

Risiko und Rendite

Neue Anforderungen an Asset Manager durch den Kapitalmarkt

Robert Göötz

Indem die Immobilie als Assetklasse näher an den Kapitalmarkt rückt, verstärkt sich die Professionalisierung in der Immobilienwirtschaft. In der Folge versuchen Real Estate Asset und Investment Manager, Property Manager, Facility Manager und andere ihre Leistungen mit linguistischen Kreationen möglichst schillernd zu beschreiben. Mit diesem Begriffswirrwarr möchte der Autor aufräumen, indem er die verschiedenen Tätigkeiten klar definiert, abgrenzt und hierarchisch ordnet. Für die gewünschte Markttransparenz ist das dringend geboten. (Red.)

Die Subprime-Krise, die anschließende Finanzmarktkrise und die Verwerfungen am Kapitalmarkt haben deutlich gezeigt, dass die Märkte enger denn je miteinander verbunden sind. In der Phase der weltweiten Konjunkturerholung, erzwungenermaßen niedrigsten Zinsen und hoher Liquidität in den Märkten, ist ein deutlich erstarkter Kapitalmarkt zu beobachten – bei gleichzeitig einsetzenden Warnsignalen bezüglich der Liquiditätsversorgung von Unternehmen auf der einen Seite und möglichen Inflationsrisiken auf der anderen Seite. Die Kreditinstitute haben längst damit begonnen, eine verstärkte Risikoversorge zu betreiben, während sich auf den Kapitalmärkten die Gewichte neu sortieren.

Immobilien – eine besondere Assetklasse

Mehr denn je stehen Immobilien mit anderen Möglichkeiten der Kapitalanlage im Wettbewerb um Investitionsvolumina – und dies nicht nur an den originären Schnittstellen der Teilmärkte. Die Folge: Die Regeln des Kapitalmarktes und die Anforderungen der Kapitalmarktakteure diktieren mehr und mehr die Vorgaben auf den Immobilienmärkten. Dies wird nochmals verstärkt durch restriktive Kreditvergaben durch den Bankensektor, sodass bestimmte Immobilienvorhaben schlichtweg nicht realisierbar sind, weil Eigen- und/oder Fremdkapital nicht in ausreichendem Maße zur Verfügung gestellt wird.

Und weiterhin sind am Markt noch immer „geschlossene“ Offene Immobilienfonds zu beobachten, die bei ihrer Öffnung große Mittelabflüsse zu befürchten

haben. Treiber sind einmal mehr die Usancen des Kapitalmarktes. Grund genug, sich mit den Erwartungen, der Sichtweise und der Beurteilung „des Kapitalmarkts“ und seiner Akteure an, auf und über die Immobilienwirtschaft zu beschäftigen.

Nach vorsichtigen Hochrechnungen betrug per Dezember 2009 der Anteil an verbrieften und öffentlich gehandelten Immobilien, Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten rund vier Prozent am deutschen Kapitalmarkt.¹⁾ Ganz unabhängig davon, wie exakt diese Größe ist und wie sehr sie sich durch die Hinzurechnung von nicht-öffentlich gehandelten Immobilienverbriefungen ändert, bleibt festzuhalten, dass die Immobilie eine wichtige Assetklasse am Kapitalmarkt ist. Sie ist jedoch nur eine von mehreren Assetklassen, die den Anlegern am Markt zur Auswahl für zu tätigende Investitionen stehen.

