

# RISIKO MANAGER

13-2007

- ▶ KREDITRISIKO
- ▶ MARKTRISIKO
- ▶ OPRISK
- ▶ ERM

Mittwoch, 27.6.2007

WWW.RISIKO-MANAGER.COM

## Inhalt

### MARKTRISIKO

- 1, 8 Risikoanalyse von Immobilienanlagen

### OPRISK

- 14 Management von Operationellen Risiken und integrierte Risikosteuerung
- 22 Fotonachlese: WGF-Kapitalmarktkonferenz in Düsseldorf

### Rubriken

- 2 Kurz & Bündig
- 11 Impressum
- 13 Ticker
- 24 Köpfe der Risk-Community
- 25 Buchbesprechung
- 26 Produkte & Unternehmen
- 28 Personalien

Anzeige

## Risiko-Rendite-Steuerung in Immobilienportfolien (Teil 1)

# Risikoanalyse von Immobilienanlagen

Selten sah sich die Immobilienbranche so vielen Veränderungen ausgesetzt wie in den letzten fünf Jahren. Nachdem die Anlageklasse Immobilien lange Zeit wie selbstverständlich stabile Renditen erwirtschaftete, hat insbesondere der mehrjährige Abwärtstrend der Verkehrswerte deutscher Objekte erheblich zu einem Umdenken beigetragen. Die Bewirtschaftung einzelner Immobilienobjekte sowie das Portfoliomanagement werden zunehmend intensiviert.

Im Rahmen von Portfoliobereinigungen haben inzwischen wiederholt Milliardenportfolien in einzelnen Transaktionen den Eigentümer gewechselt. Portfoliomanager setzen zunehmend auf eine regionale oder internationale Diversifizierung. Auch der Gesetzgeber hat auf die Marktentwicklung reagiert und die regulatorischen Anforderungen an das Management von bestimmten Immobilienportfolien erheblich erhöht. Ausdruck dessen ist die anstehende Novellierung des Investmentgesetzes mit Bezug auf die Offenen Immobilienfonds.

All dies erzwingt eine deutliche Professionalisierung des Managements der Immobilienportfolien. Analog zu den anderen Assetklassen sind hierbei die erzielbare Rendite sowie das Anlagerisiko angemessen zu berücksichtigen. Insbesondere für die Risikomessung in Immobilienportfolien haben sich bisher allerdings noch keine Verfahren allgemein etabliert.

Der vorliegende Artikel ist in zwei Teile untergliedert. Der erste Teil widmet sich

Fortsetzung auf Seite 8



DÜSSELDORFER  
FINANZ FORUM  cellent finance solutions ag

RISIKO  
MANAGER

MittwochsMeeting im Düsseldorfer Finanz Forum am 12. September 2007  
(18.30 Uhr) im Industriecenter Düsseldorf

## Betrugsbekämpfung und Geldwäscheverhinderung – Strategien und Lösungen zur Kriminalitätsprävention im Bankgeschäft

Referent: **Thomas Wild**, Vorstand der Cellent Finance Solutions AG

Abendvortrag und Get Together

Fortsetzung von Seite 1

zunächst den grundlegenden Voraussetzungen, die zur Schaffung geeigneter Informationen für eine Portfoliosteuerung unter Risiko-Rendite-Gesichtspunkten zu erfüllen sind. Anschließend wird ein pragmatisches Vorgehen zur ersten Risikomessung auf Portfolioebene abgeleitet. Schließlich werden zentrale Fragen diskutiert, die vor der Konzeption eines Quantifizierungsmodells zu klären sind. In Teil 2 (erscheint in RISIKO MANAGER 14/2007) stehen darauf aufbauend die Modellierung selbst sowie die Integration der Ergebnisse in die fortlaufenden Prozesse der Portfoliosteuerung im Vordergrund. Die Überlegungen werden mit Beispielen aus dem Bereich der offenen Immobilienfonds erläutert.

