

Abbildung 1: Definition des Immobilien-Portfolio-Managements

Ausgehend von dieser Definition muss das Immobilien-Portfolio-Management als Prozess gesehen werden, welcher verschiedene Einflussfaktoren berücksichtigen muss. Diese Einflussfaktoren sind im wesentlichen folgende:

- Risiko von Markteinflüssen (Kursschwankungen und Krisen)
- Risikobudget (Risikotragfähigkeit, objektiv und Risikotoleranz, subjektiv)
- Aktivitätsgrad, Stil (aktiv oder passiv)

---

<sup>2</sup> Aus dem Lateinischen (*portare* „tragen“ und *folium* „Blatt“)

<sup>3</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 35.

Anhand dieser Einflussfaktoren erfolgt die Auswahl der einzelnen Komponenten des Portfolios (Asset Allokation). Das Ziel der optimalen Portfoliozusammenstellung ist entweder eine möglichst hohe Rendite bei kalkulierte Risiko oder möglichst wenig Risiko bei kalkulierter Rendite.

Es stellt sich nun die Frage nach dem Aufwand, resp. dem Ertrag der zwei Varianten?

Auf diese Frage wird später in dieser Arbeit noch näher eingegangen.

Von den vorher erwähnten Einflussfaktoren ist vor allem der geforderte Aktivitätsgrad, resp. die Wahl des Management-Stils interessant, da hier der Portfoliomanager effektiv Einfluss nehmen und auch etwas bewirken kann. Daher soll dies nun näher betrachtet werden. Spremann definiert dazu die folgenden 4 Stile:<sup>4</sup>

- Timing; Taktik zur Festlegung von Einstiegs- resp. Ausstiegszeitpunkt
- Stock-Picking; Auswählen bestimmter Assets anhand von Methoden und Listen
- Zyklisches Investment; Schutz des Portfolios unter Beibehaltung der Chancen wird durch einen Rückgang der Rendite bezahlt
- Long-Short; Aggressive Art, im Markt gleichzeitig als Anbieter und Nachfrager aufzutreten. Stil, in umfangreichen Masse Kredit aufzunehmen, um damit die Positionen für das Portfolio zu finanzieren (Leverage)

Um aktives Portfoliomanagement effektiv und nachvollziehbar<sup>5</sup> betreiben zu können muss zunächst die Wahl des einzuschlagenden Stils zwischen Portfoliomanager und Investor vereinbart werden. Von grosser Wichtigkeit ist auch die Erhebung und Beobachtung der Kennzahlen, aus denen dann die taktischen Massnahmen abgeleitet werden. Schlussendlich braucht es aber vor allem Disziplin bei der Umsetzung der gewählten Stilrichtung und der entsprechenden Massnahmen. Im Rahmen eines regelmässigen und zum voraus vereinbarten Reportings müssen die eingegangenen Risiken evaluiert und die erzielten Renditen ausgewiesen werden. Aktives Portfoliomanagement ist teuer. Konservative Anleger wählen daher eher traditionelle Stile, wie Buy an Hold.

---

<sup>4</sup> Spremann Klaus (2006): Portfoliomanagement, S. 38.

<sup>5</sup> Im Sinne des Investors, welchem mittels Reporting entsprechend Rechenschaft abgelegt werden muss.

### 2.1.2 Moderne Portfoliotheorie

Die moderne Portfoliotheorie (MPT) wurde von Harry Markowitz<sup>6</sup> begründet und von James Tobin, William Sharpe und anderen Forschern weiter entwickelt. Hauptmerkmal dieser Theorien sind die drei klassischen Anlageziele: Rendite-Risiko-Liquidität.

Einzeln betrachtet hängen im Kapitalmarkt die Parameter Rendite und Risiko gem. nachstehendem Diagramm zusammen.

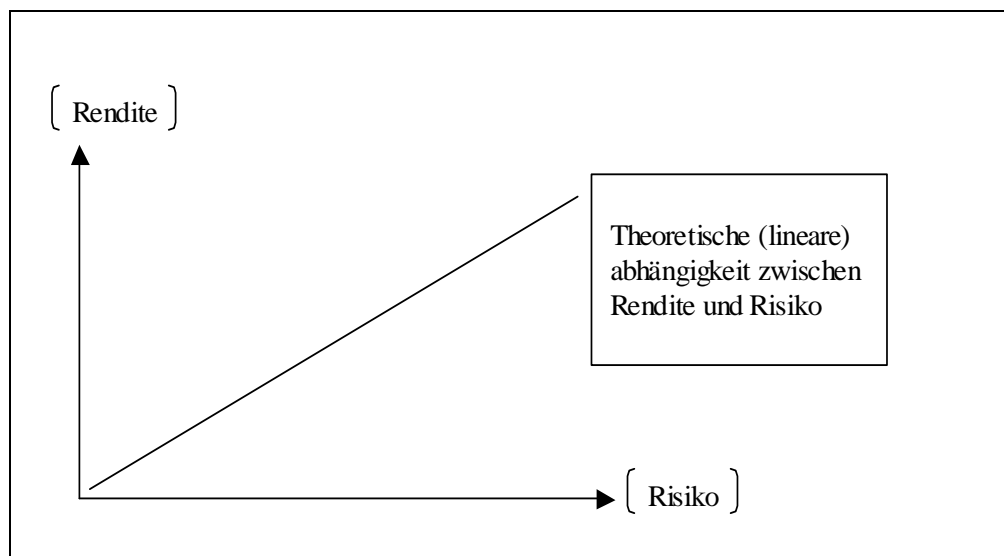


Abbildung 2: Rendite-Risiko-Diagramm

Daraus geht einerseits hervor, dass eine höhere Rendite immer auch ein höheres Risiko in sich birgt und andererseits müsste auch geschlossen werden können, dass ein höheres Risiko automatisch zu einer höheren Rendite führt. Dies soll im weiteren Verlauf dieser Arbeit noch genauer untersucht werden. Zunächst jedoch sollen nun aber die einzelnen Parameter Rendite und Risiko noch etwas genauer betrachtet und erläutert werden.

Die Rendite, hier speziell die Portfoliorendite ist das gewichtete arithmetische Mittel der Renditen der einzelnen Komponenten (Assets) des Portfolios. Somit können als Parameter der Portfoliorendite die einzelnen Assets oder Asset-Klassen mit den entsprechenden Renditen der Einzelanlagen, sowie die Anteile der einzelnen Assets am Gesamtportfolio, betrachtet werden.

---

<sup>6</sup> 1952 in einem Aufsatz über Portfolio Selection.

Das Risiko wird in der modernen Portfoliotheorie nach Markowitz als die Standardabweichung<sup>7</sup> der Rendite des Portfolios verstanden und durch diese auch gemessen. Das Risikomass widerspiegelt die Effekte der Diversifikation, d.h. das Risiko des Portfolios ist geringer als das gewichtete Mittel der Risiken der Einzelanlagen. Dieses Merkmal ist der eigentliche Kernpunkt der modernen Portfoliotheorie mit der Aussage, dass die in Abbildung 2: Rendite-Risiko-Diagramm dargestellte Abhängigkeit in der Praxis des Portfoliomanagements nicht linear verläuft. Durch Portfoliobildung verhalten sich nämlich die einzelnen Parameter Rendite und Risiko in einem effizienten Portfolio entlang der sog. Effizienzkurve, was in der nachfolgenden Abbildung ersichtlich ist.

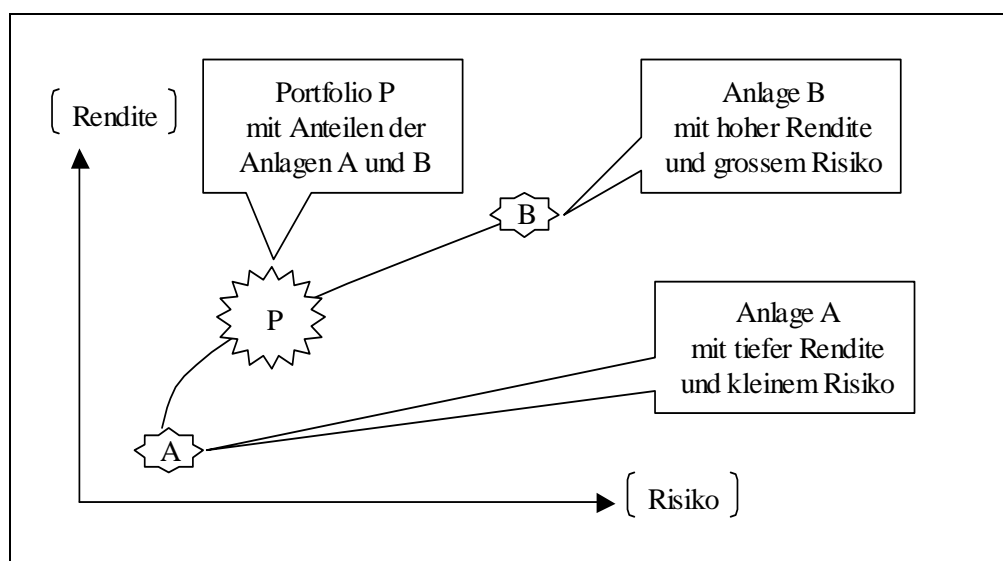


Abbildung 3: Effizientes Portfolio

Wo auf der Effizienzkurve das gewünschte Portfolio liegen soll, hängt von der Risikoaversion der Investoren ab. Risikoaverse Investoren werden eher ein Portfolio in der Nähe von *Anlage A* wählen, wohingegen risikofreudige Investoren eher zu einem Portfolio in der Nähe von *Anlage B* neigen werden. Dieses Zusammenspiel von Rendite und Risiko drückt sich vor allem in der praktischen Betrachtungsweise des Portfoliomanagements aus. In der Praxis geben die Investoren häufig eine Zielrendite vor und die Portfoliomanager versuchen durch Diversifikation eine Risikominimierung zu erreichen. Eine Renditeerhöhung wird nicht pauschal angestrebt, da diese immer mit einer Risikoprämie erkauft werden muss.

<sup>7</sup> Die Standardabweichung ist ein statistisches Mass für die Streuung einer beliebigen Grösse.

Im Gegensatz zu der vorher beschriebenen Risikodefinition von Markowitz, hat Roy ein anderes Risikoverständnis. Es wird als das sog. Shortfall-Risk (Ausfall-Risiko) bezeichnet und kann anhand der nachfolgenden Abbildung erläutert werden.<sup>8</sup>

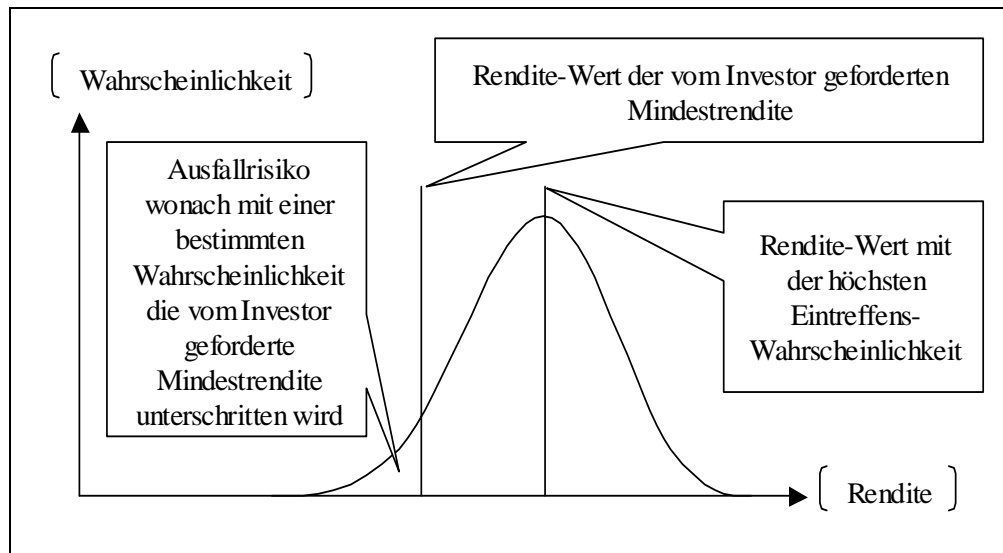


Abbildung 4: Risikoverteilung nach Roy

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass die moderne Portfoliotheorie aufzeigt, wie durch Diversifikation und Gewichtung der einzelnen Assets, das Portfolio-Rendite/Risiko-Profil optimiert werden kann. In der Praxis wird von konservativen Anlegern häufig eine bestimmte Rendite vorgegeben und dann eine Risikominimierung angestrebt. Die Portfoliotheorie bildet jedoch auch den umgekehrten Fall ab, dass bei begrenztem Risiko eine möglichst hohe Rendite erzielt werden soll. Die Portfoliotheorie gibt ebenfalls Hinweise, wie die Risiken gemessen und die Performance beurteilt werden kann. Für diese Arbeit sind jedoch vor allem die Hinweise zum aktiven Portfoliomanagement und zum Anlage-, resp. Management-Stil interessant. Wenn früher vor allem der passive Stil des Buy-and-Hold angewendet wurde, wird durch die neuere Forschung auch aufgezeigt, welche taktischen Massnahmen erfolgreich angewendet werden könnten und warum.

**Diversifikation ist der wichtigste Grund für Portfoliobildung und erfolgreiches Portfoliomanagement ist angewandte Portfoliotheorie.**

<sup>8</sup> In Anlehnung an Spremann Klaus (2006): Portfoliomanagement, S. 99.