Aus Kapitalmarktsicht und durchaus in Einklang mit Markowitz, Hicks, Sharpe und anderen besteht ein (effizientes) Portfolio zum Zwecke der Kapitalanlage aus mehreren, sorgfältig aufeinander abgestimmten Assetklassen.²⁾ Demzufolge verwundert es nicht, dass der BVI Bundesverband Investment und Asset Management e.V. Asset Management definiert als „die Steuerung eines Anla-

geportfolios (zum Beispiel aus Aktien, verzinslichen Wertpapieren und/oder Immobilien) nach Risiko- und Ertrags Gesichtspunkten. Zu dieser Dienstleistung gehören die Vorbereitung und Umsetzung von Anlageentscheidungen hinsichtlich des Geldvermögens Dritter.“³⁾

Dem BVI gehört das Who-is-Who der in Deutschland vertretenen Kapitalanlage- und Investmentgesellschaften an. Sie sind mit dem von ihnen verwalteten Anlagevolumen repräsentativ für den gesamten deutschen Kapitalmarkt⁴⁾, sodass mit einer gewissen Berechtigung davon ausgegangen werden darf, dass die Definition des BVI die Sichtweise der professionellen Marktteilnehmer widerspiegelt. Auffällig ist, dass das Lexikon des BVI keinen Eintrag für den Begriff des Portfolio Managements beinhaltet – durchaus in Einklang mit der eigenen Definition des Asset Managements.⁵⁾

Diskussion der Begriffsdefinitionen

Mit Blick auf die gängige Literatur zur Kapitalmarkttheorie und den dort zu findenden Abgrenzungen sollen die nachfolgenden Definitionen zur Diskussion gestellt werden. Hierbei erfolgt bewusst die Beschränkung auf die Sicht der Immobilie als Kapitalanlage, um im Weiteren die Schnittstelle und die Einordnung in die gängige Begriffswelt der Immobilienwirtschaft vorzunehmen.

- **Asset Management:** Unter einem Asset Manager ist derjenige zu verstehen, der die Gesamtverantwortung für alle Belange trägt, die mit der Assetklasse verbunden sind, für welche er die Verwaltung im weitesten Sinne übernommen hat.

- **Portfolio Management:** Der Portfolio Manager übernimmt die Verantwortung für die Verwaltung im weitesten Sinne für das Gesamtportfolio. Insbesondere übernimmt er die Verantwortung für die Aufteilung des Vermögens auf die gewählten Assetklassen und deren effizientes Zusammenspiel.

Im Sinne der oben vorgeschlagenen Definitionen und Abgrenzungen arbeiten dem Portfolio Management die Asset Manager der einzelnen Assetklassen zu. Sie sind verantwortlich gegenüber dem Portfolio Management für alle

Der Autor

Prof. Dr. Robert Göötz ist Professor für Asset Management an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt Nürtingen-Geislingen (HfWU), Nürtingen.

Fragen und Belange ihre Assetklasse betreffend.

Überleitung auf die Immobilienwirtschaft

In Fortführung der obigen Gedankengänge ergeben sich an der Schnittstelle zwischen Kapitalmarkt und Immobilienmarkt Auswirkungen auf die Begriffswelt der Immobilienwirtschaft. Diese tragen zugleich zu einer Harmonisierung mit den Gebräuchlichkeiten des Kapitalmarktes bei, welche weitgehend angelsächsisch geprägt sind. Offensichtlich ist, dass der Druck des Kapitalmarktes auf die Immobilienmärkte immer weiter zunimmt. Schon längst sind Immobilien ein fester Bestandteil der möglichen Spekulationsziele der Akteure am Kapitalmarkt. Unübersehbar wurde dies im Zuge der Subprime-Krise.

