

# Verwertung von Immobilienportfolios - Strategien und Einflussfaktoren in der Exit-Phase des Portfoliomanagementprozesses

Master Thesis zur Erlangung des akademischen Grades  
"Master of Science"

eingereicht bei  
Daniel Thum

Philip Hörnisch

00049023

Wien, 29.04.2018

## Eidesstattliche Erklärung

Ich, **PHILIP HÖRNISCH**, versichere hiermit

1. dass ich die vorliegende Master These, "VERWETUNG VON IMMOBILIENPORTFOLIOS - STRATEGIEN UND EINFLUSSFAKTOREN IN DER EXIT-PHASE DES PORTFOLIOMANAGEMENTPROZESSES", 113 Seiten, gebunden, selbständig verfasst, andere als die angegebenen Quellen und Hilfsmittel nicht benutzt und mich auch sonst keiner unerlaubten Hilfen bedient habe, und
2. dass ich diese Master These bisher weder im Inland noch im Ausland in irgendeiner Form als Prüfungsarbeit vorgelegt habe.

Wien, 29.04.2018

---

Unterschrift

## **Kurzfassung**

In der gegenständlichen Arbeit wurden die Strategien beim Exit im Immobilienportfolioprozess untersucht und qualitative Interviews mit Managern bzw. Entscheidungsträgern von Immobilienunternehmen geführt in Hinblick auf die Bedeutung des Exits in der Unternehmensstrategie, die Relationen zwischen Investoren-, Portfolio- und Objektebene, die Ziele des Exitprozesses sowie endogene und exogene Einflussfaktoren auf den Exit. Im Zuge der Arbeit folgte eine ausführliche theoretische Erläuterung der Grundlagen des Immobilienmanagements, des Immobilienportfoliomanagements sowie der Verwertung von Immobilien in der Exit-Phase. Danach wurde eine detaillierte Erläuterung der Methodik vorgenommen, wobei gezielt auf die gewählte Methode der qualitativen Experteninterviews eingegangen wurde, die Ziele der Interviews und die Interviewpartner vorgestellt wurden sowie die Auswertung besprochen wurde. Es wurden fünf Interviewpartner ausgewählt, die im Management von Immobilienunternehmen tätig sind, wobei versucht wurde, das Spektrum der im Handel mit Immobilien tätigen Unternehmen abzubilden. Nach den erfolgten Interviews wurden die Ergebnisse transkribiert und mittels der zusammenfassenden Inhaltsanalyse nach Mayring untersucht. Die Ergebnisse zeigten, dass die Exit-Strategie eng mit der Unternehmensstrategie verknüpft ist und diese fundamental vorgibt, welche Objekte unter welchen Voraussetzungen ge- und verkauft werden. Hier besteht ein enger Zusammenhang zwischen Unternehmens-, Portfolio- und Objektebene, wobei insbesondere auf die rechtlichen Rahmenbedingungen und unternehmensinternen Vorgaben beim Exit zu achten ist. Die Ziele bei Exit sind hier weitgehend von den unternehmensstrategischen Vorgaben bestimmt. Bei den Exit-Strategien stehen Eigentümerstrukturen, rechtliche Gestaltung des Unternehmens sowie die allgemeine Unternehmensstrategie im Vordergrund. Die wichtigsten endogenen Faktoren, die den Exit beeinflussen, hängen ebenso mit der Unternehmens- und Portfoliostrategie zusammen, die sich dann auf die Objektebene durchschlagen. Diese werden von der allgemeinen Ausrichtung des Unternehmens, der rechtlichen Gestaltung und den Investorenzielen bestimmt. Zu wichtigen exogenen Faktoren zählen Markt- und Wirtschaftssituation, Zinsniveau, Finanzierungen, Markttrends und -zyklen etc. Zusammenfassend konnte die Arbeit Licht in ein sonst weitgehend vernachlässigtes Thema bringen, wobei etliche Teilbereiche noch genauer, etwa aus quantitativer Perspektive, beleuchtet werden können.