## **2.2 Immobilienfinanzierung**

### **2.2.1 Finanzierung allgemein**

Der Begriff „Finanzierung“ hat mehrere Bedeutungen im modernen Finanzmarkt.

Finanzierung wird als Beschaffung von Finanzmitteln gesehen und wird definiert, als Vereinbarung zwischen zwei beteiligten Parteien (Kapitalgeber und Kapitalnehmer), in welcher die Modalitäten in bezug auf Sicherheit, Rückzahlung, Beteiligung und Mitsprache festgelegt ist.

An dieser Stelle sei auch auf die Abgrenzung zwischen Fremdkapital und Eigenkapital hingewiesen: Diese beiden Grundtypen stellen die klassische Finanzierung, mittels Fremdkapital oder Eigenkapital, sicher und sind durch Tradition, Recht und Praxis im Wirtschaftsleben wohl etabliert.<sup>9</sup>

Fremdkapital: zeichnet sich meist durch eine endliche Laufzeit aus. Am Ende dieser Laufzeit wird dem Fremdkapitalgeber seine Investition zurückbezahlt. Während der Laufzeit erhält er einen definierten Zins.

Eigenkapital: wird meist auf Dauer überlassen. Es ist zum voraus kein Rückzahlungszeitpunkt vereinbart. Der Eigenkapitalgeber hat auch keinen Anspruch auf zum voraus festgelegte Zinszahlungen. Seine möglichen Gewinne sind ausschliesslich vom wirtschaftlichen Erfolg der mit dem Eigenkapital finanzierten Unternehmung, Projekt, etc. abhängig. Als Gegenleistung kann der Eigenkapitalgeber, im Verhältnis seines Anteils am gesamten Eigenkapital, Einfluss auf wichtige wirtschaftliche Entscheidungen nehmen.

In der modernen Finanzierung ist diese Abgrenzung zwischen Eigen- und Fremdkapital jedoch nicht immer klar vollziehbar, insbesondere durch speziell vereinbarte Vertragsmodalitäten, welche von beiden Grundtypen Merkmale aufweisen. Man spricht hierbei von Mezzanine-Finanzierung.

---

<sup>9</sup> Vgl. Spremann Klaus (2005): Modern Finance, S. 19.

### 2.2.2 Mezzanine-Finanzierung

Da Mezzanine-Finanzierung in der Schweiz ein relativ neues und noch weitgehend unbekanntes Finanzierungsinstrument ist, stellt sich auch eine einfache Beschreibung des Begriffs Mezzanine-Finanzierung recht schwierig an. Eine differenzierte Erklärung von Mezzanine Finance i.w.S. und i.e.S. stammt von Müller:<sup>10</sup>

**Mezzanine i.w.S. steht für intermediäre Formen der Finanzierung, die alle rechtlichen Ausgestaltungsmöglichkeiten zwischen Eigenkapital und Fremdkapital, vom besicherten nachrangigen Darlehen bis zu Vorzugsaktien, aufweisen können und die eine mittlere Risiko-Ertrags-Relation aufweisen.**

**Ist der Erwerb von Unternehmensteilen im Rahmen der Finanzierung möglich, wird hybrides Fremdkapital (Hybrid Debt) und damit Mezzanine i.e.S. angesprochen.**

Abbildung 5: Definition der Mezzanine Finance

Eine Interpretation dieser komplexen Definition lässt sich am anschaulichsten mit einer Aufzählung darstellen, wofür Mezzanine steht:<sup>11</sup>

- Mezzanine schliesst die Finanzierungslücke zwischen Fremd- und Eigenkapital und kann sowohl eher eigen- als auch fremdkapitalähnlich strukturiert werden.
- Mezzanine-Kapital kann als Eigenmittelbeschaffung betrachtet werden und verstärkt somit die wirtschaftliche Eigenkapital-Basis und entlastet den Cash-Flow.
- Mezzanine-Kapital eignet sich insbesondere für Investitionen während starker Wachstumsphase und ist vor allem für Branchen mit hohen Informationsasymmetrien interessant.
- Mezzanine-Kapital führt zu tieferen Kapitalkosten dank Ausnutzung des sog. Tax-Shield-Effekt.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> Müller Oliver (2005): Mezzanine Finance, S. 28.

<sup>11</sup> In Anlehnung an Müller Oliver (2005): Mezzanine Finance, sowie eigene Ergänzungen.

<sup>12</sup> Indem Mezzanine-Kapital *de jure* Fremdkapital darstellt, *de facto* aber ökonomischem Eigenkapital entspricht, können die Kapitalkosten gesenkt werden, da sie steuerlich abziehbar sind.

Die Notwendigkeit, resp. das Bedürfnis nach Mezzanine-Finanzierung ergibt sich aus der Kreditrationierung der Banken.<sup>13</sup> Demnach sind Banken nicht bereit jedes Risiko – auch wenn es risikogerecht abgegolten wird – zu akzeptieren. Ein Risikokapitalgeber hingegen ist bereit bei entsprechenden Anreizen, auch Projekte, Unternehmen, Transaktionen, mit hohem Risiko zu finanzieren. Dies kann als Mezzanine-Finanzierung betrachtet werden.

Wenn ein Mezzanine-Investor seinerseits in verschiedene Risiko-Projekte investiert kann er auch hier vom Diversifikationseffekt profitieren und so sein Risiko minimieren.

### **2.2.3 Immobilieninvestition**

Jede Investition, Finanzierungsmassnahme oder Absicherung, die für einen Investor in Frage kommt, wird im Hinblick auf die Investitionen und Finanzierungen beurteilt.<sup>14</sup> Um die Vorteilhaftigkeit, resp. den Wert einer Investition zu beurteilen sind alleine die Konditionen im Kapitalmarkt ausschlaggebend.<sup>15</sup>

In der Immobilienbranche ist mit „Wert einer Investition“ meistens der Marktwert einer Liegenschaft gemeint. Die folgende Definition ist unter Fachleuten allgemein etabliert:

„Der Marktwert ist der geschätzte Betrag, für welchen eine Liegenschaft am Tag der Bewertung zwischen einem verkaufsbereiten Veräusserer und einem kaufbereiten Erwerber, nach angemessenem Vermarktungszeitraum, in einer Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr ausgetauscht werden sollte, wobei jede Partei mit Sachkenntnis, Umsicht und ohne Zwang handelt.“

Aus dieser Betrachtungsweise geht hervor, dass erstens ein funktionierender Markt voraus gesetzt wird und zweitens der Faktor Zeit eine wichtige Rolle spielt. Was unter einem ideal funktionierenden Markt verstanden wird kann am besten anhand der nachfolgenden Aufzählung gezeigt werden.

---

<sup>13</sup> Nach der Risikoabgeltungshypothese müsste eine Bank grundsätzlich bereit sein, jeden Nachgefragten Kredit zu bewilligen, vorausgesetzt, sie wird für das eingegangene Risiko adäquat kompensiert und die von ihr geforderten Auflagen werden eingehalten. Ist die Bank dennoch nicht bereit den Kredit zu bewilligen, kann von einer Kreditrationierung gesprochen werden. (Quelle: Müller Oliver (2005): Mezzanine Finance, S. 89)

<sup>14</sup> Vgl. Spremann Klaus (2006): Portfoliomanagement.

<sup>15</sup> Vgl. Spremann Klaus (2005): Modern Finance, S. 19.



Ein idealer Markt weist folgende Merkmale auf:<sup>16</sup>

- Der ideale Markt ist hinreichend gross – es gibt sehr viele Anbieter und Nachfrager.
- Er ist offen: alle Personen können nach persönlicher und freier Entscheidung in den Markt treten oder ihn verlassen.
- Vergleiche sollen leicht möglich, das Handelsgeschehen transparent sein.
- Die Akteure sind gut informiert und handeln im wesentlichen rational.
- Für Objekte derselben Qualität gibt es einen einheitlichen Preis und der Markt ist stets im Gleichgewicht.
- Kein Marktteilnehmer denkt, über Marktmacht zu verfügen und den Preis beeinflussen zu können.
- Zudem ist das Marktgeschehen durch zahlreiche Möglichkeiten der Substitution geprägt – es gibt stets Ausweichmöglichkeiten.

Diese Merkmale auf die Immobilienbranche bezogen betrachtet, kann leicht festgestellt werden, dass der Immobilienmarkt sicher kein idealer Markt ist. Trifft doch für den Immobilienmarkt in den meisten Punkten eher das Gegenteil zu. Da der Immobilienmarkt aber nicht vollkommen und vor allem nicht transparent ist, besteht häufig eine Differenz zwischen Wert und Preis. Diese Eigenschaft kann sich sowohl in die eine, wie auch in die andere Richtung auswirken. Konkret können sich bei schlecht informierten Veräusserern für Investoren durchaus „Schnäppchen“ ergeben, bei einer grossen Nachfrage für einzelne Wunschobjekte kann jedoch auch eine sog. „Yield compression“<sup>17</sup> auftreten. Hierbei sind es nicht fehlende Transparenz oder Wissensvorsprung der einen Partei, sondern vor allem Spekulationsgründe. Es wird für diese Objekte mit einem überproportionalen Wertsteigerungspotenzial gerechnet. Sonst gibt es für eine Überzahlung von Renditeobjekten aus traditioneller Investorensicht keine rationalen Gründe, in Core Immobilien zu investieren anstelle von Bundesobligationen.

---

<sup>16</sup> Quelle Spremann Klaus (2005): Modern Finance, S. 48f.

<sup>17</sup> Bezeichnet den Rückgang der Renditen infolge der Steigerung des Marktwertes der Immobilien aufgrund grosser Nachfrage. Sinkende Renditen sind Ausdruck etablierter (und damit teurer) Immobilienmärkte.

Unter Wert wird also in einem ideal funktionierenden Markt der Preis verstanden, den ein Käufer bereit ist für ein bestimmtes Objekt zu bezahlen. Effiziente Märkte kennzeichnen sich dadurch, dass alle Marktteilnehmer die gleichen Informationen haben.

Auch der zweite wichtige Faktor bei Investitionen im Immobilienmarkt, die Zeit, spielt eine nicht unwesentliche Rolle. Gem. Unternährer<sup>18</sup> sind Immobilienmärkte, zyklische Märkte mit starken Preisschwankungen, wobei die Angebotspreise ohne weiteres jährliche Schwankungen von deutlich über +/- zehn Prozent aufweisen können. Ein- und Ausstiegszeitpunkt von Immobilienengagements (Kauf, Verkauf, Miete) können deshalb die langfristige Rendite stark beeinflussen.

Da der Faktor Zeit also durchaus mitentscheidend ist für die Rendite, sei daher an dieser Stelle ein Beispiel für kurz-, resp. langfristiges Denken (Investitionen, Mietverträge, Haltedauer, etc.) angefügt:

Der Investor kann zwischen zwei Projekten (Immobilienengagements) A und B wählen.<sup>19</sup>

- Bei A erhält der Investor in einem Jahr 100 sowie in zwanzig Jahren 1000.
- Bei B erhält der Investor in zwei Jahren 100 sowie in fünfzehn Jahren 1000.

Mit einem eher kurzfristigen Denken wird der Investor die Variante A wählen. Da er sich folgendes überlegt hat: „Ob ich die 1000 in fünfzehn oder zwanzig Jahren erhalte, macht für mich wenig Unterschied, denn bis dahin ändert sich sowieso noch viel. Andererseits ist die kurzfristige Betrachtungsweise schon in einem Jahr wirksam, denn da bekomme ich bereits 100 und nicht erst in zwei Jahren. Dies macht einen grossen Unterschied, deshalb wähle ich Variante A.“

Objektiv betrachtet ist bei üblichen Zinssätzen jedoch der Barwert der Variante B immer höher als derjenige der Variante A. Für einen Zinssatz von  $i = 8\%$  beträgt der Barwert von A 307, und derjenige von B 401. Diese Relation kehrt erst bei Zinssätzen von gegen 30%.

---

<sup>18</sup> Unternährer Christian (2003): Immobilienmarkt – Situation und Ausblick, in: Schalcher Hans-Rudolf (Hrsg.): Immobilienmanagement, Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftliegenschaften.

<sup>19</sup> In Anlehnung an Spremann Klaus (2005): Modern Finance, S. 43.

## 2.3 Immobilienstrategie

In der Immobilienbranche werden 4 Investment-Management-Stile mit verschiedenen Rendite-Risiko Profilen unterschieden.

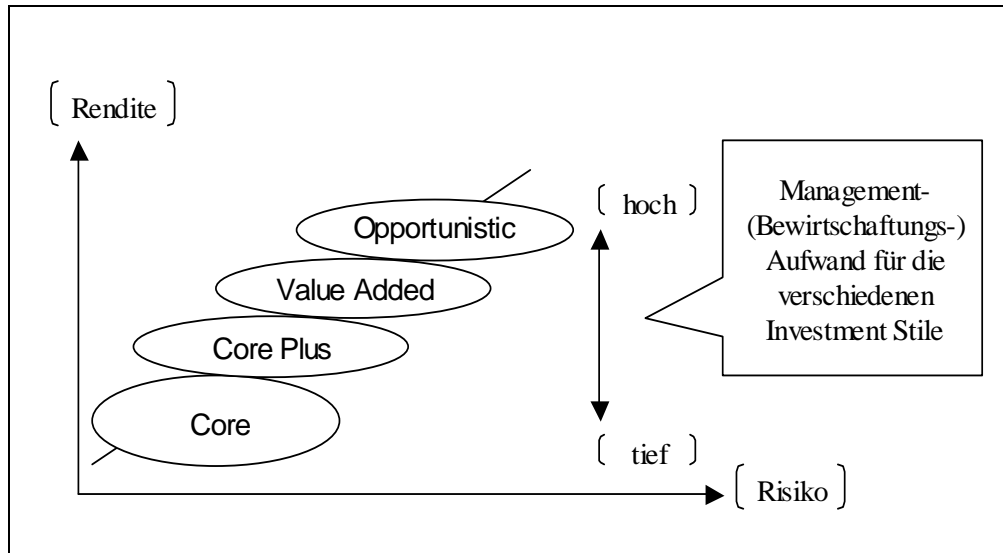


Abbildung 6: Investment Style

Zum eigentlichen Immobilienmanagement gehört auch die Disziplin Immobilien- bzw. Flächenbewirtschaftung mit den einzelnen Teilgebieten: Beschaffung, Finanzierung, Vertragsausgestaltung, Unterhalt, Instandhaltung und Vermarktung.