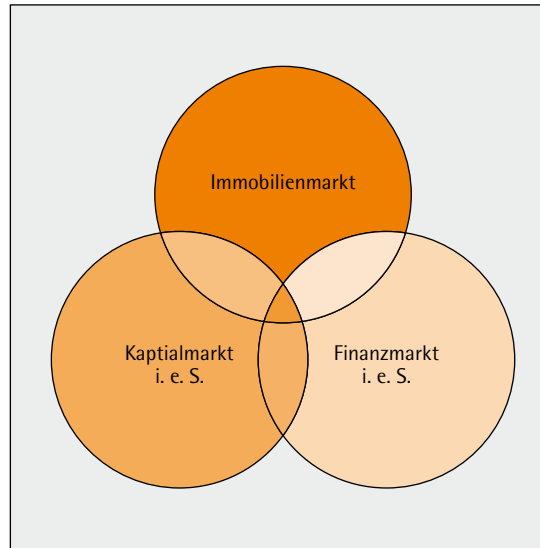
Die Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif) hat auf die auch in Deutschland immer präsenter werdenden Anforderungen des Kapitalmarktes reagiert. Im Jahr 2004 veröffentlichte sie ihre viel diskutierte Definition des Real Estate Investment Management (REIM), welche erstmals explizit den Kapitalanlagegesichtspunkt aufgenommen hat.⁶⁾ Zahlreiche hierarchische Darstellungen und Abgrenzungen der einzelnen Leistungsfelder folgten – beispielhaft seien hier die Beiträge von Bone-Winkel und Teichmann erwähnt.⁷⁾

Verschiedene Disziplinen aus Kapitalmarktsicht

In Anlehnung an die Definition des REIM, der gif und der Darstellung von Teichmann soll die Abbildung 2 eine Einordnung der unterschiedlichen Immobilienmanagement-Disziplinen aus Kapitalmarktsicht geben. Auf Basis einer grundsätzlichen Einordnung, ob eine Immobilie der Kapitalanlage im weiteren Sinn oder aber der Eigennutzung dient, erfolgt die weitere Einordnung der einzelnen Management-Aufgaben.⁸⁾

Streng genommen findet ein Portfolio Management – ganz im Sinne Markowitz – nur über mehrere Assetklassen hinweg statt. In diesem Sinne verantwortlich für den Erfolg und Misserfolg der Anlage in der Assetklasse „Immobilien“ ist das Real Estate Asset Management. Innerhalb der Assetklasse „Immobilien“ gibt es kein echtes Portfolio Management, sondern „nur“ ein Immobilienportfolio Management.⁹⁾

Abbildung 1: Verzahnung von Immobilien-, Kapital- und Finanzmarkt



Quelle: ideen-park GmbH

Ebenso wird deutlich, dass es unterhalb des Immobilien Portfolio Managements kein Immobilien Asset Management gibt.

Der Versuch, eine Abgrenzung zwischen Portfolio Management, Asset Management und Property Management innerhalb der Assetklasse Immobilie herbeizuführen und dies darüber hinaus in hierarchischer Anordnung, trägt eher zur Verwirrung als zur Klärung bei.¹⁰⁾

Es hilft die Sichtweise des Kapitalmarktes, der die Immobilie als eine von mehreren Assetklassen versteht und daraus abgeleitet die Verantwortung für die Assetklasse an den Asset Manager, in diesem Fall an den Real Estate Asset Manager, delegiert. Diesem Gedankengang folgend fallen Verantwortung und Aufgabenstellung des Real Estate Asset

Management und des Real Estate Portfolio Managements zusammen.

Die Sichtweise steht auch im Einklang mit den Finanzmärkten und der dortigen Begriffswelt. Seit Jahrzehnten betreiben Banken und Versicherungen das Asset Liability Management (ALM), also die systematische, ganzheitliche Steuerung ihrer Aktiva und Passiva.¹¹⁾ Das simultane Aussteuern der einzelnen Assetklassen und der Verbindlichkeiten mit klar abgegrenzten Verantwortungen für asset-spezifische Erfolge und Risiken ist Kern des Ansatzes.¹²⁾ Interessant erscheint in diesem Zusammenhang das von Leibowitz/Henriksson hergeleitete Verständnis von Verbindlichkeiten als eine eigene Assetklasse.