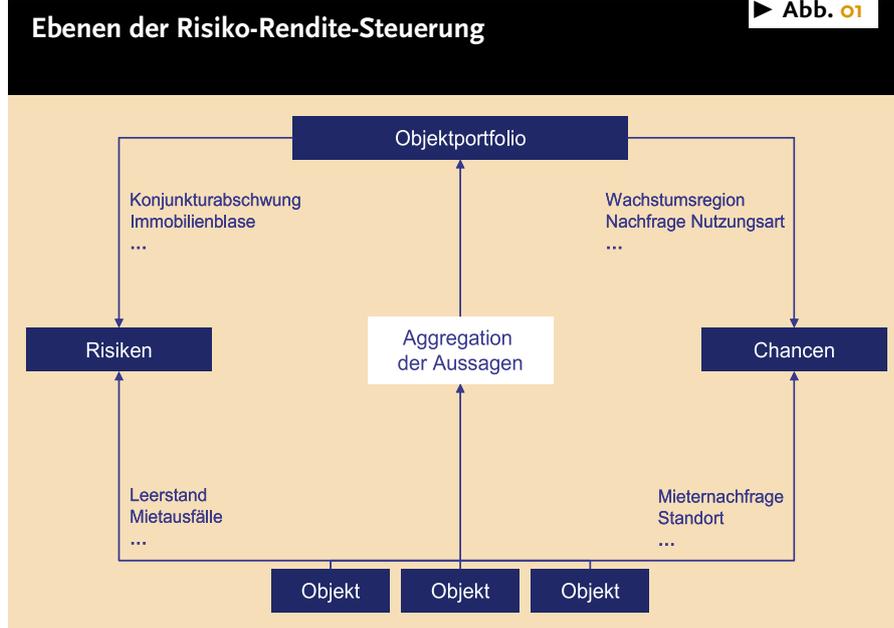
### Risiko-Rendite-Steuerung

Zunächst gilt es, den Begriff der Risiko-Rendite-Steuerung zu konkretisieren. Dieser besagt letztlich, dass bei allen Entscheidungen mit nennenswerter Beeinflussung der Performance eines Immobilienportfolios der Ertragskalkulation eine gleichberechtigte Risikobetrachtung gegenüberzustellen ist. Dabei reicht es bei Weitem nicht aus, die Risiken zwecks Kenntnisnahme lediglich qualitativ zu beschreiben. Es müssen vielmehr Risikokennzahlen ermittelt werden, da nur so Entscheidungen unter Berücksichtigung des Risikoaspekts nachvollziehbar anhand klarer Kriterien getroffen werden können.

Dies trifft beispielsweise auf Ankaufsentscheidungen zu: Führt ein potenzielles Ankaufsobjekt zu einer Erhöhung des Anteils der Büroobjekte in London am Gesamtportfolio auf 19 Prozent, sollte in die Ankaufsentscheidung unmittelbar einfließen, ob eine solche regionale Konzentration akzeptabel ist. Weiterhin sind die Unsicherheiten der Renditeprognosen der Ankaufsvorlage quantitativ einzubeziehen, damit eine risikoadjustierte Bewertung der erwarteten Rendite für Objekt und Portfolio vorgenommen werden kann.

### Schaffung der Informationsgrundlage

Wie ► Abb. 01 illustriert, erfolgt die Abwägung zwischen Chancen und Risiken für unterschiedliche Fragestellungen sowohl auf der Ebene des Einzelobjekts als



auch auf Portfolioebene. Entscheidungen auf der Ebene des Portfolios hängen dabei wesentlich davon ab, dass auf Objektebene präzise Detailinformationen vorliegen, die geeignet aggregiert werden können. Daher sollte ein Ansatz zur Risiko-Rendite-Steuerung zunächst das Vorliegen einer solchen Informationsbasis sicherstellen.

Erfahrungsgemäß lohnt es sich, zur Einschätzung der internen Datenbasis einige (vermeintlich trivial erscheinende) Fragen zu stellen. Beispiele dafür sind:

- Lassen sich länderübergreifend die Mietvertragsflächen in genormte und innerhalb von Berechnungen vergleichbare Flächenmaße überführen?
- Lässt sich für jeden Mietvertrag mit Bezug auf einen Stichtag die nächste anstehende Mietzahlung in der richtigen Währung beziehen?
- Ist jederzeit nachvollziehbar, ob die Mieter zweier Verträge identisch sind?

Lassen sich diese und vergleichbare Fragen nicht umgehend bejahen, ist einer Verbesserung der Datenqualität und Datenhaltung die höchste Priorität beizumessen. Kann beispielsweise nicht erkannt werden, dass mehrere Verträge mit dem gleichen Mieter abgeschlossen wurden, sind sämtliche Analysen von Mieterkonzentrationen auf Portfolioebene nicht oder nur mit hohem manuellen Aufwand durchführbar. Neben der Korrektheit und Konsistenz der Daten ist es von wesentlicher Bedeutung, dass Stamm-, Mietvertrags-, Mieterdaten etc. zeitnah eingepflegt werden. Außerdem

ist kritisch zu hinterfragen, ob die Prozesse der Datenerfassung, der Erstellung von Reports, der Prüfungen von Anlagegrenzen etc. innerhalb der bestehenden DV-Landschaft mit vertretbarem Aufwand umgesetzt werden können.

Neben den internen Daten werden für die Einschätzung zahlreicher Risiken ergänzende externe Daten benötigt. Daher ist es sinnvoll, frühzeitig den Datenbezug für beispielsweise Mieterbonitäten und diverse Marktdaten wie Zinsen, Devisenkurse oder Performancestatistiken sicherzustellen. Konzerngesellschaften können hier häufig auf Datenquellen zurückgreifen, die ohnehin bereits im Konzern genutzt werden.

Die Erfüllung der obigen Anforderungen an die Datenbasis erlaubt bereits die Etablierung eines grundlegenden Risiko-Reportings mit Steuerungsrelevanz. Hier können die detailliert verfügbaren Informationen auf der Ebene der einzelnen Objekte sowie aggregiert für das Portfolio zusammengefasst werden. Dieses Reporting sollte (in einer Immobilien-KAG schon aufgrund des anstehenden § 80 b InvG) auf der Basis der Ist-Datenbestände alle Prozesse der Immobilienbewirtschaftung beleuchten, die grundsätzlich mit nennenswerten Risiken verbunden sind. Beispiele:

1. Eine aggregierte Gegenüberstellung der Ist- und Vertragsmieten zeigt auf, mit welchen Zugeständnissen, beispielsweise mietfreien Zeiten, bestimmte Vermietungsquoten erreicht wurden.
2. Ein nach Standorten untergliedertes Reporting zur Flächenabsorption weist

auf Probleme in der laufenden Vermietung und sich abzeichnende regionale Leerstandsrisiken hin.