Das Immobilien-Portfoliomanagement verlangt also auch gute Kenntnis der Finanzmärkte und ihrer Funktionsweise.

### 3 Kernfrage

Aus dem Titel dieser Masterthesis ergibt sich die folgende Kernfrage:

Welche Möglichkeiten zur Erhöhung der Zielrendite bei Core Immobilieninvestitionen durch Einsatz von Mezzanine-Kapital oder alternative Bewirtschaftungsstrategien wie z.B. kurzfristige Mietverträge gibt es?

#### 3.1 Fragestellungen

Aus dieser Kernfrage lassen sich mit den nun erarbeiteten Grundlagen die folgenden einzelnen Fragestellungen<sup>20</sup> zur Untersuchung des Themas ableiten:

- Welche theoretischen (bekannte oder auch neue) Ansätze und Methoden gibt es um die Zielrendite bei Core Immobilieninvestitionen zu steigern?
- Wie kann die Portfoliotheorie auch zur Auswahl eines idealen Mietermix angewendet werden, um so die Portfoliorendite zu maximieren?
- Welche Einflussfaktoren führen zu einer bestimmten Positionierung im Rendite/Risiko-Diagramm und können einzelne Einflussfaktoren theoretisch und mit alternativen Strategieansätzen (Management-Stil) optimiert werden und somit zu einer noch höheren Rendite bei nicht höherem Risiko des Gesamtportfolios führen?
- Wie ändert sich das Aufwands-/Ertrags-Verhältnis bei den zwei in bezug auf die Risikoneigung extremen Investortypen, entweder eine möglichst hohe Rendite bei hohem Risiko oder möglichst wenig Risiko bei kalkulierter Rendite zu erzielen?
- Wie kann der Einsatz von Mezzanine-Kapital bei Core Immobilieninvestitionen zur Erhöhung der Rendite beitragen und welchen Einfluss hat dies auf das Risiko?
- Wodurch kann Überzahlung von Core Immobilien („Yield compression“) sonst noch gerechtfertigt werden, als nur durch Wertsteigerungspotenzial?
- Welchen Einfluss haben kurzfristige Mietverträge auf das Rendite/Risiko-Profil und auf den Bewirtschaftungsaufwand bei Core Immobilieninvestitionen?

---

<sup>20</sup> Sog. „W“-Fragen im Sinne des CUREM Ansatzes.

## **3.2 Hypothesenbildung**

In diesem Kapitel werden verschiedene Hypothesen aufgestellt, welche im weiteren Verlauf der Arbeit mit Hilfe von Deduktion und Falsifikationismus zu logischen Schlussfolgerungen und neuen Erkenntnissen führen sollen.

### **3.2.1 Hypothese 1 Renditemaximierung**

Renditemaximierung lohnt sich, da das Risiko nur unterproportional zunimmt.

### **3.2.2 Hypothese 2 Diversifikation**

Diversifikation ist ein Instrument der Risikosteuerung, und da Rendite und Risiko in der Portfoliotheorie direkt zusammenhängen, ist Diversifikation somit auch ein Instrument der Renditeststeuerung.

### **3.2.3 Hypothese 3 Mietvertragsdauer**

Opportunistische Mieter mit kfr. Mietverträgen führen zu höheren Renditen, dank hohen Mieten.

### **3.2.4 Hypothese 4 Mietermix**

Die MPT kann auch zur Auswahl eines idealen Mietermix angewendet werden, um so analog der Objektwahl die Portfoliorendite zu maximieren.

## 4 Rendite Optimierung

### 4.1 Risikoneigung

Nach Wellner<sup>21</sup> muss im Sinne einer ökonomisch vernünftigen Betrachtung die maximale Rendite zu Gunsten der Sicherheit ihrer Erzielung beschränkt werden. Eine einseitige Maximierung der Renditen würde zu einem überproportionalen Anstieg des damit verbundenen Risikos führen.

Diese Sichtweise<sup>22</sup> ist im Immobilien-Portfolio-Management vor allem bei Institutionellen Anlegern weit verbreitet und stellt eine sogenannte Versicherungsmentalität dar. Dies mag für treuhänderisch anvertraute Immobilienvermögen im Sinne von Sicherheitsvorgaben durchaus seine Richtigkeit haben, beschränkt aber natürlich *per se* eine Rendite-Maximierung. Ob die Rendite-Maximierung tatsächlich zu einem überproportionalen Risiko-Anstieg führt wird in dieser Arbeit mindestens in Frage gestellt, resp. versucht zu widerlegen.

Als Grund für diese empfohlene Renditebeschränkung wird das Marktgleichgewicht angeführt, wonach das Angebot der höheren und sichereren Rendite, alle rational handelnden Anleger anziehe, die jedoch aufgrund des begrenzten Angebots bereit seien, dafür einen immer höheren Preis zu zahlen. Somit komme es in Verbindung mit dem Preisanstieg zu sinkenden Renditen und steigendem Risiko. Das Angebot werde immer unattraktiver, was zu einem Ausgleich führe.

Aus diesen Gründen würden sich sog. übereffiziente Portfolios automatisch wieder den effizienten Portfolios angleichen. Daher wird ein weiterer Grund für übereffiziente Portfolios angeführt: Informationsvorsprung.<sup>23</sup> Dies ist vor allem in einem nicht perfekten, resp. nicht idealen Markt wie es der Immobilienmarkt ist, möglich. Es gilt also „lediglich“ immer wieder neuen Informationsvorsprung aufzubauen, um den Markt zu schlagen. Dazu müssen den Immobilien-Portfolio-Managern, resp. den Immobilien-Bewirtschaftern die Einflussfaktoren auf den Immobilienmarkt bekannt sein.

---

<sup>21</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 3.

<sup>22</sup> Sicherheitsdenken, Zielrendite von z.B. 5.5% und darin möglichst geringes Risiko.

<sup>23</sup> Vgl. Wellner Kristin (2007): Portfoliomanagement mit Hilfe quantitativer Modelle, in Schulte Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement.

Die Umwelteinflüsse auf den Immobilienbestand sind in der folgenden Übersicht dargestellt.<sup>24</sup>

- **Immobilienmarkt**

Hohe Bewirtschaftungskosten [Personal- und Marketingkosten, Marktresearch]  
“Schweinezyklus“ als Ursache für Leerstand [Aktion oder Reaktion im Markt]

- **Recht / Politik**

Steuergesetze / Abschreibungen [Gute Kenntnisse und praktische Anwendung]  
Europäische Harmonisierung [Trends und Änderungen verfolgen und erfassen]  
Bau- und Mietrecht [Als Rahmenbedingungen für gute Mietvertragsgestaltung]

- **Wirtschaft**

Globalisierung / EURO [Trends und Verlagerungen aus und in neuen Märkten]  
Wettbewerb zu alternativen Investments [Anlagedruck bei unter Inst. Anlegern]  
Risiko-Rendite-Anforderungen [Fondsauflagen verhindern Risikoinvestitionen]

- **Technologie**

Informations- und Kommunikationstechnik [Optimale Nutzung neuer Technik]  
Bauinnovationen [Beachtung und Umsetzung von ökologischen Massnahmen]  
Gebäudetechnik und –automation [Steigende Komfortansprüche von Mietern]

- **Gesellschaft**

Wertewandel [Wachsendes Bewusstsein gegenüber der sozialen Verantwortung]  
Nutzungsanforderungen [Flexibilität hat einen entsprechend hohe Kostenfolgen]  
Bevölkerungsentwicklung [Auswirkungen von demografischen Veränderungen]

Das Zusammenspiel all dieser Umwelteinflüsse optimal zu berücksichtigen, ist die unternehmerische Herausforderung für das Zustandekommen eines „besseren“ Immobilien (Portfolio)-Managements. Besseres Management bedingt aber auch mehr Management-Aufwand. Mehr-Aufwand bedeutet Mehr-Kosten. Um dies mit den Investoreninteressen zu vereinbaren, also eine positive Bilanz zu erreichen, muss der Zusatzertrag grösser als der Zusatzaufwand sein.

---

<sup>24</sup> Quelle: Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 224, mit eigenen Ergänzungen in [...].

## 4.2 Innovatives Portfoliomanagement

### 4.2.1 Renditemaximierung

Innovatives Portfoliomanagement im Sinne der Hypothese 1 ist: Alles auf Rendite-Maximierung ausrichten und dann dank dem Diversifikationseffekt überproportional Risiko-Minimieren.

Somit wird nun zunächst in diesem Kapitel das Risiko nicht beachtet und es werden nur die einzelnen Parameter der Rendite aufgelistet, analysiert und maximiert.

Die Rendite des Portfolios ergibt sich ja aus dem gewichteten Mittel der Renditen der einzelnen Assets. Diese wiederum setzt sich aus folgenden Teilkomponenten zusammen:<sup>25</sup>

- der laufende Ertrag (u.a. Mieteinnahmen, Nebenkostenumlagen),
- die laufenden Aufwendungen (alle nichtumlagefähigen Bewirtschaftungskosten, wie z.B. Verwaltung und Instandhaltung, je nach Nutzungsart und Vertragsgrundlage)
- die Wertveränderung in der betrachteten Periode,
- evtl. die mit der Investition verbundenen Transaktionskosten, Kapitalkosten der Finanzierung und Steuern.

Zum ersten aufgeführten Punkt, laufender Ertrag, ist naheliegend, dass zunächst allfällige Mietzinsreserven, resp. die Mietzinserhöhungspotenziale vollständig ausgeschöpft werden müssen. Neben den laufenden Erträgen sollten aber auch zukünftige Ertragspotenziale aufgespürt werden. Dies können zusätzliche Flächenangebote aus nicht ausgeschöpften Ausnutzungsziffern, oder auch Umnutzung von bestehenden mietertragschwachen Flächen in hochwertigere und damit teurere Flächen sein. Ebenso konsequent sollen die umlagefähigen Nebenkosten auf die Mieter abgewälzt werden. Hierbei sind auch die Bewirtschaftungskosten auf Umlagefähigkeit zu prüfen. Das durch diese Massnahmen erhöhte Risiko von Mieterkündigungen wird in Kauf genommen, da ja einseitig alles auf Ertragsmaximierung ausgelegt wird.

---

<sup>25</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 82.



Auch die aus dem zweiten Punkt, laufende Aufwendungen, hervorgehenden Kostensenkungsmassnahmen müssen ebenso konsequent umgesetzt werden. Die Instandhaltungskosten sind dabei der wichtigste und grösste Kostenblock mit dem natürlich dementsprechend grössten Einsparpotenzial. Auch hier besteht, analog zu dem vorher aufgeführten Mieterausfallrisiko, ein gewisses Risiko im Zusammenhang mit den umzusetzenden Massnahmen, insbesondere auf einen möglichen Wertverlust infolge nicht ausgeführtem, resp. aufgestautem Unterhalt. Dieses Risiko wird aber hier an dieser Stelle ebenfalls nicht berücksichtigt.

Wenig konkreten Einfluss kann auf den Punkt Wertveränderung genommen werden. Dieser Punkt ist vor allem vom Mikro- und Makro-Umfeld und den damit zusammenhängenden Rahmenbedingungen abhängig. Hier gilt es vor allem, das entsprechende Umfeld genau zu beobachten, sich abzeichnende Trends aufzuspüren und frühzeitig darauf zu reagieren und die notwendigen Schlüsse zu ziehen und Massnahmen einzuleiten.

Der letzte Punkt aus den aufgeführten Teilkomponenten der Rendite, die im Zusammenhang mit einer Investition anfallenden Transaktionskosten, Kapitalkosten der Finanzierung und Steuern, können auch wiederum nur in einzelnen Teilen direkt beeinflusst werden. Bei den Kapitalkosten und den Steuern spielen die Finanzierungsart und die Eigentumsverhältnisse eine wesentliche Rolle und sind somit ausschlaggebend für die Höhe der in diesem Zusammenhang anfallenden Kosten. Die Transaktionskosten hingegen sind auch wieder stark vom Umfeld und den entsprechenden Rahmenbedingungen abhängig und vor allem für alle Marktteilnehmer identisch, so dass sich hier kein Vorteil durch bessere Information oder besseres Management erzielen lässt.