## Inhaltsverzeichnis

<b>1. Problemstellung und Forschungsziele .....</b>	<b>1</b>
<b>2. Grundlagen des Immobilienmanagements .....</b>	<b>4</b>
2.1 Beschreibung und Abgrenzung des Immobilienmanagements .....	4
2.2 Begriffsabgrenzung zwischen Investment-, Portfolio- und Objektebene...	5
2.3 Definition des Real Estate Asset Managements.....	8
2.4 Überblick über Immobilienmarktteilnehmer und Immobilienarten.....	12
2.5 Kurzüberblick Immobilienmarkt in Deutschland und Österreich .....	19
<b>3. Immobilienportfoliomanagement .....</b>	<b>24</b>
3.1 Allgemeines zu Immobilienportfoliomanagement .....	24
3.2 Strategien im Immobilienportfoliomanagement.....	31
3.3 Der Immobilienportfoliomanagementprozess .....	35
<b>4. Verwertung von Immobilien in der Exit-Phase.....</b>	<b>41</b>
4.1 Einordnung des Exits im Immobilienmanagementprozess .....	41
4.2 Aspekte der Planung und Durchführung des Exits .....	45
4.3 Ablauf des idealtypischen Exit-Prozesses .....	52
<b>5. Methodologie.....</b>	<b>57</b>
5.1 Ziel des vorliegenden Forschungsprojektes .....	57
5.2 Teilstrukturierte Experteninterviews .....	58
5.3 Interviewpartner .....	59
5.4 Analysemethode .....	60
<b>6. Empirische Ergebnisse .....</b>	<b>61</b>
<b>7. Zusammenfassung und Beantwortung der     Forschungsfragen .....</b>	<b>76</b>
<b>Anhang .....</b>	<b>85</b>
Ziele und Aufgaben des Real Estate Asset Managements .....	85
Aufbau und Leistungsbereiche des REAM.....	88
Ziel und Prozess des REAM .....	92
Phasen des zyklischen REAM-Prozesses .....	95
Überblick über unterschiedliche Immobilienarten .....	103
<b>Literaturverzeichnis .....</b>	<b>104</b>
<b>Abbildungsverzeichnis .....</b>	<b>108</b>
<b>Tabellenverzeichnis .....</b>	<b>109</b>

# 1. Problemstellung und Forschungsziele

Die Literatur zum Thema Immobilienmanagement, Real Estate Asset Management und Portfoliomanagement scheint in den letzten zwanzig Jahren stetig angewachsen zu sein. Es existieren eine Reihe von detaillierten Artikeln und Büchern zu beinahe allen Teilbereichen des Immobilienmanagementprozesses (Schulte 2007; Gondring & Wagner 2016; Lehner 2010), die die wichtigsten Abläufe, Prozesse und Strategien von Unternehmen im Immobiliensektor beschreiben und ausführlich darlegen. Einzig die Phase des Exit scheint einer gezielten Betrachtung bis dato weitgehend entgangen zu sein und wird meist am Rande, als Abschluss oder notwendiger Endpunkt des Portfoliomanagementprozesses erwähnt. Daher macht es sich diese Arbeit zum Ziel, die Phase des Exit im Rahmen des Real Estate Asset Managementprozesses aus einer Perspektive der Praxis zu beschreiben und wichtige Einflussfaktoren, Entscheidungsgrundlagen, zeitliche, rechtliche und strategische Aspekte aus einer Managementperspektive im Bereich des Immobilienportfoliomanagements abzuleiten. Dabei soll besonders die Unternehmens- und Portfoliostrategie und deren Bezug zur Exit-Strategie sowie zum Verwertungsprozess in Betracht gezogen werden, zumal nicht nur das Portfoliomanagement als Teil des Immobilienmanagements in den vergangenen Jahren große Beachtung in Theorie und Praxis fand, sondern ebenso die systematische Betrachtung, Analyse und das Management von Immobilienbeständen durch Techniken quantitativer Portfoliobetrachtung die Operationen von Immobilieninvestoren immer stärker beeinflussen (Reul & von Stengel 2007: 408 f). In diesem Abschnitt werden nun die Ziele und Absichten dieser Arbeit dargelegt, bevor zuerst mit einer theoretischen und danach mit einer empirischen Untersuchung des Exit-Prozesses im Rahmen des Immobilienportfoliomanagements begonnen wird.

Während die Literatur zum Thema Immobilienmanagement, Portfoliomanagement sowie zum Real Estate Asset Management den Exit größtenteils nur am Rande behandelt, stellt die Exit-Phase dennoch einen der wichtigsten Teile des gesamten Immobilienmanagementprozesses dar, da in dieser Phase Gewinne realisiert werden sowie die endgültige Rendite auch im Bezug zu der Periode der Renditerealisierung determiniert wird (Bosak et al. 2007: 75). Im Rahmen der Literatur zum Portfoliomanagement sowie zum Real Estate Asset Management wird

der Exit-Prozess allerdings meist nur in konzeptioneller, beschreibender Hinsicht sowie in Abhängigkeit von den Abläufen und Strategien des Portfoliomanagements beschrieben (Gondring & Wagner 2016: 439 ff; Ropeter-Ahlers & Vollrath 2007:159 ff; Lehner 2010: 99 ff). Im Zuge der vorliegenden Forschungsarbeit soll diesen konzeptionellen Betrachtungen nun eine praktische Perspektive hinzugefügt werden, die die Ansichten von Praktikern im Managementbereich von Immobiliengesellschaften erhebt und deren Einschätzung in Bezug auf Ablauf, Einflussfaktoren und Determinanten des Exit-Prozesses im Immobilienmanagement darlegt. So sollen wichtige Einsichten gewonnen werden, die es erlauben, die abstrakten, konzeptionellen Perspektiven der Theorie zu vervollständigen sowie Einfluss- und Erfolgsfaktoren für den Exit aus der unmittelbaren Unternehmenspraxis des Immobilienmanagements zu identifizieren.