3. Eine strukturierte Darstellung der Restlaufzeitstrukturen aller Mietverträge offenbart Zeitpunkte in der Zukunft, in denen gehäuft Mietverträge auslaufen.
4. Eine Aufstellung der von Abwertungen bedrohten Objekte verschafft einen Überblick zum gesamten Abwertungs-potenzial.

Die Anforderungen an die Erstellung eines solchen Reportings sind hoch: Aus der Komplexität des Anlagegegenstands Immobilie resultiert ein entsprechend umfangreiches Reporting. Aufgrund der Entscheidungsrelevanz der ausgewiesenen Informationen sollte eine monatliche Reporterstellung angestrebt werden. Der Report sollte zudem spätestens innerhalb weniger Tage nach Monatsultimo zur Verfügung stehen.

An dieser Stelle wird noch einmal deutlich, welche kritische Bedeutung den Erfassungsprozessen (Zeitnähe) und der DV-Unterstützung (integrierte Datenbasis, Automatisierung) beizumessen ist. Ein früher Start der Konzeption und zumindest der prototypischen Umsetzung des Risiko-Reportings sind äußerst hilfreich, weil die Erfahrungen aus der Reporterstellung Defizite in der Qualität und Konsistenz der Datenbasis schnell offenbaren. So wird z. B. frühzeitig erkannt, ob Mietverträge vollständig erfasst werden, d. h. einschließlich ihrer Stammdaten, aller zahlungsrelevanten Vertragskonditionen, Verlängerungs- und Breakoptionen etc. Nach einigen prototypischen Reports ergibt sich daraus erwartungsgemäß ein weitgehend stabiler Report, der im Anschluss nur noch anlassbezogen oder im Rahmen von Optimierungen modifiziert werden muss.

Da ein Risiko-Reporting mit den oben beschriebenen Eigenschaften eine sehr große Anzahl an Einzelinformationen bereitstellt, zählt es zu den zentralen Aufgaben eines Risikocontrollers, die wesentlichen Auffälligkeiten des aktuellen Reports in einer Zusammenfassung für das Management zu verdichten.

### Szenariobasierte Risikoanalyse auf Portfolioebene

Das skizzierte Reporting stellt bereits ein nützliches Instrument zur Identifizierung

sich abzeichnender Risiken auf Objektebene sowie aggregiert auf Portfolioebene zur Verfügung. Die Angaben basieren bei diesem Umsetzungsstand auf historischen Zeitreihen und Ist-Daten. Unterstützt werden primär operative Entscheidungen mit einem eher kurzfristigen Zeithorizont von wenigen Monaten. Vor dem Hintergrund der Anforderungen einer Risiko-Rendite-Steuerung besitzt das Reporting folglich noch wesentliche Defizite:

1. Entscheidungen mit langfristiger Tragweite werden nicht adäquat mit Risikoanalysen unterlegt. So wird beispielsweise der langfristige Renditebeitrag eines neu angekauften Objekts überwiegend im Zeitpunkt der Ankaufsentscheidung fixiert. Dies erfordert von Beginn an eine Projektion der Performancerisiken sowie der normalerweise begrenzten künftigen Handlungsspielräume zur Verbesserung des Renditebeitrags.
2. Die Analysen vermitteln noch kein Bild über den aggregierten Effekt des Zusammenwirkens der Einzelrisiken auf Objekt- und Portfolioebene. So kann ein Report auf der Basis von Ist-Daten zwar aufzeigen, dass innerhalb von sechs Monaten zahlreiche Mietverträge in einer Region auslaufen. Erhöht sich jedoch im gleichen Zeitraum der Markt leerstand der betreffenden Region, werden die Erfolgsaussichten der Anschlussvermietung sowie der potenziell erzielbare Mietpreis reduziert – mit gegebenenfalls erheblichen Auswirkungen auf die notwendige Priorisierung und Intensität der zu ergreifenden Maßnahmen.

An dieser Stelle ergibt sich ein Entscheidungsproblem bei der konzeptionellen Fortentwicklung der Risikomessung. Die nahe liegende Antwort aus dem Bankbereich besteht in der Entwicklung eines internen Modells zur Risikomessung auf Portfolioebene. Gleichwohl ist bekannt, dass sich der Anlagegegenstand Immobilie in wesentlichen Eigenschaften von typischen Wertpapieren unterscheidet. Die geringe Fungibilität der Objekte, die begrenzte Teilbarkeit (abgesehen von Anteilen an indirekt gehaltenen Objekten), das Fehlen eines jederzeit feststellbaren einheitlichen Marktpreises und der Einfluss qualitativer Standortfaktoren sind nur einige Gründe dafür, dass sich diese

Modellierung sehr anspruchsvoll gestaltet. Außerdem ist zunächst die ausreichende Verfügbarkeit interner und externer Daten für eine quantitative Modellierung kritisch zu hinterfragen.