Die hier nun untersuchten und maximierten Teilkomponenten der Rendite implizieren natürlich bereits eine Grundrendite jeder Renditeliegenschaft, welche von der grundsätzlichen Wahl eines der Investment Stile abhängig ist. Ausgehend von dieser Grundrendite, können die hier vorgestellten Massnahmen zur Renditemaximierung natürlich nur einen relativ kleinen Teil an die Gesamrendite beitragen. Wenn ein Investor bereit ist bereits von Anfang an ein höheres Grundrisiko einzugehen wird er natürlich ein Objekt aus einem mit höherer Rendite aber auch mit höherem Risiko behafteten Investment Stil wählen oder aber sogar in andere Anlageklassen investieren.

In der folgenden Abbildung sind die mit den verschiedenen Immobilien-Investment-Stilen erreichbaren Positionen im Rendite-Risiko-Diagramm gegenüber den Positionen anderer Anlageklassen relativ zu einander dargestellt.

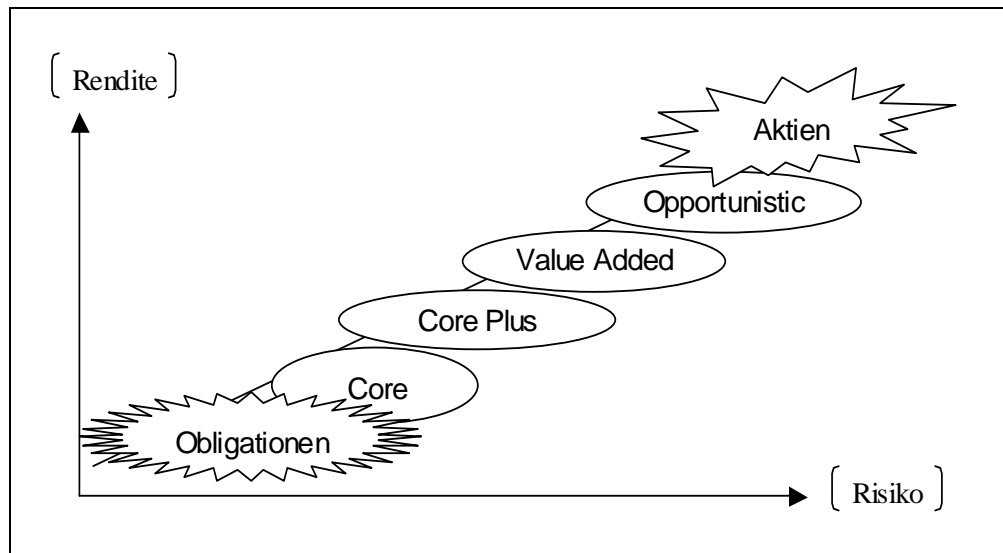


Abbildung 7: Immobilien im Vergleich mit anderen Anlageklassen

Daraus ist ersichtlich, dass vor allem die nahe bei den *Obligationen*, resp. *Aktien* positionierten Immobilien-Investment-Stile *Core* und *Opportunistic* in direkter Konkurrenz mit den jeweiligen anderen traditionellen Anlageklassen stehen.

Die Zunahme von Rendite und Risiko verhält sich quasi linear entlang einer Geraden, wie aus der Abbildung 7: Immobilien im Vergleich mit anderen Assetklassen ersichtlich ist. Also eine Assetklasse, mit einem höheren Risiko hat auch eine höhere Rendite und umgekehrt. Dass dem so ist, ergibt sich auch wiederum aus der Behavioral Finance, wonach Anleger rational handeln. Wenn eine Assetklasse im Diagramm direkt über oder neben einer anderen positioniert wäre, würden die rational handelnden Anleger nie die unterhalb oder rechts positionierte Assetklasse wählen. Ob die Zunahme der Risikokomponente unter- oder überproportional ist, kann quantitativ nur anhand eines skalierten Rendite-Risiko-Diagramms und aufgrund der Geradensteigung eruiert werden. Da aber die beiden Parameter Rendite und Risiko zwar die gleiche Einheit im Diagramm haben, beide Parameter werden in Prozent angegeben, jedoch unterschiedliche Berechnungs-Dimensionen als Grundlage haben, ist eine Aussage zur Unter-, resp. Überproportionalität nur qualitativ aufgrund von Indizien oder Schlussfolgerungen möglich.

Einen plausiblen qualitativen Hinweis liefert der Vergleich in Abbildung 7 aber schon. Aus der Positionierung der Anlageklassen *Opportunistic* und *Aktien*, welche relativ nahe beieinander liegen, kann abgeleitet werden, dass die Assetklassen mit hoher Risiko-Rendite-Positionierung durchaus auch für institutionelle Anleger attraktiv sein müssten, befindet sich doch in den meisten Mixed-Asset-Portfolios ein Anteil Aktien. Da sich die Risiko-Rendite-Profile der Anlageklassen *Opportunistic* und *Aktien* sehr ähnlich sind, gibt es analog zu der in Kapitel 2.2.3 gemachten Aussage<sup>26</sup> zu den Gründen für Investition in Core Immobilien, wonach Wertsteigerungspotenzial der wichtigste Grund darstellt, eigentlich auch keine rationalen Gründe für Investition in Aktien, anstelle von Investitionen in riskante, aber auch hoch rentable Immobilien-Entwicklungs-Projekte.

Zur Vervollständigung wird an dieser Stelle noch ein weiterer Detaillierungsgrad von den verschiedenen Immobilien-Investment-Stilen als Investitionsmöglichkeiten ergänzt:

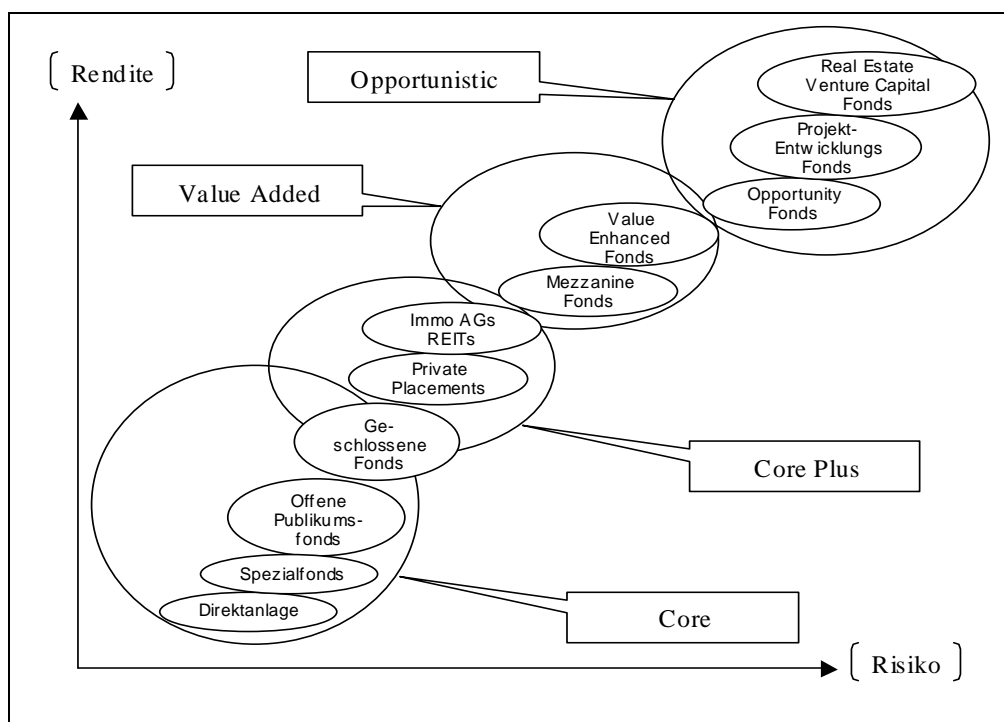


Abbildung 8: Rendite/Risiko-Spektrum von Immobilienanlagen<sup>27</sup>

<sup>26</sup> Es wird für diese Objekte mit einem überproportionalen Wertsteigerungspotenzial gerechnet. Sonst gibt es für eine Überzahlung von Renditeobjekten aus traditioneller Investorensicht keine rationalen Gründe, in Core Immobilien zu investieren anstelle von Bundesobligationen.

<sup>27</sup> Leichnetz Wolfhard (2008): So investiert die Welt, Globale Trends in der Vermögensanlage, Wiesbaden.

#### 4.2.2 Diversifikation

In der klassischen Anwendung der modernen Portfoliotheorie wird der Diversifikationseffekt als ein Instrument der Risikosteuerung, resp. in den meisten Anwendungsfällen konkret zur Risikominimierung des Portfoliorisikos verwendet. In diesem Kapitel soll nun im Sinne der Hypothese 2 untersucht werden, ob und wie der Diversifikationseffekt in Immobilienportfolios auch anderweitig interpretiert und angewendet werden kann. Konkret steht dabei diesmal die Renditeoptimierung des ganzen Portfolios im Vordergrund. Im Gegensatz zum vorherigen Kapitel, wo die Renditeoptimierung der Einzelobjekte, resp. die grundsätzliche Risikobereitschaft der Investoren zum Inhalt hatte.

Die Risikoneigung der Immobilieninvestoren ist aber auch im Zusammenhang mit der Auseinandersetzung zum Thema Diversifikation von zentraler Bedeutung. Im Immobilien-Portfolio-Management werden ja aus verschiedenen einzelnen Renditeobjekten Immobilien-Portfolios gebildet und durch gezielte Zu- oder Verkäufe wird das Portfolio optimiert bis zu einem sog. effizienten Portfolio. Da es aber mehrere effiziente Portfolios gibt, welche sich auf der Effizienzkurve befinden, muss sich der Investor je nach seiner Risikoneigung wiederum für ein Portfolio entweder mit eher höherem Rendite-Risiko-Profil, bei Risikofreudigkeit, oder aber für ein Portfolio mit eher tieferem Rendite-Risiko-Profil, bei Risikoaversion, entscheiden. Falls keine extreme Risikoneigung auszumachen ist, sondern ein zwischen Rendite und Risiko ausgewogenes Mittelmaß vom Investor vorgegeben wird, muss ein sog. optimales Portfolio angestrebt werden.

Gem. Gantenbein<sup>28</sup> ist ein Portfolio dann optimal, wenn sich für eine bestimmte Renditeerwartung keine Portfoliozusammensetzung mehr finden lässt, welche zu einer noch geringeren Renditestreuung führt.

Nebst der anzustrebenden Positionierung des Portfolios auf der Effizienzkurve im Rendite-Risiko-Diagramm, sowie dem grundsätzlichen Entscheid zur Wahl eines der vier Immobilien-Investment-Stile, welcher von Investor gefällt werden muss, ist ein weiteres und vor allem wichtiges Gestaltungselement des Portfoliomanagers die Diversifikation des Portfolios.

---

<sup>28</sup> Gantenbein Pascal (2003): Immobilien als Anlage, in: Schalcher Hans-Rudolf (Hrsg.): Immobilienmanagement, Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftliegenschaften.

Es gibt in der Immobilienbranche verschiedene Diversifikationsmöglichkeiten, wovon einige der wichtigsten aus der nachfolgenden Aufzählung ersichtlich sind:

- Geographische Diversifikation, über Mikro- und Makrostandort, Region, Länder oder Kontinente.
- Diversifikation über verschiedene Nutzungsarten wie Büro, Gewerbe, Verkauf, Wohnen oder Sonstige.
- Diversifikation über Objekteigenschaften, wie Grösse, Alter, Qualitätsstandard.
- Diversifikation innerhalb des Objekts durch Mietvertragsdauer, Mietermix.

In der Theorie ist die Effizienz von Portfolios durch die Effizienzkurve begrenzt. Somit werden alle rational handelnden und risikoaversen Investoren ähnlich diversifizierte Portfolios anstreben und sich mit der erzielten Performance zufrieden geben. Als klassischer Portfoliomanager kann man also theoretisch den Markt nicht schlagen. Dies wird aber von den Investoren gefordert. Somit muss das Ziel von innovativem Portfoliomanagement sein, eine Möglichkeit zu finden um ein übereffizientes Portfolio zu gestalten.

Wo ein solches übereffizientes Portfolio im Rendite-Risiko-Diagramm positioniert ist, wird aus der nachfolgenden Abbildung ersichtlich.

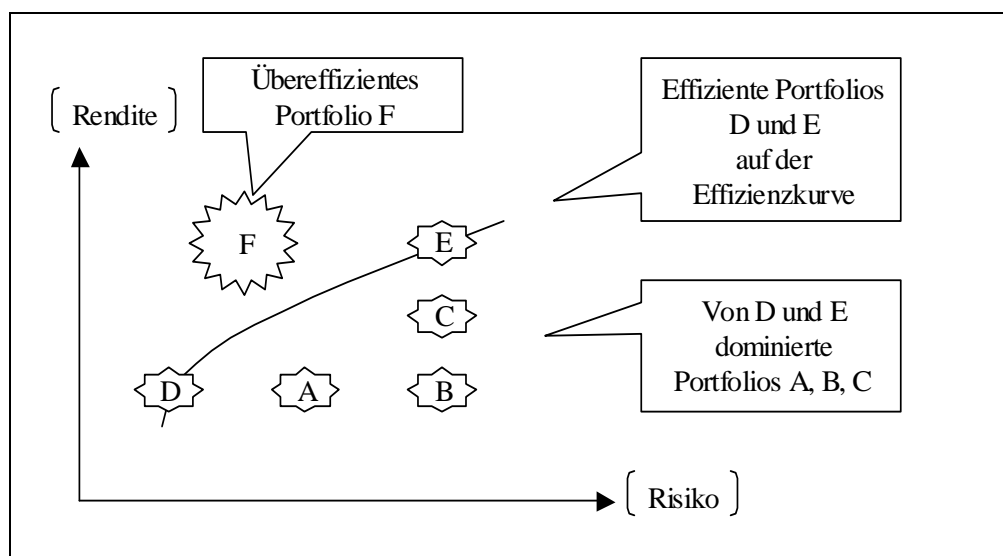


Abbildung 9: Übereffizientes Portfolio

Portfolio „F“ existiert in der Theorie nicht - wegen der Theorie der effizienten Märkte.<sup>29</sup> In der Praxis, vor allem in ineffizienten und intransparenten Märkten, wie es der Immobilienmarkt ist, kommen solche übereffizienten Portfolios jedoch sehr wohl vor, allerdings mit der Tendenz zur Verschiebung wieder auf die Effizienzkurve über die Zeit. Der Grund für diese Verschiebung liegt auch hier wieder in der Annahme, dass rational handelnde Investoren bevorzugt in übereffiziente Portfolios investieren und dadurch infolge einer vermehrten Nachfrage nach dieser Investitionsmöglichkeit im Verlaufe der Zeit wieder ein Marktportfolio entsteht. Daraus ergibt sich aus Portfolio-Sicht die Notwendigkeit das Portfolio F übereffizient zu halten um den Markt schlagen zu können.