Verbindlichkeiten in diesem Sinne stellen ein „passivisches“ Asset mit entsprechenden Anforderungen an das Management dar.¹³⁾

Kontroverse Auseinandersetzung

Die gif hat bei ihrer Definition des REIM bewusst auf die Verwendung des Begriffes Real Estate Asset Management verzichtet und diesen offen gelassen.¹⁴⁾ Zu unterschiedlich waren die diskutierten Ansätze und Abgrenzungen des Begriffes schon bei Gründung des Arbeitskreises Real Estate Asset Management im Jahr 2000. Kapitalmarkt und Immobilienwirtschaft befanden sich nicht in der gleichen Begriffswelt. Eine breite Vielfalt von Sichtweisen und Abgrenzungen findet sich bis heute in der Literatur –

Abbildung 2: Die Management-Disziplinen in der Immobilienwirtschaft

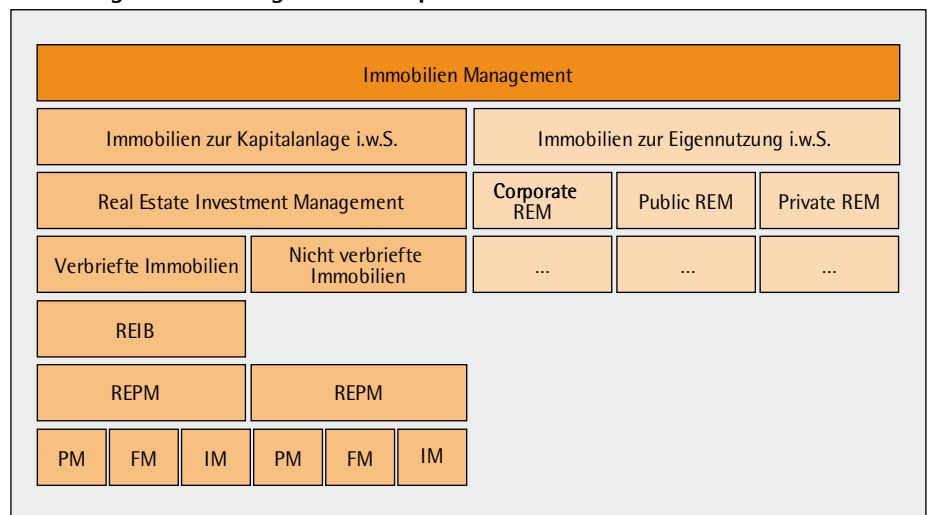


Abbildung 3: Verantwortungsbereiche des Real Estate Asset Managements



dabei erscheint auffallend, dass die Kontroverse mehr innerhalb der immobilienwirtschaftlichen Beiträge geführt wird.¹⁵⁾ Die Literatur zum Kapitalmarkt erscheint sich vergleichsweise einig. Noch immer gelten die Grundsätze, die auf die Arbeiten von Hicks, Markowitz, Sharpe und anderen zurückreichen und die sich letztlich in der eingangs dargestellten Definition des BVI wiederfinden.

Es stellt sich die Frage, warum sich die deutsche Immobilienwirtschaft so schwer tut mit der Definition der Begriffe. Warum fällt es schwer, die Sichtweise des Kapitalmarktes als maßgeblich anzusehen, wenn Immobilien letztlich eine Assetklasse des Kapitalmarktes sind?¹⁶⁾ In der angelsächsischen Literatur ist dieses Verständnis auf die Immobilienwirtschaft übertragen worden. Sayce und Dubben definierten bereits 1991: „Asset Management is defined as the process of maximizing value to a property or a portfolio of properties from acquisition to disposition within the objectives defined by the owner. This concept uses strategic planning, which includes investment analysis and operation and marketing analysis, as well as the positioning of a property in the market place in accordance with market trends and conditions.“¹⁷⁾

Ganz im dargestellten Sinne wird eine Unterscheidung oder Aufgliederung zwischen Objekt- und Portfolio-Ebene innerhalb der Assetklasse nicht vorgenommen. Die immobilienwirtschaftlich jedoch notwendige Aufteilung der Aufgaben auf Immobilienportfolio-Ebene und Objekt-Ebene muss demnach innerhalb des REAM stattfinden. Hier ist die (deutsche) Immobilienwirtschaft aufgefordert, eine

sinnvolle und klare Abgrenzung zu finden. Wenn – den bisherigen Gedankengängen folgend – das REAM aus Kapitalmarktsicht die Verantwortung für den Erfolg oder Misserfolg einer Anlage in Immobilien trägt, dann beinhaltet das REAM die Verantwortung für mehrere zu unterscheidende Leistungsbestandteile.