Eine pragmatische erste Lösung zur Annäherung an die Risikomessung auf Portfolioebene liefert die Szenariotechnik.

► **Abb. 02** umreißt hierfür eine beispielhafte Umsetzung für die vorliegende Aufgabenstellung. Bei der Berechnung der Szenarien wird ein Modell zur Berechnung der risikobehafteten Zielgrößen (beispielsweise Fondsp performance) in Abhängigkeit von den wesentlichen Werttreibern (etwa eingehende Miet-Cash-Flows oder Verkehrswertentwicklung) konstruiert. Die Ausprägungen der Werttreiber unterliegen selbst Unsicherheiten. Die dafür verantwortlichen Einflüsse werden als Risikofaktoren bezeichnet. Ein Risikoszenario basiert auf der Variation der Risikofaktoren und der Berechnung der resultierenden Auswirkungen auf die Zielgrößen.

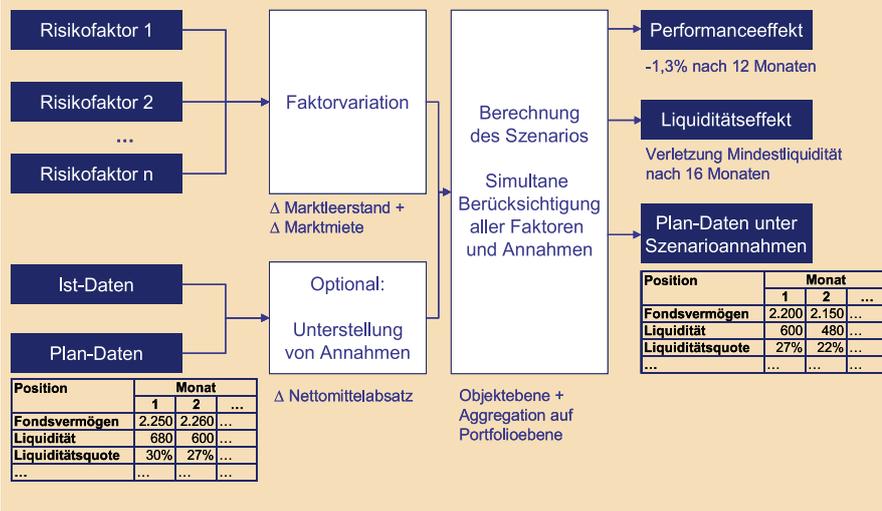
Beispiel: Ein wesentlicher Werttreiber der Fondsp performance ist die Verkehrswertentwicklung der einzelnen Objekte. Als Risikofaktor kommt hier u. a. eine veränderte Bewertungspraxis der Gutachter in Betracht. Diese kann durch eine systematische Reduzierung der Restnutzungsdauer bestimmter Objekte, eine systematische Erhöhung des anzusetzenden Liegenschaftszinses etc. begründet sein. Die letztgenannten Faktoren sind hinreichend konkret für eine Verwendung im Szenariomodell.

Darüber hinaus benötigt ein Szenario die Erwartungswerte der Zielgrößen, denen die projizierte Entwicklung unter Szenarioannahmen gegenüberzustellen ist. Das Szenarioergebnis ergibt sich aus der Abweichung von den erwarteten Werten. Hier bietet sich beispielsweise der Rückgriff auf die Daten einer kurz- bis mittelfristigen Fondsplanung an, weil davon auszugehen ist, dass die Fondsplanung den bestmöglichen Kenntnisstand über die zukünftige Entwicklung der Miet-Cash-Flows, der geplanten An- und Verkäufe etc. enthält.

Als Ergebnisgröße der Szenarien eignet sich die Rendite bzw. Performance des Portfolios. Damit wird das Potenzial der Szenarioberechnungen jedoch längst nicht ausgeschöpft. Simultan zur Analyse des Performanceeffekts kann in einer Szenarioberechnung jederzeit als Nebenbedingung geprüft werden, ob verschiedene

## Berechnung von Risikoszenarien in einem Immobilien-Sondervermögen

► Abb. 02



## RISIKO MANAGER WWW.RISIKO-MANAGER.COM IMPRESSUM

### Chefredaktion (verantwortliche Redakteure)

Frank Romeike  
Tel.: 02 21/54 90-532, Fax: 02 21/54 90-315  
E-Mail: frank.romeike@bank-verlag-medien.de

Dr. Roland Franz Erben  
Tel.: 02 21/54 90-146, Fax: 02 21/54 90-315  
E-Mail: roland.erben@bank-verlag-medien.de

**Mitarbeiter dieser Ausgabe**  
Dr. Frank Hippler, Jörg Hofmann, Peter Stübner

**Verlag**  
Bank-Verlag Medien GmbH  
Postfach 450209  
50877 Köln

Wendelinstraße 1  
50933 Köln

**Geschäftsführer und Verlagsleiter**  
Sebastian Stahl

**Bankverbindung**  
NATIONAL-BANK AG, Essen  
BLZ: 360 200 30, Kto: 110 29 82

ISSN 1861-9363

### Anzeigenverkauf Nord und Hessen

(Firmen beginnend mit A-Z) Ausland  
Global Media  
Barbara Böhnke,  
Am Eichwald 13  
63674 Altenstadt  
Tel.: 0 60 47/95 02 72, Fax: 0 60 47/95 02 71  
E-Mail: barbara.boehnke@bank-verlag-medien.de