Eine Möglichkeit das Portfolio übereffizient zu halten ist durch Wachstum mit gezielten Zukäufen von möglichst unterbewerteten Immobilien. Die Schwierigkeit liegt dabei aber natürlich darin, unterbewertete Immobilien überhaupt am Markt ausfindig zu machen. Dies ist wiederum nur dank Wissensvorsprung durch bessere Marktkenntnisse des Käufers gegenüber dem Verkäufer oder aufgrund einer besonderen Situation des unter Verkaufsdruck stehenden Verkäufers möglich. Mit dem angestrebten Portfolio-Wachstum und den damit besseren Diversifikationsmöglichkeiten stellt sich die Frage nach der Art der Diversifikation.

Gem. Gantenbein sind die wichtigsten Fragestellungen:<sup>30</sup>

- Welches ist die optimale Diversifikation über verschiedene Immobilientypen?
- Und welches ist die optimale Diversifikation über geografische Regionen?

Gantenbein zitiert verschiedene Studien aus den 80er und 90er Jahren, aus welchen hervorgeht, dass Portfolios mit Diversifikation über verschiedene Immobilientypen höhere risikoadjustierte Renditen liefern, als Portfolios mit Diversifikation über verschiedene Regionen. Aus der jüngeren Forschung werden sogar konkrete Portfolioempfehlungen zitiert, welche besagen, dass die optimale Portfoliozusammensetzung ca. 52 Prozent Wohngebäude, ca. 10 Prozent Büros, ca. 24 Prozent Detailhandelsimmobilien und ca. 14 Prozent Warenhäuser beinhalten.

---

<sup>29</sup> Effiziente Märkte kennzeichnen sich dadurch, dass alle Marktteilnehmer die gleichen Informationen haben.

<sup>30</sup> Gantenbein Pascal (2003): Immobilien als Anlage, in: Schalcher Hans-Rudolf (Hrsg.): Immobilienmanagement, Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftliegenschaften, S. 185.

Im Gegensatz zum Ergebnis von Gantenbein<sup>31</sup> kommt Wellner<sup>32</sup> zum Schluss, dass eine Streuung nach internationalen Standorten die grössten Effekte bringt. Allerdings gewichtet Wellner in ihren Untersuchungen immer das Ziel der Risikominimierung höher als die Renditemaximierung.<sup>33</sup>

Somit sollte der auf Renditemaximierung ausgerichtete Portfoliomanager hauptsächlich ein Augenmerk auf die Diversifikation über die verschiedenen Immobilientypen und die Diversifikationsmöglichkeiten innerhalb der einzelnen Objekte, wie z.B. die Dauer der Mietverträge, richten und die Diversifikation nach geografischen Kriterien wie, Region, Länder oder sogar Kontinente weniger beachten.

Die folgende Aufzählung zeigt Diversifikationsmöglichkeiten innerhalb der Objekte:

- Mietvertragsdauer  
(Kurz- oder langfristige Verträge, resp. kurze oder lange Kündigungsfristen)
- Mietvertragsart  
(feste, befristete, oder unbefristete Verträge / Index-, resp. Staffelmietverträge)
- Mietermix  
(Mieterauswahl nach Branchen, Bonität, Bekanntheit, Kundenfrequenzen, etc.)
- Objektstrategie  
(Werterhaltungs-, Wertvermehrungs-, Verlotterungs-Strategie, oder Abbruch)
- Mietzinsgestaltung  
(Aggressive oder moderate Mietzinspolitik / Marktmiete oder Kostenmiete)

Mit all diesen einzelnen Einflussfaktoren kann eine sehr breite und gute Diversifikation bereits auf Objektstufe erreicht werden. Wichtig dabei ist natürlich, dass die Einflussfaktoren negativ zueinander korrelieren. Eine positive Korrelation bringt keine Optimierung des Rendite-Risiko-Verhaltens im Objekt oder Portfolio.

---

<sup>31</sup> Gantenbein Pascal (2003): Immobilien als Anlage, in: Schalcher Hans-Rudolf (Hrsg.): Immobilienmanagement, Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftsliegenschaften, S. 185.

<sup>32</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 154.

<sup>33</sup> Vgl. Kapitel 4.1 Risikoneigung.

Nachdem nun die Diversifikation auf Objekt- oder Portfolioebene voruntersucht wurde, kann die nächste Frage nach weiteren Diversifikationsmöglichkeiten gestellt werden: Wie sieht es aus mit Diversifikation über verschiedene Immobilien-Investment-Stile? Was genau mit Diversifikation über verschiedene Immobilien-Investment-Stile gemeint ist, lässt sich aus der nachfolgenden Abbildung feststellen, wo eine Kombination der Systeme: Effiziente Portfolios aus Abbildung 3 und Investment Stile aus Abbildung 6 übereinander gelegt werden zu einem „Investment-Stil-Portfolio“ mit Diversifikation über verschiedene Investment-Stile.

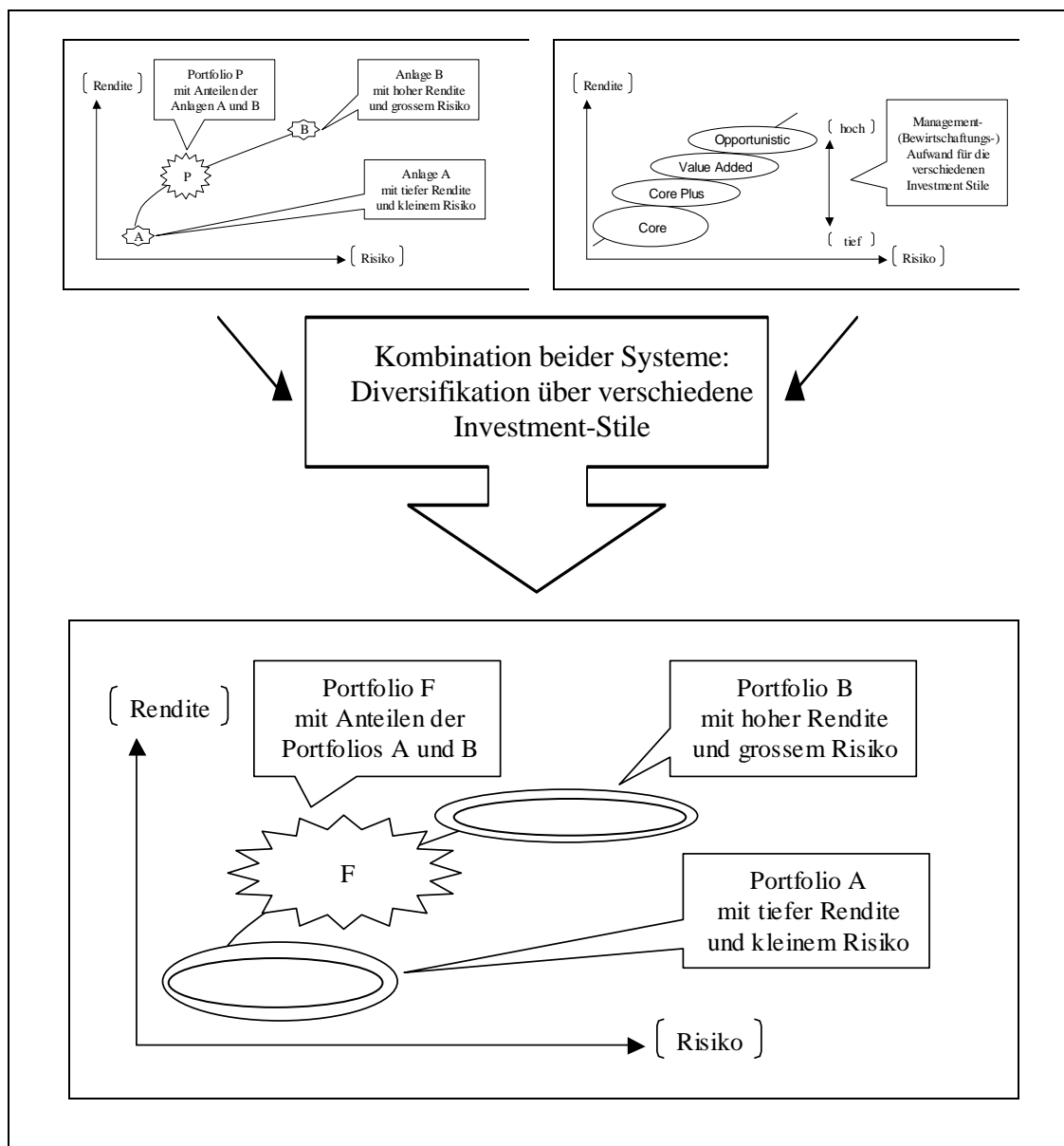


Abbildung 10: Investment-Stil-Portfolio



In Anlehnung an Geltner/Miller<sup>34</sup>, welche eine Kombination von verschiedenen Asset-Klassen, die sehr negativ zueinander korrelieren, vorschlagen, wird hier vorgeschlagen eine Kombination über verschiedene Immobilien-Investment-Stile (Investmentstrategien) zu finden, welche sehr negativ zueinander korrelieren. Dazu werden zuerst anhand eines Praxisbeispiels<sup>35</sup> die Detailkriterien der drei **Investmentstrategien** betrachtet:

**Core** (ausschüttungsorientierte Anlagen)

- Fokus auf Standortperspektive guter bis sehr guter Lagen (Wohnbau, Büro, Industrie)
- langfristiger Anlagehorizont (> 15 Jahre)
- nachhaltig stabile Erträge
- geringes Risiko durch problemlose Nachvermietung, kein Renovationsstau
- max. Fremdkapital-Leverage bei indirekten Anlagen von 40 %
- mind. 70 % des Ertrags aus laufenden Einnahmen

**Value-Added** (mit zyklischen Kapitalgewinnen)

- Fokus auf Standorte und Marktzyklen
- mittel- bis langfristiger Anlagehorizont (> 7 Jahre)
- mittleres Risiko (temporärer Leerstand, geringer Renovationsstau)
- höhere Ertragsvolatilität
- Fremdkapital-Leverage bei indirekten Anlagen 40 – 80 %
- mind. 50 % des Ertrags aus laufenden Einnahmen

**Opportunistic** (Projekte, Themen, Zyklen)

- Fokus auf Erträge aus Wertzuwachs
- kurz- bis mittelfristiger Anlagehorizont mit vorbereiteter Buy-and-Exit Strategie (3-7 Jahre)
- Leerstand bis 100 %
- hohes Risiko (Entwicklungsprojekte, Neuvermietung)
- Fokus auf Marktzyklen und Themen
- überdurchschnittliches Wertsteigerungspotential

Nachdem die einzelnen Kriterien der Investmentstrategien definiert und bekannt sind, muss aber noch analysiert werden welche Parameter für die Positionierung im Rendite-Risiko-Diagramm verantwortlich sind und für eine eher negative oder zumindest nicht positive Korrelation ausschlaggebend sind.

---

<sup>34</sup> Geltner David & Miller Norman (2007): Commercial Real Estate, Analysis & Investments, S. 535-537.

<sup>35</sup> Quelle: Anlagereglement der Basellandschaftlichen Pensionskasse (2007).

Die einzelnen Komponenten der Portfolio-Rendite-Risiko-Berechnung sind:<sup>36</sup>

- Renditeerwartung des Einzelobjekts (Total Return), welche sich aus folgenden Teilkomponenten zusammensetzt: Laufender, resp. zukünftiger Ertrag, Laufender, resp. zukünftiger Aufwand, Wertveränderung in der betrachteten Periode
- Risiko der Renditeerwartung mit den Teilkomponenten Varianz, als Risikomass, Standardabweichung
- Portfoliorendite, als Summe der gewichteten Einzelrenditen
- Portfoliorisiko, welches nebst der Schwankung der Einzelrisiken vor allem von der Gleich, resp. Gegenläufigkeit der Renditeverläufe (Korrelation) abhängig ist

Aufgrund der schlecht verfügbaren Daten im Immobilienmarkt, soll hier nur der wichtigste Einflussfaktor auf die Diversifikation, welcher auch qualitativ beurteilt werden kann, betrachtet werden. Dies ist der Korrelationskoeffizient, welcher Werte zwischen „-1“ (perfekt negative Korrelation) und „+1“ (perfekt positive Korrelation) annehmen kann.