Im Rahmen dieser Arbeit soll somit der Prozess des Immobilienmanagements mit besonderer Berücksichtigung der Exit-Phase beleuchtet werden. Hier wird vor allem betrachtet, welche Relationen zwischen Portfoliomanagement, Unternehmensstrategie und der Verwertung von Immobilien bestehen. So sollen unterschiedliche Experten im Management von Immobilienunternehmen befragt werden und somit praktische Einsichten gewonnen werden, wie und auf welche Weise Portfoliomanagementprozess, Verwertungsprozess und Unternehmensstrategie zusammenhängen, welche Faktoren für den Exit entscheidend sind, inwieweit die der Exit auf die Strategie des Unternehmens selbst zurückwirkt sowie welche Faktoren bezüglich des gewählten Exit-Vehikels, der Bestimmung des Zeithorizontes und der Bestimmung der Portfoliostrategie mit Hinblick auf den Exit zu beachten sind. Besonderes Augenmerk wird hier auch auf die Integration des Exit-Prozesses in den gesamten Vorgang und Ablauf des Portfoliomanagements bzw. des Real Estate Asset Managements gelegt. Ebenso wird auf die organisatorischen und institutionellen Voraussetzungen der verschiedenen Unternehmen Bezug genommen und wie diese die Restrukturierung von Portfolios sowie den Exit-Prozess selbst beeinflussen. Dazu werden fünf Experten im Bereich des Immobilienmanagements im Rahmen von teilstrukturierten Interviews befragt, die leitende Positionen mit unmittelbarem Bezug zum Portfoliomanagement innehaben (Atteslander 2000: 150 ff). So soll ein Einblick auf die praktischen Dimensionen der Prozesse des Portfoliomanagements sowie des Real Estate Asset Managements gewonnen werden, mit besonderer Berücksichtigung der Verwertung von Immobilien und der damit verbundenen Exit-Phase.

In Bezug zu dem vorliegenden Forschungsinteresse wurden die folgenden Forschungsfragen formuliert:

**Welche Ziele werden im Rahmen des Exits im Immobilienportfoliomanagement vom platzierenden Unternehmen verfolgt?**

**Welche Strategien kommen im Rahmen des Exit-Prozesses zur Anwendung und wie hängt dieser mit der Portfolio- und Unternehmensstrategie zusammen?**

**Welche endogenen und exogenen Faktoren beeinflussen Exit-Zeitpunkt, Exit-Prozess und Exit-Vehikel?**

In den nachfolgenden Kapiteln werden zuerst die theoretischen Grundlagen des Immobilienmanagements sowie des Portfoliomanagements betrachtet und die wichtigsten Aspekte zu Strategien, Prozessen und Entscheidungsgrundlagen im Portfoliomanagementprozess erklärt, die hiernach einen entscheidenden Einfluss auf die Verwertung haben. Danach erfolgt eine Analyse des Exit-Prozesses, wobei hier die wichtigsten Einflussfaktoren, Entscheidungsgrundlagen und Rahmenbedingungen für Ablauf und Umsetzung des Exits skizziert werden sollen. Im darauffolgenden Kapitel werden die Erhebungsmethode des teilstrukturierten Experteninterviews (Atteslander 2000: 150 ff) und die Analysemethode der zusammenfassenden Inhaltsanalyse nach Mayring (2010: 67 ff) erläutert. Danach erfolgt die Darlegung der Ergebnisse der Interviews in Hinblick auf den Exit-Prozess im Rahmen des Portfoliomanagements. Im abschließenden Abschnitt werden die Ergebnisse des Projektes zusammengefasst, die Erkenntnisse des theoretischen und empirischen Teils integriert sowie Empfehlungen für zukünftige Forschungsprojekte gegeben. Diese Arbeit nimmt sich somit zum Ziel, die Phase der Verwertung im Rahmen des Immobilienportfoliomanagements im Detail zu beleuchten und wichtige Erkenntnisse aus einer Praxisperspektive hinsichtlich der Einflussfaktoren, der strategischen Entscheidungsgrundlagen sowie des Zusammenwirkens zwischen Portfoliomanagement, Unternehmensstrategie und Exit-Prozess zu sammeln.

## 2. Grundlagen des Immobilienmanagements

In diesem Abschnitt finden sich wichtige Konzepte in Zusammenhang mit dem Immobilienmanagement, die den Kontext bilden, in dem die Untersuchung im Rahmen dieser Arbeit durchgeführt wird.