### Anzeigenverkauf Süd und Hessen

(Firmen beginnend mit L-Z) Ausland  
corporate media publishing ltd  
Gregor Henn,  
Schanzenstraße 7  
51063 Köln  
Tel.: 02 21/98 51 01-92, Fax: 02 21/98 51 01-95  
E-Mail: gregor.henn@bank-verlag-medien.de

### Anzeigenleitung

Armina Shaikholeslami  
(verantwortlich für den Anzeigenteil)  
Wendelinstraße 1  
50933 Köln  
Tel.: 02 21/54 90-133, Fax: 02 21/54 90-315  
E-Mail: armina.shaikho@bank-verlag-medien.de

### Anzeigenabwicklung

Christel Corfield  
Tel.: 02 21/54 90-128, Fax: 02 21/54 90-315  
E-Mail: info@bank-verlag-medien.de

Es gilt die Anzeigenpreislise vom 1. 1. 2007

### Abo- und Leserservice

Tel.: 02 21/54 90-500, Fax: 02 21/54 90-315  
E-Mail: info@bank-verlag-medien.de

### Produktionsleitung

Walter Bruns

### Objektleitung und Chef vom Dienst

Dr. Stefan Hirschmann

**Konzeption:** KünkelLopka, Heidelberg

**Satz:** X Con Media AG, Bonn

### Druck

ICS Internationale Kommunikations-Service GmbH  
Geschäftsführender Gesellschafter:  
Dipl. Ing. Alois Palmer  
Voiswinkler Str. 11d  
51467 Bergisch Gladbach

Erscheinungsweise: Zweiwöchentlich

Bezugspreise: 29 € monatlich  
im Jahresabonnement, 34 € monatlich im Halbjahresabonnement und 37 € monatlich im Vierteljahresabonnement. Alle Preise zzgl. Versand und MwSt.

Nachdruck, auch auszugsweise, nur mit Einwilligung des Verlags und mit Angabe der Quelle. Mit Namen gekennzeichnete Beiträge geben nicht unbedingt die Meinung der Redaktion wieder. Es gelten die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der Bank-Verlag Medien GmbH (www.bank-verlag.de)

kritische Grenzen wie beispielsweise die Mindest- oder Höchstliquidität eines Immobilien-Sondervermögens eingehalten werden. Daraus resultieren Frühwarnindikatoren für einen potenziell auftretenden Liquiditätsengpass. Wie ► **Abb. 02** illustriert, eignet sich die unter den Szenarioannahmen „manipulierte“ Fondsplanung ebenfalls als Ergebnisgröße, da hier das Szenarioergebnis im Detail nachvollzogen werden kann.

Der Schlüssel für den erfolgreichen praktischen Einsatz des Szenariomodells liegt darin, mehrere schlagend werdende Risiken simultan und auf Objektebene einbeziehen zu können. Aus der einfachen Aggregation der Detailergebnisse ergibt sich unmittelbar die Portfoliosicht. Damit eine solche Lösung dauerhaft einsetzbar ist und flexibel an neue Bedürfnisse angepasst werden kann, sollte sie von Beginn an folgende Anforderungen erfüllen:

Hoher Parametrisierungsgrad: Sämtliche Risikofaktoren und Annahmen, die das Mengengerüst im Szenariomodell wesentlich beeinflussen, sollten als Modellparameter festgelegt werden. Die Parametrisierung verschafft den Berechnungen mit geringem Aufwand eine Flexibilität, durch die künftige Analyseanforderungen erfüllt werden können, die zu Beginn der Konzeption häufig noch nicht absehbar sind.

Logische Gruppierung von Risikofaktoren und Annahmen: Ein hoher Parametrisierungsgrad hat den in vielen Lösungen zu beobachtenden Nachteil, dass ein Wildwuchs an Optionen, Einstellungen etc. ent-

steht, welche die Arbeit mit dem Szenariomodell eher erschweren. Die Gruppierung von Risikofaktoren und zugehörigen Annahmen zur Wertänderung reduziert die Komplexität der Szenariokonstruktion erheblich. Beispielsweise werden für den Risikofaktor „Leerstand“ Annahmen zum Auslaufen von Mietverträgen sowie zur Wiedervermietung (Leerstandszeiten) getroffen. Der Risikofaktor und die zugehörigen Annahmen bilden eine logische Einheit.

Modellierung von Wechselwirkungen: Die Auswirkungen der einzelnen Risikofaktoren sind nicht immer überschneidungsfrei. Dies betrifft etwa die individuelle Leerstandentwicklung eines Einzelobjekts und den Marktlerstand der jeweiligen Region.

Aussagekräftige und aktuelle Datenbasis: Die Datenanforderungen für die Berechnung von Szenarien sind mindestens genauso hoch wie im oben skizzierten Risiko-Reporting. Dies trifft auch für die Planungsdaten zu, da das Szenarioergebnis lediglich die Abweichung der Zielgrößen von der Planung misst. Daher ist ein fortlaufend gelebter Planungsprozess mit hinreichender Detailliertheit der Plan-Daten eine entscheidende Voraussetzung.