Die Verläufe der Effizienzkurven mit unterschiedlichen Korrelationskoeffizienten sind in der nachfolgenden Abbildung beispielhaft dargestellt.

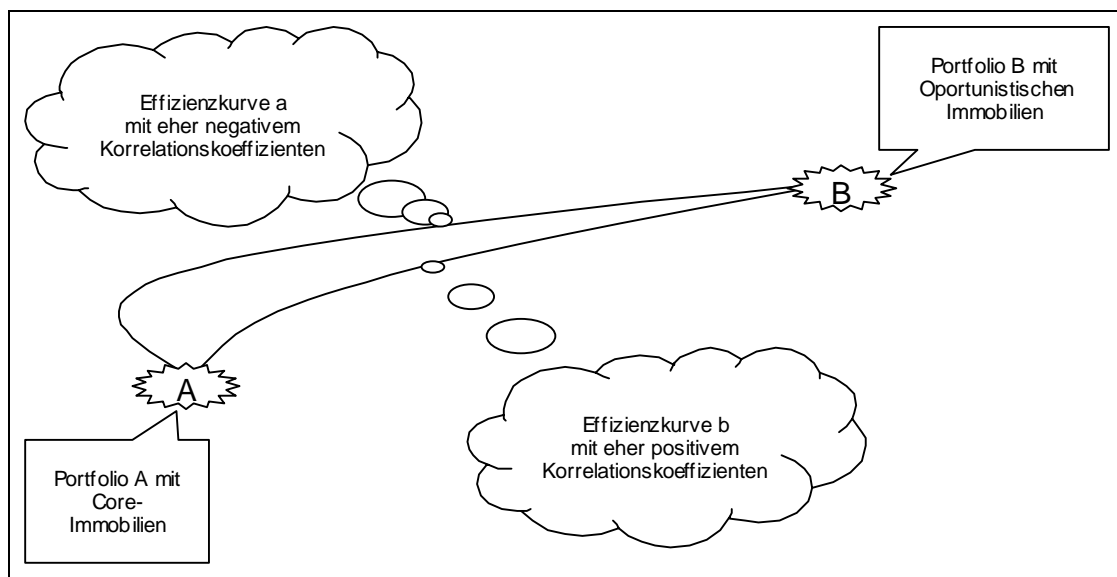


Abbildung 11: Korrelationseffekt auf Effizienzkurven

<sup>36</sup> Vgl. Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems.

Die in Abbildung 11: dargestellten Kurven a und b stellen eher negative Korrelation (a), resp. eher positive Korrelation (b) dar. Im Sinne einer Renditeoptimierung, wie sie mit dieser Arbeit angestrebt wird, ist nur die Kurve a relevant, da nur hier Portfolios möglich sind, welche A dominieren.<sup>37</sup>

Der Korrelationskoeffizient ist also dasjenige Element in der Risikokalkulation, welches den Verlauf der Kurve zwischen A und B beeinflusst. Es stellt sich nun noch die Frage: Wann entsteht eine Kurve vom Typ a und wann eine Kurve vom Typ b?

Die unterschiedlichen Effizienzkurven entstehen durch gegenläufige oder mindestens nicht gleichläufige Korrelation. Unterschiedliche Renditeverläufe zum Beispiel bewirken Risikominimierungschancen aufgrund der Unterscheidung von systematischem und unsystematischem Risiko im Portfolio.<sup>38</sup>

Das systematische Risiko steht dabei für das Branchenrisiko, welches für alle Objekte gleichermaßen zutrifft und somit nicht diversifizierbar ist. Das unsystematische Risiko hingegen betrifft die einzelnen Objekte unterschiedlich und ist somit diversifizierbar. Der Diversifikationseffekt ist von der Stärke des Gegenlaufs der Entwicklung der unterschiedlichen Objekte oder der verschiedenen Rendite-Risiko-Komponenten innerhalb der einzelnen Objekte abhängig.

Um auf Stufe Immobilien-Investment-Stil einen guten Diversifikationseffekt erzielen zu können, müssen also die verschiedenen Kombinationen der Investment-Stile untersucht werden. Da es in dieser Arbeit darum geht, die Rendite von Core-Immobilien-Investitionen zu erhöhen, werden nur die Kombinationen für den Stil *Core* mit den anderen Investment-Stilen untersucht. Auch wird aufgrund der offensichtlichen Ähnlichkeit von *Core* und *Core Plus* der Einfachheit halber nicht noch speziell zwischen diesen beiden „Unterstrategien“ unterschieden.

Folgende Kombinationen sind für den Investment-Stil *Core* möglich:

- Kombination 1: Core / Value Added
- Kombination 2: Core / Opportunistic

---

<sup>37</sup> Ein Portfolio welches eine höhere Rendite bei kleinerem Risiko aufweist, dominiert ein anderes Portfolio.

<sup>38</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 104f.

Welche dieser beiden Kombinationen korreliert aber nun besonders negativ zueinander?

Um dies herauszufinden müssen die Kriterien für eher negative Korrelation eruiert und angewendet oder aber die Kriterien für eher positive Korrelation eruiert und ausgeschlossen werden. Dazu werden wiederum die Detailkriterien der Investmentstrategien aus dem Praxisbeispiel von Seite 27 betrachtet und miteinander verglichen. Zur besseren Vergleichbarkeit werden die Detailkriterien dabei zuerst noch in der Komplexität reduziert und dann mit einer qualitativen dreistufigen Wertung („-,“ / „0“ / „+“) bez. ihrer Korrelation für die beiden möglichen Kombinationen „1“ und „2“ versehen.<sup>39</sup>

|   |   |   |
|---|---|---|
| <b>Core</b> (ausschüttungsorientierte Anlagen)      | - | - |
| - Fokus auf Standortperspektive                     | + | - |
| - langfristiger Anlagehorizont                      | 0 | 0 |
| - nachhaltig stabile Erträge                        | 0 | - |
| - geringes Risiko, kein Renovationsstau             | + | - |
| - max. Fremdkapital-Leverage von 40 %               | + | 0 |
| - mind. 70 % des Ertrags aus laufenden Einnahmen    | + | - |
| <b>Value-Added</b> (mit zyklischen Kapitalgewinnen) | - |   |
| - Fokus auf Standorte und Marktzyklen               | + |   |
| - mittel- bis langfristiger Anlagehorizont          | 0 |   |
| - mittleres Risiko, geringer Renovationsstau        | + |   |
| - höhere Ertragsvolatilität                         | 0 |   |
| - Fremdkapital-Leverage 40 – 80 %                   | + |   |
| - mind. 50 % des Ertrags aus laufenden Einnahmen    | + |   |
| <b>Opportunistic</b> (Projekte, Themen, Zyklen)     |   | - |
| - Fokus auf Erträge aus Wertzuwachs                 |   | - |
| - kurz- bis mittelfristiger Anlagehorizont          |   | 0 |
| - Leerstand bis 100 %                               |   | - |
| - hohes Risiko                                      |   | - |
| - Fokus auf Marktzyklen und Themen                  |   | - |
| - überdurchschnittliches Wertsteigerungspotential   |   | - |

Auswertung: Kombination 1 korreliert eher positiv und Kombination 2 eher negativ.

---

<sup>39</sup> Legende: „-,“ steht für eher negative, „0“ steht für neutrale, „+“ steht für eher positive Korrelation.

Dieses Ergebnis wird in den folgenden beiden Abbildungen auch noch visuell dargestellt.

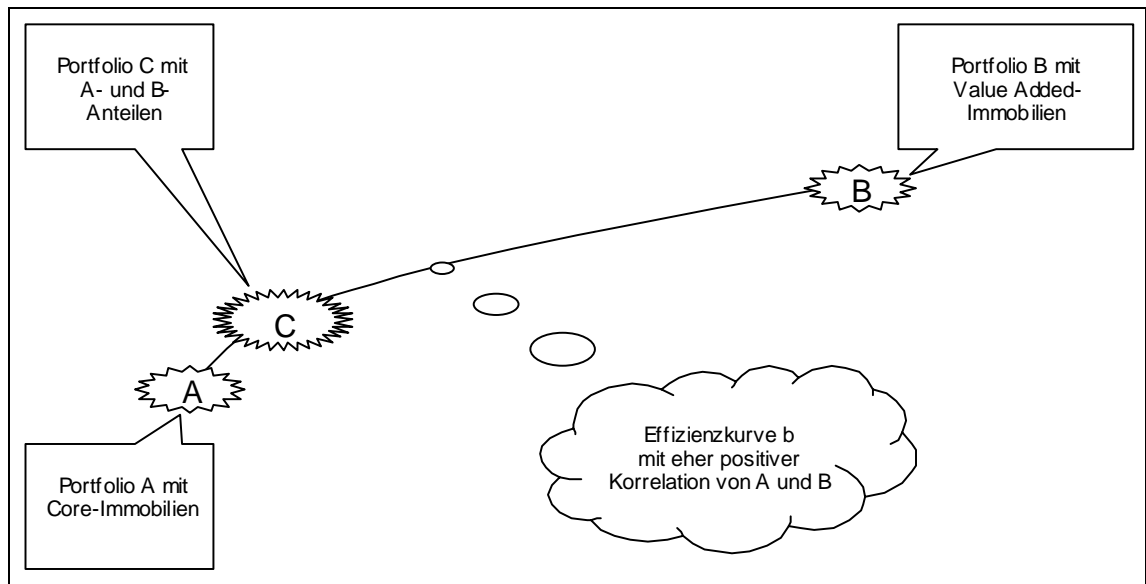


Abbildung 12: Investment-Stil-Portfolio Kombination 1 mit positiver Korrelation

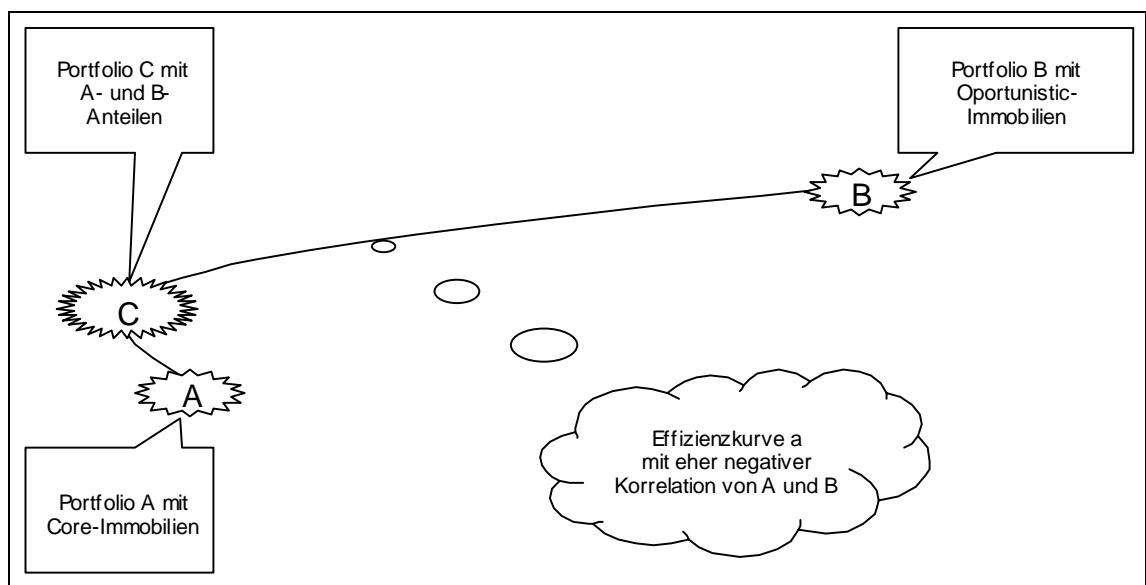


Abbildung 13: Investment-Stil-Portfolio Kombination 2 mit negativer Korrelation

Die Kombination von *Core* und *Opportunistic* zu einem Investment-Stil-Portfolio erfüllt also zumindest theoretisch den Investorenraum von mehr Rendite bei weniger Risiko.

Dies widerspricht zwar im Grundsatz der Theorie, wonach eine höhere Rendite immer mit einem höherem Risiko erkaufte werden muss, ist jedoch nach Meinung des Autors eine logisch aufgebaute Schlussfolgerung aus den Untersuchungen zur Hypothese 2.

Eine Vermischung von Portfolios mit verschiedenen Investment-Stilen wie sie also hier empfohlen werden, ist zwar in der Praxis nicht, oder vielleicht auch noch nicht üblich, wird jedoch auch durch namhafte wissenschaftlich erhobene Studien empfohlen. So kommt z.B. Wellner zum Schluss<sup>40</sup>, dass das Beimischen von isoliert betrachtet, unrentablen Immobilien, zu einer Risikominderung über den Gesamtbestand führen kann. Die Risikominderung verlaufe dabei überproportional zum möglichen Renditeverlust. Aufgrund der Heterogenität und der Zersplitterung in viele Teilmärkte, birge die Immobilienbranche und damit Investitionen in Immobilien, grosse Diversifikationspotenziale. Wobei die Optimierung der Einzelimmobilien für die erfolgreiche Diversifikation immer grundlegende Voraussetzung bilde.

Dies ist der bekannte in der Praxis angewendete Ansatz, welcher von Sicherheitsdenken dominiert wird. Umgekehrt kann logischerweise davon ausgegangen werden, dass das Beimischen von isoliert betrachtet, hochrentablen Immobilien, zu einer Renditesteigerung über den Gesamtbestand eines Core-Immobilien-Portfolios führen kann, wenn die Renditesteigerung dabei überproportional zur möglichen Risikosteigerung verläuft.