Die Assetklasse „Immobilien“ kann als Kapitalanlage nur erfolgreich sein, wenn das Zusammenspiel des immobilienwirtschaftlichen Know-how auf allen Ebenen des Betriebs und Bewirtschaftens von Objekten und Beständen gelingt. In diesem Sinne hatte der Gif-Arbeitskreis Asset Management im Jahr 2001 einen ersten Definitionsansatz diskutiert, nach dem REAM das intern oder extern erbrachte strategische Management einer Immobilie oder eines Immobilienportfolios ist, und zwar im Auftrag des Eigentümers entsprechend seiner Anlagestrategie über den gesamten Investitionszeitraum hinweg mit dem Ziel, die Immobilienperformance durch die Realisierung von Wertsteigerungspotenzialen und eine effiziente Prozesssteuerung zu optimieren.

Das REAM sollte sich dabei auf die mit der Immobilie oder dem Portfolio in direktem Zusammenhang stehenden Aspekte beschränken.¹⁸⁾ Grundlage des Ansatzes war die Vorgabe von Sayce/Dubben. Allerdings hatte man die dort formulierte Aufgabe der Wertmaximierung präzisiert und ergänzt um die Opti-

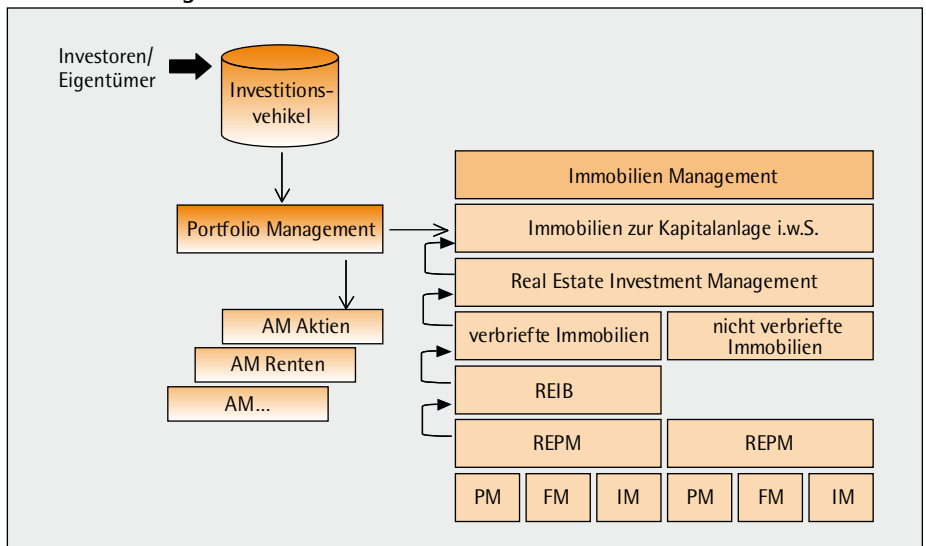
mierung der Immobilienperformance auch durch die Realisierung von Wertsteigerungen. Dies stand und steht im Einklang mit den formulierten Anforderungen der Bestandshalter.¹⁹⁾

Den Gedanken weiter fortführend drängt sich die Frage auf, ob REAM eine eigene immobilienwirtschaftliche Disziplin ist oder ob es sich nicht vielmehr um ein Organisieren des Zusammenspiels der anerkannten Disziplinen Immobilien Portfolio Management, Property Management und Facility Management handeln könnte. Vielleicht trägt diese Frage dazu bei zu erklären, warum sich die Branche mit dem Begriff des REAM so schwer tut und bislang nicht zu einer eindeutigen Definition und Abgrenzung gefunden hat. Zunächst einmal ist REAM ein dynamischer Prozess – ähnlich dem ALM und weniger eine Disziplin.