Die flexible Berechnung von Szenarien erschließt bereits zahlreiche wertvolle Informationen auf Portfolioebene. Durch die Variation einzelner Risikofaktoren lässt sich beispielsweise die Sensitivität des Portfoliowerts gegenüber diesen Risikofaktoren ablesen. Der anschließende Ver-

gleich zwischen den Risikofaktoren lässt auf die wirklich kritischen Risikofaktoren schließen. Die Gegenüberstellung der Ergebnisse zeitlich aufeinanderfolgender Reports liefert ein Feedback zum Erfolg ergriffener Maßnahmen. Aus diesem Grund empfiehlt sich die regelmäßig wiederholte Berechnung eines fest definierten Satzes von Standardszenarien.

Bei geeigneter Konstruktion des Szenariomodells können darüber hinaus leicht gleichzeitig eintretende Risiken und unterschiedliche Risikoarten berücksichtigt werden. Leerstand entsteht beispielsweise nicht ausschließlich durch auslaufende oder gekündigte Mietverträge, sondern auch durch Mietausfälle (Adressrisiken). Da eine Fondsplanung sich nicht allein auf das Immobilien-Teilportfolio eines Sondervermögens beschränkt, kann der Analyseumfang um die Liquidität und die Kreditaufnahme erweitert und damit auf das gesamte Sondervermögen ausgedehnt werden.

Schließlich birgt das gewählte Vorgehen für eine Immobilien-KAG einen weiteren Vorteil. Die im künftig geltenden § 80 b InvG geforderten Stressszenarien können in diesem Rahmenwerk als Spezialfall berücksichtigt werden. Dazu sind für die wesentlichen Risikofaktoren durch Experten im Haus Faktorvariationen festzulegen, die erfahrungsgemäß eine Stresssituation kennzeichnen sowie die regelmäßige Berechnung dieser Stressszenarien sicherzustellen. Die Ergebnisse dieser Szenarien werden sich erfahrungsgemäß innerhalb kurzer Zeiträume nur geringfügig ändern. Daher ist eine Berechnung je Quartal als hinreichend anzusehen.

### Entwicklung eines Modells zur Risikomessung

Das zentrale Defizit jeder Szenarioberechnung besteht darin, dass die Ergebnisse entscheidend von den getroffenen Annahmen abhängen. Wird beispielsweise unterstellt, dass eine bestimmte Mietergruppe ausfällt, ermittelt das Szenariomodell genau den daraus resultierenden Performanceeffekt. Für eine übergreifende Risikoberechnung fehlt damit eine wesentliche Komponente – die Unsicherheit hinter den einzelnen Annahmen, etwa ausgedrückt durch die Wahrscheinlichkeiten der Mietausfälle.

Gleichwohl ist es für das Management von erheblichem Interesse, u. a. Antwort

ten auf die folgenden Fragestellungen zu erhalten:

- Welches Risiko-Rendite-Profil besitzen die verwalteten Immobilienportfolien?
- Wie positioniert sich ein Immobilienportfolio im Vergleich zum Risiko-Rendite-Profil anderer Kapitalanlagen, etwa dem Renten- oder Geldmarktfonds?
- Werden die angestrebten Performanceziele eines Portfolios mit hinreichender Sicherheit erreicht?
- Welche Auswirkungen haben der An- und Verkauf von Objekten oder Objektportfolien auf Risiko und Rendite?
- Ist die aktuelle Portfolioallokation eines Sondervermögens effizient?
- Ist eine Investition in einem Fremdwährungsraum aus Risiko-Rendite-Sicht vertretbar?

Die Beantwortung derartiger Fragen setzt die Konzeption und Implementierung eines zusammenhängenden Risikomodells voraus, das die Unsicherheiten der einfließenden Risikofaktoren in ein geeignetes Risikomaß übersetzt. Ein Risikomaß ist geeignet, wenn es steuerungsrelevante Informationen generiert, so dass

- die Gefahr extremer Wertverluste im Portfolio sinnvoll begrenzt werden kann,
- sinnvoll interpretierbare Aussagen für die Ableitung von Steuerungsmaßnahmen durch Geschäftsführung und Portfoliomanagement entstehen und

- Renditeerwartungen sowie die entsprechenden Performancerisiken im Rahmen der formulierten Anlagestrategie angemessen ausbalanciert werden können.

