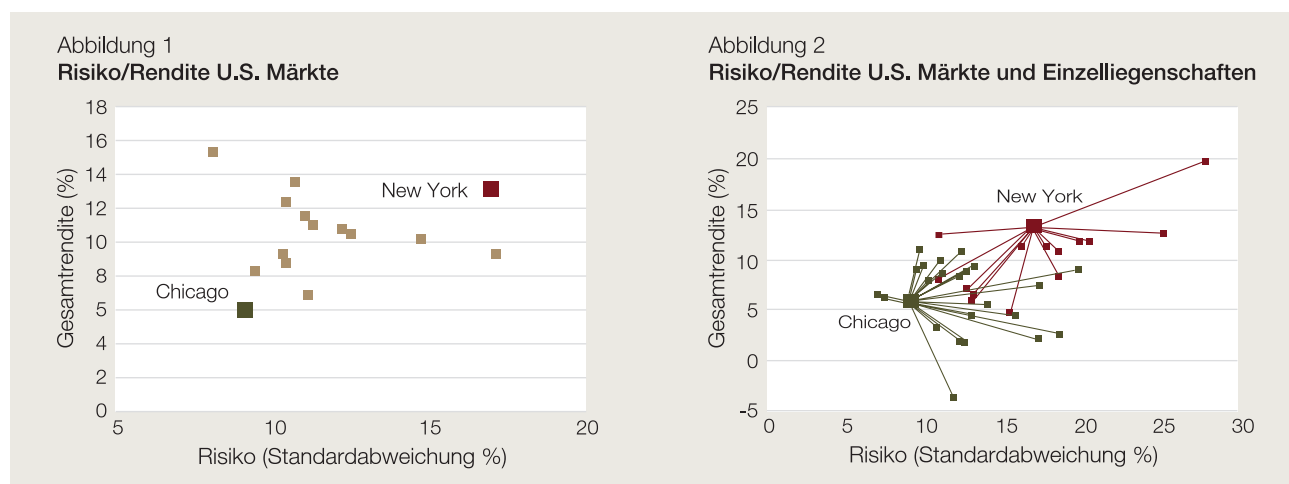


Nr. 5: Objektspezifische Risiken dominieren Marktrisiken

Immobilien sind aufgrund ihrer physischen Immobilität im Gegensatz zu Unternehmen kaum skalierbar. Während ein Weltkonzern in einer Garage seinen Anfang nehmen kann, wird die Garage selbst nie zu einem «Weltkonzern». Der Swiss Performance Index SPI deckt mit gut 200 Titeln praktisch das ganze Universum der kotierten Schweizer Unternehmen ab. Dagegen zählt die Schweiz allein rund 500'000 Mehrfamilienhäuser. Umgekehrt gehören die meisten Renditeliegenschaften nur einer natürlichen oder juristischen Person, während zum Beispiel Nestlé rund 250'000 Aktionäre hat.

Aufgrund der ortsgebundenen Individualität von Liegenschaften beruhen deren ökonomische Risiken weit mehr auf deren Asset-spezifischen Qualitäten, als dies bei Aktien der Fall ist. So hat beispielsweise der Aktienkurs der Mehrheit aller international tätigen Versicherungen, aufgrund der verwandten Geschäftsmodelle, ein ähnliches Schicksal. Dagegen verhält sich die Mehrheit der einzelnen Büroliegenschaften in Genf nicht wie der Genfer Gesamtmarkt für Büroliegenschaften.

MSCI hat dies am Beispiel des US-Immobilienmarktes veranschaulicht: Zunächst wurde der gesamte US-Markt in regionale Gruppen aufgeteilt (Abbildung 1). Innerhalb der hinsichtlich ihrem Risiko-/Renditeprofil unterschiedlichen Regionen Chicago und New York, liegen die einzelnen Liegenschaften aber dann so weit vom «Index» entfernt, dass man die allermeisten Objekte einem anderen regionalen Cluster zuordnen würde (Abbildung 2). Auffällig ist auch, dass das Risiko des Index von Chicago bei 9% liegt, während das gefühlte Zentrum der Punktwolke aller Liegenschaften aus Chicago ein Risiko von rund 13% aufweist. Das niedrige Risiko des Gesamtmarktes basiert auf einem Diversifikationseffekt, der auf einer geringen Korrelation der Risiken der einzelnen Liegenschaften beruht.



Für die Bildung von Immobilienportfolios ist bedeutsam, dass sich eine regionale Konzentration bei wenigen Objekten nicht zwingend negativ auswirkt. Die objektspezifischen Risiken, wie Ausführungsfehler beim Flachdach oder die unerwartete Auflösung der nahen Bushaltestelle, korrelieren kaum mit den Risiken von anderen Assets (Immobilien, Aktien, Obligationen, etc.).

Fazit: Ein kleines Immobilienportfolio mit regionalen Konzentrationen kann gut diversifiziert sein. Problematisch wird es erst, wenn sich ähnliche (systematische) Risiken mehrerer Liegenschaften zu kumulieren beginnen.