Dies ist ein neuer gewagter aber unternehmerischer Ansatz, um sich vom Durchschnitt abzuheben, also den Markt zu schlagen.

Die Praxistauglichkeit dieses Ansatzes ist somit selbstverständlich nicht bewiesen, was aber auch nicht Ziel dieser Arbeit ist und den Rahmen deutlich sprengen würde.

Das von Wellner<sup>41</sup> entwickelte Immobilien-Portfolio-Management-System könnte die für eine optimale Portfoliozusammensetzung eines Investment-Stil-Portfolios notwendigen Kennzahlen zu Rendite und Risiko liefern, falls diese nicht aus in historischen Zeitreihen vorhandenen Daten abgeleitet werden können.

---

<sup>40</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 255.

<sup>41</sup> Vgl. Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems.

## 4.3 Alternative Bewirtschaftungsstrategien

### 4.3.1 Abgrenzung

Zunächst soll in diesem Kapitel eine Abgrenzung zwischen Portfoliomanagement und Bewirtschaftung vorgenommen werden.

Abgrenzung nach Wellner<sup>42</sup>:

Immobilien-Portfolio-Management 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 Balance zwischen Erträgen und den damit verbundenen Risiken von Immobilienanlage- und Managemententscheidungen für das gesamte Immobilien-Portfolio herzustellen.

Abbildung 14: Abgrenzung zwischen Portfoliomanagement und Bewirtschaftung

Da gute Immobilien begehrt sind und somit aufgrund der grossen Nachfrage einen entsprechend hohen Preis haben, ist Druck auf die Portfoliomanager, resp. Bewirtschafter gross, bisher ungenutzte Ertragspotenziale auszuschöpfen. Es gilt dabei sowohl den Gesamtbestand, also das Portfolio, resp. die Portfoliozusammensetzung, als auch das Einzelobjekt mit dem entsprechenden Wertsteigerungspotenzial zu beachten.

Portfoliomanagement und Verwaltung unterscheiden sich durch eines der wichtigsten Instrumente des Portfolio-Managements, den gezielten Zu- und Verkäufen von Objekten. Eine optimierte Verwaltung der Einzelobjekte ist jedoch immer die Basis eines funktionierenden Portfolio-Managements, gerade weil dieses nicht die Verwaltung im Einzelfall zum Inhalt hat, sondern dies als Voraussetzung betrachtet.

Facility Management als weitere Disziplin zielt darauf ab, die Kosten über den gesamten Lebenszyklus einer Immobilie zu senken, resp. zumindest zu optimieren.

---

<sup>42</sup> Wellner Kristin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems, S. 35.

### 4.3.2 Mietvertragsdauer

In diesem Kapitel soll untersucht werden, ob im Sinne von Hypothese 3, auch eine gezielt differenzierte Auswahl von Mietern mit kfr. Mietverträgen zur Renditeerhöhung beitragen kann.

Kurzfristige Mietverträge in Renditeliegenschaften sind bei inst. Anlegern in der Schweiz vor allem bei Core Immobilien nicht üblich, resp. aufgrund von Fondsauflagen oder Anlagereglementen gar nicht erlaubt.<sup>43</sup> In anderen Immobilienmärkten<sup>44</sup>, vor allem im asiatischen und australischen Markt, sind kurzfristige Mietverträge für Gewerbe- und Verkaufsflächen z.B. in Einkaufszentren, durchaus üblich und auch aus Investorensicht gewünscht und erlaubt.

Es stellt sich nun die Frage, was der Grund für kurz- oder langfristige Mietverträge aus Portfoliomanagement-Sicht ist. Ein Grund liegt sicher im Management-Aufwand, der bei kurzfristigen Mietverträgen aufgrund der kürzeren Mietdauer und damit häufigeren Mieterwechseln oder zumindest Vertragsanpassungen, sicher grösser und damit teurer ist, als bei langfristigen Mietverträgen. Ein weiterer Grund für langfristige Mietverträge liegt in der Investitions- und Abschreibungspolitik der Investoren, wonach aus Sicherheitsgründen eine zu tätige Investition in Nutzerspezifische Ausbauten der Mietfläche höchstens über die vertraglich gesicherte Mietvertragsdauer abgeschrieben werden sollen. Dieses Argument gilt auch wiederum nur bei sog. AAA-Mietern mit höchster Bonität. Bei „opportunistischen“ Mietern ist das Risiko natürlich grösser. Da es sich dabei aber um ein nicht diversifizierbares Risiko handelt, wird hier nicht weiter darauf eingegangen. In beiden Fällen muss ein allfälliger Mehrmietertrag aber grösser sein als die zusätzlichen Management- oder Abschreibungskosten.

Nun gilt es zu untersuchen, ob und allenfalls wie denn mit kurzfristigen Mietverträgen Mehrerträge generiert werden können. Dazu wird das Zyklusverhalten des Immobilienmarktes genauer betrachtet. Insbesondere sollen die unterschiedlichen Phasen des klassischen Marktzyklus, resp. das Steigungsverhalten der Umsatzkurve in den einzelnen Phasen analysiert und auf ihren Einfluss auf die Ertragssituation eines Objekts über eine bestimmte Zeitperiode betrachtet werden.

---

<sup>43</sup> Vgl. Praxisbeispiel: Anlagereglement der Basellandschaftlichen Pensionskasse, in 4.2.2 dieser Arbeit.

<sup>44</sup> Vgl. Kälin Christian, (2003): Internationales Immobilienhandbuch.



In der nachfolgenden Abbildung ist zunächst die Grundstruktur eines Marktzyklus von Unternehmen allgemein dargestellt.

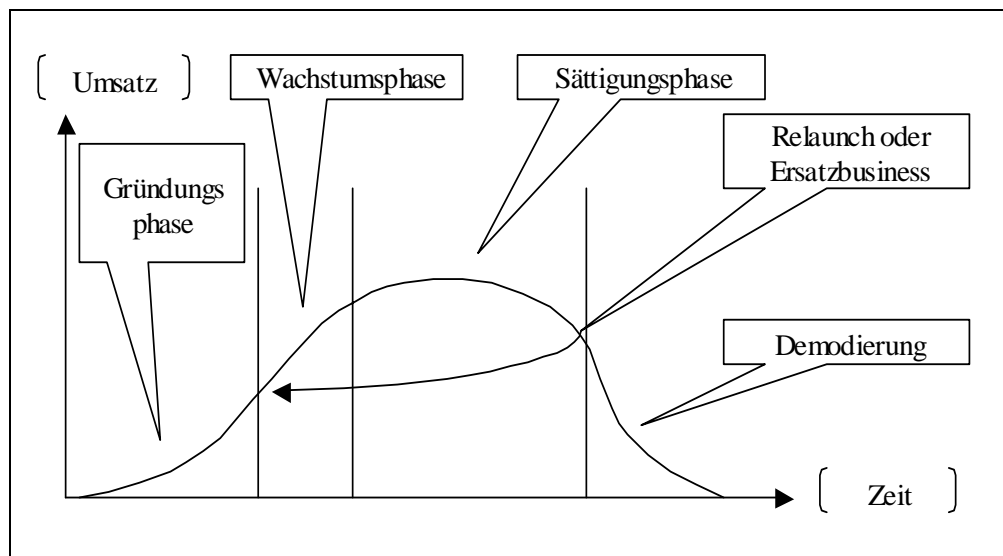


Abbildung 15: Marktzyklus von Unternehmen

Bei näherer Betrachtung fällt auf, dass die Gründungs- und Wachstumsphase zusammen sich über eine längere Zeitspanne erstreckt als die Demodierungsphase. Die Darstellung in dieser Abbildung ist natürlich nur modellhaft und keineswegs empirisch hinterlegt. Falls aber Praxisuntersuchungen tatsächlich grosse Unterschiede in den Steigungen der Umsatzverläufe der Anfangs- und Schluss-Phasen des Zyklus ergeben würden, ohne Beachtung des Vorzeichens selbstverständlich, könnte diese Eigenart durchaus als Argument für kurz- oder langfristige Mietverträge ausschlaggebend sein und somit auch entsprechend ausgenutzt werden.

Eine Möglichkeit die Steigung der Umsatzkurve zu bestimmen, ist wie bei der Renditeermittlung aus historischen Zeitreihen, also über das gewichtete Mittel der Umsätze in einzelnen Zeitpunkten über eine bestimmte Zeitperiode, in diesem Fall eine der Phasen.

Diese allgemeine Darstellung hat selber keinen direkten Bezug zum Immobilienmarkt. Daher wird zuerst ein zyklischer Verlauf einer Kennzahl im Immobilienmarkt gesucht, welcher dann zur Interpretation der gewonnenen Erkenntnisse herangezogen werden könnte.

Ein gutes Beispiel für einen zyklischen Verlauf im Immobilienmarkt ist der Angebotspreisindex für Geschäftsflächen, welcher in der folgenden Abbildung dargestellt ist.

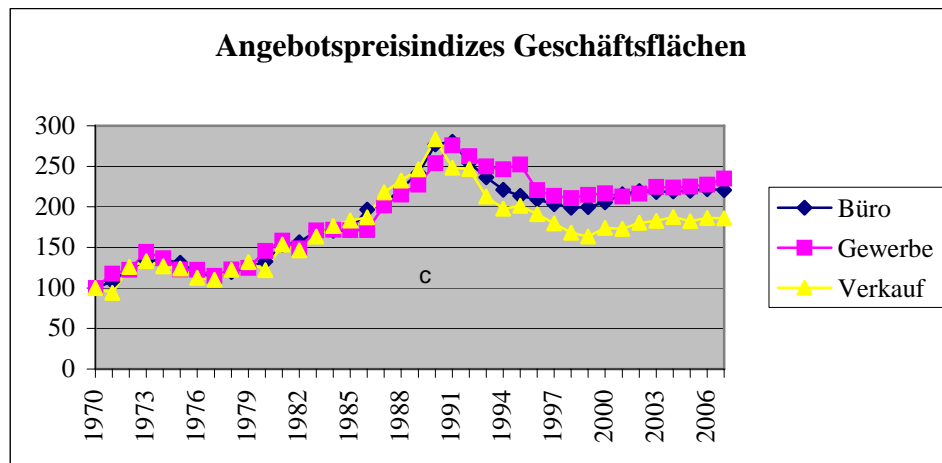


Abbildung 16: Angebotspreisindizes Geschäftsflächen<sup>45</sup>

Der Verlauf in Abbildung 16 zeigt, grosszügig interpretiert, ein zyklisches Verhalten, welches zu einem Vergleich mit demjenigen in Abbildung 15 herangezogen werden könnte. Es können also wiederum am Modellfall unterschiedliche Zyklusverläufe von Immobilienmärkten dargestellt und miteinander verglichen werden. Die unterschiedlichen Steigungen der Mietpreisverläufe in verschiedenen Phasen werden in der nachfolgenden Abbildung visuell dargestellt und danach auch noch genauer untersucht werden.

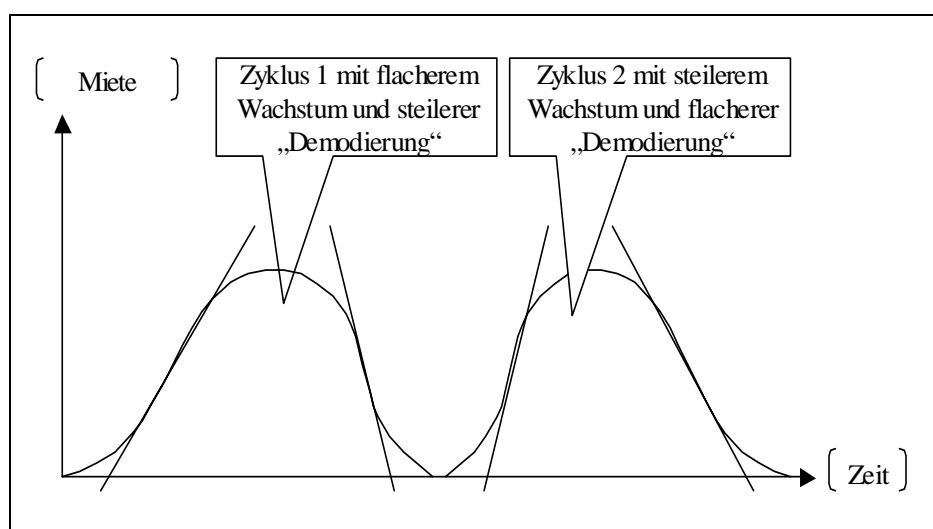


Abbildung 17: Vergleich verschiedener Marktzyklusverläufe

<sup>45</sup> Quelle: Immo-Monitoring (2007), Wüst & Partner AG, Zürich.

Zunächst soll die Frage nach dem idealen Einstiegspunkt in den Marktzyklus, also den Abschluss des Mietvertrages und damit zusammenhängend auch gleich die Frage nach der idealen Mietvertragsdauer aus Sicht des Bewirtschafters gestellt werden.

Wenn sich der Zyklus auf hohem Niveau befindet, also quasi in der Wachstums- oder Sättigungsphase, ist es vorteilhaft für den Bewirtschaftler einen festen möglichst langfristigen Mietvertrag abzuschliessen, um so möglichst lange vom Hochpreisniveau zu profitieren. Wenn sich jedoch der Zyklus auf tiefem Niveau befindet, also gem. den Bezeichnungen im Marktzyklus-Modell in der Demodierung oder der Gründungsphase, sollten möglichst kurzfristige Mietverträge abgeschlossen werden, um dann wiederum in der Sättigungsphase die Verträge neu abzuschliessen zu können.