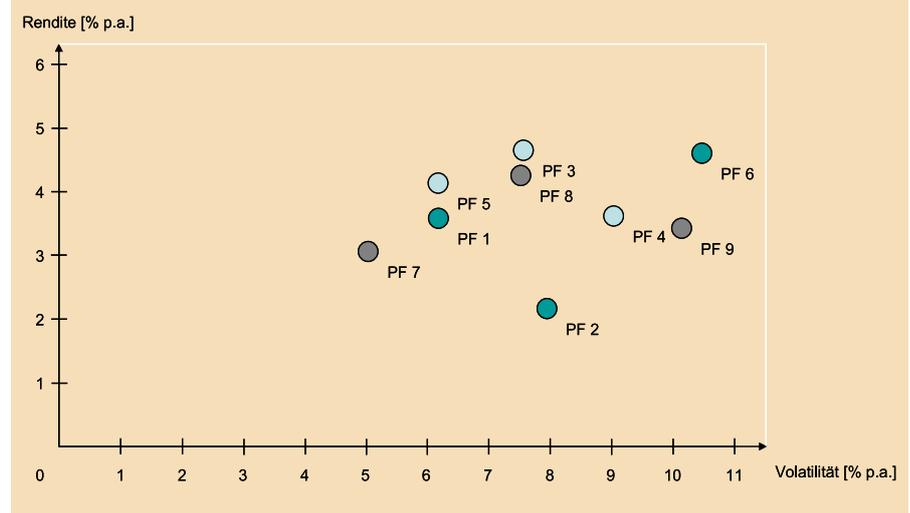
Die zwei meist verwendeten Maße im Wertpapierbereich sind die Volatilität und der Value at Risk. Bei der Volatilität handelt es sich um ein Maß für die Schwankungsbreite der Renditen um den erwarteten Wert. Lässt sich eine Verteilung für die erwartete Rendite angeben, wird die Volatilität häufig als deren Standardabweichung definiert. Im Zusammenhang mit der erwarteten Rendite erlaubt die Volatilität die vergleichende Gegenüberstellung alternativer Anlagen im Risiko-Rendite-Diagramm (vgl. ► **Abb. 03**).

Ein Portfolio ist in dieser Darstellung am besten positioniert, wenn es eine möglichst hohe erwartete Rendite bei möglichst niedriger Volatilität erwirtschaftet. Im obigen Beispiel sind die Portfolien 3, 5 und 7 somit als besser ausbalanciert zu bezeichnen als etwa die Portfolien 2 und 4.

Die Volatilität drückt das Bestreben nach der Stabilität der Fondsperformance aus. Es gibt jedoch Kritikpunkte an der Kennzahl als zentrale Risikosteuerungsgröße. Ihre symmetrische Definition führt dazu, dass eine Überperformance genauso wie eine Unterperformance als risikoe erhöhend eingestuft wird. Dem liegt das Prinzip zugrunde, dass ein Preis, der stark steigen kann, auch entsprechend stark wieder fallen kann. An volatilen Kapitalmärkten ist dies plausibel, bei Immobilien werden dadurch

### Vergleichende Positionierung der Portfolien im Risiko-Rendite-Diagramm

► **Abb. 03**



wesentliche qualitative Eigenschaften der Objekte vernachlässigt. Ein Top-Objekt in 1a-Lage mit langfristiger Vollvermietung wird dauerhaft höhere Cash-Flow-Renditen erwirtschaften als ein sanierungsbedürftiges Objekt in einer Randlage, das beispielsweise eine marginale Netto-Cash-Flow-Rendite auf einem niedrigen Niveau von zwei Prozent einbringt. Empirische Befunde zeigen zudem bisher kaum Vorteile einer Risiko-Rendite-Steuerung mit der Risikokennzahl Volatilität gegenüber einer naiven Diversifizierung.

Auch der Value at Risk ist als zentrale Steuerungsgröße mit Fragezeichen behaftet. Die Kennzahl gibt den Wertverlust an, der mit einer vorgegebenen Wahrscheinlichkeit im betrachteten Anlagezeitraum (etwa ein Jahr) nicht überschritten wird. Die Kennzahl eignet sich gut als Randbedingung für ein Limitierungssystem und ist im Bankenbereich beispielsweise in

RAROC-Systemen im Einsatz. Die Kennzahl führt in der alltäglichen Praxis jedoch häufig zu Interpretationsproblemen und kann nicht alle der oben aufgeführten Fragestellungen des Managements beantworten. Dies gilt auch für weitere Risikokennzahlen, d. h. eine frühzeitige Fokussierung auf eine zentrale Risikokennzahl ist kritisch zu hinterfragen.

### Fazit

*An dieser Stelle soll ein vorläufiges Fazit gezogen werden: Die Sicherstellung einer akzeptablen Qualität und Konsistenz der Datenbasis erlaubt bereits eine detaillierte Beschreibung des Ist-Stands der performancebeeinflussenden Stellgrößen auf der Ebene der Einzelobjekte. Die Szenariotechnik vermittelt darüber hinaus ein Gefühl für die Sensitivitäten des Portfoliowerts gegenüber verschiedenen Risikofaktoren und die Wechselwirkungen zwischen*

*denselben. Damit verfügen Geschäftsführung, Portfoliomanagement und Risikocontrolling über geeignete Instrumente, um das aktuelle Risikoprofil des Immobilienportfolios im Detail zu verstehen. Eine Risiko-Rendite-Steuerung auf Portfolioebene mit Hilfe quantitativer Kennzahlen erfordert jedoch weiterführende Überlegungen zur Konstruktion eines Modells, das zusätzlich die Unsicherheiten der einzelnen Risikofaktoren greifbar macht. In der Fortsetzung dieses Artikels wird die Umsetzung eines solchen Modells eingehender beleuchtet.*

### Autoren

**Peter Stübner**, Senior Manager, Dr. Peter & Company Unternehmensberatung AG

**Dr. Frank Hippler** und **Jörg Hofmann**, Risikomanagement/TQM, Deka Immobilien Investment GmbH. Der Artikel reflektiert die private Meinung beider Autoren.