In Anlehnung an die Gif-Richtlinie zum REIM – unter Berücksichtigung des bewussten Ausklammerns des Begriffs Asset Management – ist die Disziplin das eine (das REIM) und das andere (das REAM) der Prozess, der vom REIM ausgeführt wird. Es ist also sehr zu diskutieren, ob nicht REIM und REAM zusammenfallen, wie es schon der Blick auf die Historie der Diskussion und den gefundenen sprachlichen Kompromiss des REIM als „unverbrauchten“ Begriff nahelegen. Faktisch läuft es darauf hinaus: Das REAM ist die Klammer um die in Abbildung 3 genannten Disziplinen und ergibt die eindeutige Schnittstelle zum Kapitalmarkt und zum Finanzmarkt.

Tatsächlich bedeutet REAM, im Sinne von eine Kapitalanlage in der Assetklasse

Abbildung 4: Verknüpfung des Immobilien Managements mit dem Portfolio Management über verschiedene Assetklassen



Immobilien auszusteuern, das Organisieren aller hierfür notwendigen Maßnahmen – sei es für verbriefte wie für nicht verbiefte Immobilien. Insbesondere sind die Schnittstellen zum Kapitalmarkt und zum Finanzmarkt zu berücksichtigen und gegebenenfalls abzubilden. Dies ist nur durch die Integration des Risikomanagements und des Financial Engineering für die Assetklasse Immobilie innerhalb des REAM möglich.²⁰⁾ Das Zusammenspiel im Gesamtportfolio im Sinne der Total Asset Allocation wird auf anderer Ebene gesteuert, namentlich im Portfolio Management, wie es die Abbildung 4 zeigt.

Definition und Abgrenzung

Abschließend soll das Real Estate Asset Management als Managementprozess wie folgt definiert und abgegrenzt werden:

Das Real Estate Asset Management übernimmt die Gesamtverantwortung für alle Belange, die mit der Anlage von Kapital in die Assetklasse Immobilien verbunden sind. Es umfasst das Organisieren des Zusammenspiels der Leistungen auf Objekt- und Portfolio-Ebene, sowohl taktisch wie strategisch und beinhaltet explizit das Managen von immobilien-spezifischen Risiken sowie das Financial Engineering. Das Real Estate Asset Management erfolgt an der Schnittstelle zu Kapitalmarkt und Finanzmarkt. Es findet in Eigentümervertretung nach den Vorgaben des Eigentümers statt. Es erstreckt sich ausdrücklich nicht auf Prozesse des Asset Liability Management, sondern erhält aus diesem die Vorgaben – zum Beispiel hinsichtlich absoluter Performance, Risiko-Ertragsrelationen, gebundenem Kapital, Risikoprämien et cetera. Das Real Estate Asset Management kann intern oder extern erbracht werden. Berichtet wird für das Asset Liability Management in der Regel an das (Gesamt-) Portfolio Management, welches sich über alle vorhandenen Assetklassen erstreckt.²¹⁾

Das REAM muss also ausdrücklich nicht zwingend die Optimierung der Performance als Kernleistung zum Gegenstand haben. Das wäre viel zu kurz gesprungen – ganz unterschiedliche Eigentümer-Vorgaben aus dem ALM-Prozess heraus sind möglich und denkbar.

Fußnoten

¹⁾ Eigene Hochrechnungen auf Basis Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik Januar 2010, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht; BVI Investmentinformation vom 7. Dezember 2009; Deutsche Bundesbank, Depotstatistik, Statistische

Sonderveröffentlichung Nr. 9 vom März 2010; Statisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Vermögensrechnung per 31. Dezember 2009.