Die in Abbildung 17 dargestellten unterschiedlichen Steigungen der zwei verschiedenen Zyklusverläufe haben insofern einen Einfluss, dass bei flacherer Steigung im Wachstum wie im Zyklus 1 dargestellt, auch wieder eher kurzfristige Mietverträge sinnvoll sind um die Sättigungsphase nicht zu verpassen, also nicht durch langfristige Mietverträge gebunden zu sein, welche dann auf tiefem Niveau auslaufen und genau da einen Neuabschluss erfordern. Im Falle von flacherer Steigung in der Demodierung wie im Zyklus 2 dargestellt, sollten in der Wachstumsphase am besten keine Verträge abgeschlossen werden und temporäre Leerstände in Kauf genommen werden, um bei Erreichung der Sättigungsphase nicht bereits auf tiefem Niveau gebunden zu sein.

### **4.3.3 Mietermix**

Die Portfoliotheorie wird normalerweise bei der Auswahl von Assets zur Bildung eines optimalen Portfolios angewendet. Hier soll nun abschliessend zu den alternativen Bewirtschaftungsstrategien im Sinne der Hypothese 4 untersucht werden, ob die Portfoliotheorie auch bei der Auswahl von Mietern zur Bildung eines optimalen Mietermix angewendet werden kann.

Dies kann am besten anhand des folgenden Anwendungsbeispiels untersucht werden: Ausgangslage sei eine Top Büro-Immobilie (Core) an prominenter Adresse. Traditionell würde ein AAA-Mieter (Grossbank, Post, etc.) bevorzugt mit dem Kompromiss eine gemässigte Miete mit einem langfristigen Mietvertrag (z.B. über 10 Jahre) zu erzielen. Opportunistisch würden aufstrebende Hype-Firmen bevorzugt, welche sich im Wachstum befinden. Diese wollen oder müssen fast um jeden Preis an diese Adresse, um ent-

weder zuerst überhaupt im Markt Fuss zu fassen oder sich als Top-Firma zu etablieren. Zuerst werden nur relativ viele kleine Flächen, dafür mit einem Staffelmietzins oder mit unechten Optionen vermietet. Mit einem gewissen Ausfallrisiko fallen einige Mieter nach relativ kurzer Zeit aus, andere (erfolgreichere) benötigen dafür mehr Fläche um expandieren zu können. Der Vorteil für diese Erfolgreichen, liegt darin, dass sie die Adresse behalten können und der Mietzins gleichzeitig mit dem erfolgreichen Wachstum steigt, was sich diese Firmen ja somit auch leisten können. Vgl. auch den Umkehrschluss aus dem Beispiel kurz- resp. langfristiges Denken aus Kapitel 2.2.3. Somit wird also eine bessere Rendite erzielt, was auch eine Überzahlung (Yield Compression) rechtfertigt. Auch das Eingehen von unechten Optionen ist ein Risiko im Sinne der Portfoliotheorie und kann somit auch problemlos eingegangen werden von beiden Seiten. Es hat für beide Seiten (Mieter und Vermieter) Vorteile: Für den Mieter, wenn er sich die Option oder die Staffelmiete nicht mehr leisten kann kündigt er halt. Für den Vermieter, wenn der Mieter kündigt gibt dies Platz für neue zahlungswillige Mieter.

Für den idealen Mietermix im Sinne der Diversifikation können aber noch weitere Kriterien aufgeführt werden, die eine möglichst negative Korrelation zueinander aufweisen. Es gilt also nicht die Mieter auszuwählen, welche über die höchste Bonität verfügen, sondern diejenigen welche sich aufgrund ihrer Branche oder sonstigen Eigenschaften möglichst negativ korrelieren. Also vom Diversifikationseffekt nicht auf Stufe Portfolio, sondern auf Stufe Mietermix profitieren.

Negative Korrelation von potenziellen Mietern lässt sich über verschiedene Branchen erreichen, oder innerhalb einer Branche nur wenn es ein Verdrängungsmarkt ist, denn dann ist immer eine der Unternehmungen erfolgreich und die andere nicht. Somit ist eine negative Korrelation am wahrscheinlichsten.

## 5 Mezzanine Kapital

In diesem Kapitel wird angedeutet, welche Investitionen für eine Mezzanine-Finanzierung überhaupt in Frage kommen könnten.

Nach Müller<sup>46</sup> sind die idealen Voraussetzungen für einen Mezzanine-Kandidaten:

„Ein optimaler Kandidat für eine Mezzanine-Transaktion ist in einem wachsenden oder reifen Markt tätig. In einem wachsenden Markt wird die Finanzierung eher eigen-, in einem reifen Markt eher fremdkapitalähnlicher ausfallen. Zudem weist der ideale Kandidat Produkte mit Entwicklungspotential (Wachstumsmarkt) oder etablierte Produkte (reifer Markt) auf. Produkte mit einem kurzen Leibszyklus (z.B. High-Tech-Industrie, Software), die viel Cash zum Aufbau ihrer Marktposition benötigen, jedoch einen geringen operativen Cash-Flow aufweisen, sind für Mezzanine-Finanzierungen ungeeignet. Ein Kandidat ist umso geeigneter, je höher sein positiver operativer Cash-Flow ist. Grundsätzlich bemisst sich die Verschuldungskapazität an der operativen Performance eines Unternehmens. Allerdings kann sie bei qualitativ guten und „liquiden“ Assets (z.B. Immobilien an guter Lage) überschritten werden, da diese Assets im Notfall mit wenig Verlust veräußert werden können. Eine Mezzanine-Finanzierung ist in Bezug auf die Mitarbeiter wie das Management auf Qualität und Erfahrung angewiesen. Bewegt man sich im Bereich eines hohen Verschuldungsgrades, können Fehler schnell eine existenzielle Bedrohungslage auslösen.“

Aus den bisherigen Erkenntnissen in dieser Arbeit und auf die Immobilienbranche interpretiert und sinngemäß angewendet heisst dies, dass Mezzanine Finanzierung vor allem für Projektentwicklungen und somit für den Investment-Stil: *Opportunistic* geeignet ist!

---

<sup>46</sup> Vgl. Müller Oliver (2003): Mezzanine Finance, Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung.

## 6 Zusammenfassung und Fazit

In dieser Masterthesis wurde untersucht, welche Einflussfaktoren zu einer bestimmten Positionierung im Rendite/Risiko-Diagramm führen und ob einzelne Einflussfaktoren theoretisch und allenfalls mit alternativen Strategieansätzen optimiert werden können und somit zu einer noch höheren Rendite bei nicht höherem Risiko des Gesamtportfolios führen.

In einer ersten Phase wurden bekannte und in bezug auf das Thema der Masterthesis relevante Theorien, Grundlagen und Erkenntnisse eruiert und ausgewertet. Danach wurde mittels Deduktion (Hypothesenbildung – Falsifikationismus) bekannte Aussagen hinterfragt und daraus innovative Fragestellungen erarbeitet und entsprechende logische Schlussfolgerungen gezogen.

Die beiden Schwerpunkte der Kernfragestellung dieser Masterthesis wurden in den zwei Hauptteilen „Rendite-Optimierung“ und „Mezzanine-Kapital“ vertieft wissenschaftlich untersucht und bearbeitet.

Im Schlussteil werden nun die vertieften Erkenntnisse aus den beiden Hauptteilen konsolidiert und zu Ansätzen, welche die Kernfrage beantworten, ausformuliert. Als Ergebnis dieser Masterthesis kann aus den gewonnenen Erkenntnissen ansatzweise eine Theorie oder Empfehlung für „Innovatives Portfoliomanagement“ gebildet werden.

Die Hypothese 1 kann bestätigt werden, denn Renditemaximierung lohnt sich, da das Risiko nur unterproportional zunimmt.

Die Hypothese 2 kann ebenfalls bestätigt werden, denn es konnte aufgezeigt werden, dass Diversifikation nicht nur ein Instrument der Risikosteuerung, sondern auch ein Instrument der Renditesteuering ist.

Die Hypothese 3, wonach opportunistische Mieter mit kfr. Mietverträgen zu höheren Renditen dank hohen Mieten führen, hängt stark vom Bewirtschaftungsaufwand und den Marktkennntnissen des Portfoliomanagers ab.

Die Hypothese 4, wonach die MPT auch zur Auswahl eines idealen Mietermix angewendet werden kann, um so analog der Objektwahl die Portfoliorendite zu maximieren, kann ebenfalls plausibel bestätigt werden.

Das optimale Zusammenspiel aller untersuchten Einflussfaktoren zu bewirken, ist die unternehmerische Herausforderung für innovatives Portfoliomanagement wie es mit dieser Arbeit angestrebt wurde. Innovatives Portfoliomanagement im Sinne dieser Arbeit ist also: Alles auf Rendite-Maximierung ausrichten und dann dank dem Diversifikationseffekt über die verschiedenen Immobilientypen und die Diversifikationsmöglichkeiten innerhalb der einzelnen Objekte, wie z.B. die Dauer der Mietverträge, überproportional risikominimieren.

Für den Investor wird vorgeschlagen, eine Kombination über verschiedene Immobilien-Investment-Stile (Investmentstrategien) zu wählen, welche sehr negativ zueinander korrelieren. Diese Voraussetzungen werden bei Kombination von *Core* und *Opportunistic* zu einem Investment-Stil-Portfolio erfüllt und somit lässt sich zumindest theoretisch der Investorenraum von mehr Rendite bei weniger Risiko erfüllen.

Dieser neue gewagte aber unternehmerische Ansatz, ist eine Möglichkeit um sich vom Durchschnitt abzuheben, also den Markt zu schlagen.

Unter Ausnutzung der Marktzyklus konnte aufgezeigt werden, dass es durchaus relevant ist, zu welchem Zeitpunkt und auf welche Dauer ein Mietvertrag abgeschlossen wird.

Es konnte auch gezeigt werden, dass die Portfoliotheorie auch bei der Auswahl von Mietern zur Bildung eines optimalen Mietermix angewendet werden kann und damit vom Diversifikationseffekt nicht auf Stufe Portfolio, sondern auf Stufe Mietermix profitiert werden kann.

**Diversifikation ist der wichtigste Grund für Portfoliobildung und erfolgreiches Portfoliomanagement ist angewandte Portfoliotheorie.**

Einsatz von Mezzanine-Kapital im Sinne von Risiko-Kapital ist für einen Mezzanine-Investor durchaus empfehlenswert, wenn er nur gewillt ist das Risiko einzugehen. Dieses Risiko bringt überproportional mehr Rendite. Wichtigster Faktor ist und bleibt aber die Diversifikation, mit welcher das Risiko überproportional reduziert werden kann.

Der zu dieser Strategie erforderliche erhöhte Bewirtschaftungsaufwand ist vor allem durch Know-How-Erlangung und Marktkenntnisse begründet und bringt den entscheidenden Vorteil um den Markt zu schlagen.

Aus der Portfoliotheorie geht zwar hervor, dass eine höhere Rendite immer auch ein höheres Risiko in sich birgt aber andererseits kann daraus auch geschlossen werden, dass ein höheres Risiko automatisch zu einer höheren Rendite führt. Da das Risiko aber dank dem Diversifikationseffekt bei Portfoliobildung nur unterproportional zunimmt, ist es für einen Investor empfehlenswert in möglichst viele verschiedene Risikoprojekte (Objekte, Projektentwicklungen, etc.) zu investieren.

Überrenditen sind erzielbar durch:

- Besseres Research
- Bessere Auswahl
- Besseres Management

=> Weil der Immobilienmarkt nicht perfekt ist.



## LITERATURVERZEICHNIS

**Geltner, David & Miller, Norman (2007):**

Commercial Real Estate, Analysis & Investments

South-Western: Mason, Ohio

**Kälin, Christian H. (2003):**

Internationales Immobilienhandbuch

Orell Füssli Verlag AG: Zürich

**Müller, Oliver (2003):**

Mezzanine Finance, Neue Perspektiven in der Unternehmensfinanzierung

Verlag Paul Haupt: Bern

**Schalcher, Hans-Rudolf, Hrsg. (2003):**

Immobilienmanagement,

Finanzierung und Bewirtschaftung von Geschäftsliegenschaften

WM Wirtschafts-Medien AG, Bilanz: Zürich

**Schulte, Karl-Werner, Hrsg. (2007):**

Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement

Rudolf Müller: Köln

**Spremann, Klaus (2005):**

Modern Finance, 2. Auflage

Oldenburg Verlag: München, Wien

**Spremann, Klaus (2006):**

Portfoliomanagement, 3. Auflage

Oldenburg Verlag: München, Wien

**Wellner, Kristin (2003):**

Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems

Inst. für Immobilienmanagement: Leipzig

## EHRENWÖRTLICHE ERKLÄRUNG

Ich erkläre hiermit, dass ich die vorliegende Masterthesis

**„UNTERSUCHUNG VON MÖGLICHKEITEN ZUR  
ERHÖHUNG DER ZIELRENDITE BEI CORE IMMOBILIENINVESTITIONEN  
DURCH EINSATZ VON MEZZANINE-KAPITAL  
ODER ALTERNATIVE BEWIRTSCHAFTUNGSSTRATEGIEN  
WIE Z.B. KURZFRISTIGE MIETVERTRÄGE“**

selbst angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch nicht veröffentlicht.

Roggwil, den 18. 08. 2008

---

---