## TICKER +++ TICKER +++ TICKER+++ TICKER +++ TICKER

**Aktienfonds noch immer unterschätzt:** Laut einer Umfrage von AXA Investment Managers und TNS Infratest unterschätzt der Großteil der Deutschen die langfristigen Renditechancen von Aktienfonds. Auf die Frage, welche durchschnittliche Summe sich aus einem Investment von 10.000 Euro in einem europäischen Aktienfonds bei einer Anlagedauer von 20 Jahren ergeben hätte, antworteten 73 Prozent der Befragten mit 30.000 Euro oder weniger. Der durchschnittliche Ertrag aller Euro-Aktienfonds führte allerdings zu einem Wert von 40.926 Euro. Nur 14 Prozent der Befragten lagen mit ihrer Antwort innerhalb des richtigen Zielkorridors (30.000 bis 50.000 Euro). Besonders pessimistisch waren ausgerechnet die Fondsbesitzer, die die Erträge möglicherweise als Folge der Stagnation an den Aktienmärkten eher niedrig einschätzten. Sie nannten im Durchschnitt einen Wert von 27.970 Euro, dagegen rechneten Abiturienten und Akademiker mit einem Mittelwert von 32.296 Euro. Demgegenüber überschätzen viele Befragte die Erträge von Sparbüchern über den gleichen Zeitraum. Nur 23 Prozent lagen innerhalb des richtigen Zielkorridors von 14.000 bis 18.000 Euro bei einem wahren Wert von 14.860 Euro. 38 Prozent erwarteten weniger als 14.000 Euro, 38 Prozent erwarteten eine höhere Rendite. In Österreich lagen die zu hohen Schätzungen nur bei 35 Prozent, in der Schweiz sogar nur bei 30 Prozent. +++ **Investmentbanking boomt weiter:** Nach Angaben der Boston Consulting Group verzeichnet das weltweite Investmentbanking einen fulminanten Jahresaufakt. Demnach konnten die zehn führenden Banken im ersten Quartal 2007 ihre Einnahmen gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 25 Prozent steigern. Im Handel mit Aktien und festverzinslichen Papieren lagen die Einnahmen um 35 Prozent über den Werten des vierten Quartals 2006. Einen leichten Rückgang musste das Beratungsgeschäft hinnehmen: Im Vergleich zum Vorquartal sanken die Einnahmen um 0,4 Prozent. Gegenüber dem ersten Quartal 2006 ergibt sich jedoch ein Plus von 31,5 Prozent. +++ **Verbraucherschützer verklagen BaFin:** Der Verbraucherzentrale Bundesverband hat

die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) auf Herausgabe von Informationen zum Schrottimobilienskandal verklagt. Eine entsprechende Klage gegen die BaFin habe der Bundesverband beim VG Frankfurt a. M. eingereicht. Dabei geht es um eine generelle Klärung, inwieweit die BaFin verpflichtet ist, Auskunft über verbraucher-schädigendes Verhalten von Banken und Bausparkassen auf der Grundlage des Informationsfreiheitsgesetzes zu erteilen. Nach Einschätzung des VZBV verfügt die BaFin aufgrund ihrer Aufsichtstätigkeit über entsprechendes Wissen. So wollen die Verbraucherschützer u. a. wissen, ob der BaFin Unternehmen bekannt sind, „die fragwürdige Mietpools zur Bedingung ihrer Finanzierung“ von Immobilienkäufen gemacht haben. Die Mietpools sollten Anlegern besonders hohe Einnahmen aus der Vermietung von Eigentumswohnungen suggerieren. Der VZBV hatte sein Auskunftersuchen auf das Informationsfreiheitsgesetz des Bundes gestützt. Die BaFin verweigerte die Auskunft jedoch. Sie argumentierte, als Finanzbehörde sei sie generell vom Informationsfreiheitsgesetz ausgenommen. +++ **Neuer Fachanwalt für Bank- und Kapitalmarktrecht:** Die Satzungsversammlung der Bundesrechtsanwaltskammer (BRAK) hat die Einführung der Fachanwaltschaft für Bank- und Kapitalmarktrecht beschlossen. „Gerade im Bereich des Bank- und Kapitalmarktrechts hat sich der Bedarf an spezialisierter Rechtsberatung in den vergangenen Jahren deutlich erhöht“, erläuterte der Präsident der Bundesrechtsanwaltskammer Dr. Bernhard Dombek. „Zahlungs- und Kapitalanlageprozesse gewinnen immer mehr an Komplexität und spielen dabei im alltäglichen Leben der Bürger eine wichtige Rolle. Das geht von Fragen der Haftung bei Fehlbuchungen, über Probleme beim Internet-Banking bis hin zu Auseinandersetzungen um fehlerhafte Anlageberatungen“. Die Einführung dieser 19. Fachanwaltschaft ist ein Beleg dafür, dass die Spezialisierung unter den Rechtsanwälten unvermindert anhält. Nach Angaben der BRAK besitzt heute bereits jeder sechste Anwalt in Deutschland einen Fachanwaltstitel.