²⁾ Vergleiche unter anderem Markowitz, H.: Portfolio Selection, in: Journal of Finance, Vol. VII, März 1952, S. 77 ff.; Hicks, J.R.: Value and Capital, Oxford University Press, 1939, S. 126 ff.; Sharpe, W.: The Sharpe Ratio, in: Journal of Portfolio Management, Fall 1994 sowie Mutual Fund Performance, in: Journal of Business, Januar 1966.

³⁾ BVI-Lexikon, Bundesverband Investment und Asset Management e.V. www.bvi.de.

⁴⁾ BVI Investmentstatistik per 28. Februar 2010 sowie Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik Januar 2010, Statistisches Beiheft zum Monatsbericht.

⁵⁾ BVI-Lexikon a.a.O.

⁶⁾ Gif, Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.: Richtlinie Definition Real Estate Investment Management, 2004, S. 3.

⁷⁾ Bone-Winkel, S.: Immobilienportfolio-Management, 2000, S. 767; Teichmann, S.A.: Bestimmung und Abgrenzung von Managementdisziplinen im Kontext des Immobilien- und Facilities Managements, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, 2/2007, S. 9.

⁸⁾ Die Erläuterungen der verwendeten Abkürzungen in dieser Grafik finden sich im Anhang zu diesem Beitrag.

⁹⁾ Vergleiche in diesem Sinne unter anderem Bone-Winkel, (2000), S. 767 ff.

¹⁰⁾ Auf die Aufzählung der einzelnen Beiträge in der jüngeren immobilienwirtschaftlichen Literatur, die sich mit diesem Versuch beschäftigen, wird an dieser Stelle verzichtet. Ein gelungener Überblick findet sich beispielsweise in den Beiträgen von Fuerst, F.: Managing Real Estate Investments, a review of international concepts and definitions, Henley University Press, 2009 oder Kämpf-Dern, A./Pfnür, A.: Grundkonzept des Immobilienmanagements. Ein Vorschlag zur Strukturierung immobilienwirtschaftlicher Managementaufgaben, in: Pfnür, A. (Hrsg.), Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Band Nr. 14.

¹¹⁾ Vergleiche beispielsweise Bussan, M./Ruß, J./Zwiesler, H.-J.: Modernes Asset Liability Management in: Versicherungswirtschaft 2/2000, S. 104-109 oder Elling, M./Parnitzke, T.: Asset Liability Management in Finanzdienstleistungsunternehmen, Working Papers on Risk Management and Insurance No. 6, Universität St. Gallen, 4/2005.

¹²⁾ Siehe hierzu: Leibowitz, M. L./Henriksson, R. D.: Portfolio Optimization Within a Surplus Framework, in: Financial Analysts Journal, Vol. 44, 1988, S. 43 ff. sowie Elling, M./Parnitzke, T. (2005), S. 2 ff.

¹³⁾ Ebenda.

¹⁴⁾ Gif (2004), S. 5.

¹⁵⁾ Vergleiche hierzu: Fuerst, F. (2009) oder Kämpf-Dern, A./Pfnür, A. (2009).

¹⁶⁾ Zumal gerade große Bestandshalter wie etwa der Allianz Konzern eigene Asset Management-Gesellschaften für jede Assetklasse ausbilden. Vgl. hierzu: Göötz, R.: Steuerung von Immobilienrisiken – das Beispiel Allianz Immobilien, in: Der Langfristige Kredit, 11/2000, S. 380 sowie beispielsweise Achleitner, A.-K.: Handbuch Investment Banking, 3. Auflage, Wiesbaden, 2002, S. 639 ff.

¹⁷⁾ Sayce, S./Dubben, N.: Property Portfolio Management: An Introduction, Thomson Learning, 1991, S. 84.

¹⁸⁾ gif Arbeitskreis Asset Management, 2001, Protokollführung Göötz.

¹⁹⁾ Vergleiche in diesem Sinn: Göötz, R. (2000), S. 380.

²⁰⁾ Vergleiche in diesem Sinn: Göötz, R. (2000), S. 380 ff.

²¹⁾ Ganz im Sinne von Markowitz und Leibowitz/Henriksson.