### 2.1 Beschreibung und Abgrenzung des Immobilienmanagements

Immobilienmanagement ist der übergeordnete Begriff, unter dem branchenübergreifend alle Aufgaben, Tätigkeiten und Bereiche zu verstehen sind, die sich mit der Entwicklung, Bewirtschaftung und Entstehung von Immobilien bzw. Immobilienportfolios beschäftigen (Gondring & Wagner 2016: 6). Im Wesentlichen wird darunter jede Tätigkeit verstanden, die sich mit der *„Führung, d.h. der Gestaltung, Lenkung und Entwicklung von sozialen Systemen der Immobilienwirtschaft beschäftigt“* (Mändle & Mändle 2011: 867). Unter dem Begriff des Immobilienmanagements wird ein lebenszyklusorientiertes Modell verstanden, das als Ziel die direkte Steuerung des Prozesses der immobilienbezogenen Wertschöpfung hat. Dabei sollen durch die Allokation und Strukturierung von Ressourcen Leistungs- und Erfolgspotentiale realisiert werden, um den Wert von Immobilien bzw. Immobilienportfolios nachhaltig im Rahmen von nutzenorientierten Immobilienstrategien zu maximieren (Gondring & Wagner 2016: 7).

Im Allgemeinen kann zwischen leistungsbezogenen und phasenspezifischen Managementfunktionen unterschieden werden, wobei Planung, Steuerung und Kontrolle zu den leistungsbezogenen Funktionen gerechnet werden und die phasenbezogenen Leistungen Aktivitäten wie Projektentwicklung, Bau- und Projektmanagement sowie Facility-Management umfassen (Gondring 2013: 275 ff, 519 ff). Ebenso sind Leistungen aus dem funktionalen Management, wie zum Beispiel Immobilieninvestment, -finanzierung und -marketing zu erwähnen. Idealtypisch findet im Rahmen des Immobilienmanagements ein zielgerichteter Transformationsprozess statt, der auf die Generierung eines immobilienbezogenen Outputs an Sach- und Dienstleistungen ausgerichtet ist, der aus verschiedenen Inputfaktoren, wie Material, Immobilien, Kapital und Informationen, erzeugt wird (Mändle & Mändle 2011: 867 f). Zu unterschiedlichen Zeitpunkten im Immobilienlebenszyklus müssen von unterschiedlichsten in den Immobilienmanagementprozess involvierten Entscheidern und Beteiligten (zB.



Dienstleitern, Investoren, Eigentümern, Asset-Managern) eine Vielzahl an erfolgsbezogenen Entscheidungen getroffen werden, was zum Teil zu uneinheitlichen und konkurrierenden Auffassungen über die Definitionen, Ausmaße, die Relevanz und die Prioritäten der einzelnen Erfolgsfaktoren des Immobilienmanagementprozesses führen kann (Gondring 2013: 520 ff).

*„Die Kernaufgabe des REM [Real Estate Management] ist folglich die optimale Integration der unterschiedlichen Zielrichtungen in das Zielsystem zur Erreichung des wirtschaftlichen Erfolgs der Immobilien“* (Gondring & Wagner: 7), was ebenso auch auf das Management von Immobilienportfolios und die damit verbundenen Dienstleistungen ausgedehnt werden kann. Der Erfolg des Immobilienmanagements hängt maßgeblich von der kosteneffizienten Erstellung bzw. Bereitstellung von Immobilien bei uneingeschränkter Flächennutzung und einer damit verbundenen Maximierung der Ertragskraft ab. Je nach Zielstruktur des Management- und Investitionsprozesses ergeben sich unterschiedliche Schwerpunkte und strategische Ausrichtungen im Immobilienmanagement, die an anderer Stelle nochmals im Detail dargelegt werden.

## **2.2 Begriffsabgrenzung zwischen Investment-, Portfolio- und Objektebene**

Im Laufe der vergangenen Jahre wurde eine Vielzahl an Begriffen und Definitionen im Bereich des Immobilienmanagements hervorgebracht, was vor allem auch durch die Internationalisierung des Immobilienmanagements gefördert wurde und den Begriff des Real Estate Managements (REM) immer vielfältiger werden ließ. Dies wurde vor allem durch die lebhaft entwickelte Entwicklung des Immobiliensektors im angelsächsischen Raum weiter propagiert und gefördert (Gondring & Wagner 2016: 7 f). Die Grenzen zwischen den dabei hervorgebrachten Begriffen und den damit verbundenen Leistungen verlaufen fließend und haben in der Praxis zum Teil nur eingeschränkte Bedeutung. Im Zuge der näheren Eingrenzung des Fachbereiches der Immobilienwirtschaft wird hier eine rudimentäre Abgrenzung vorgenommen, die die wichtigsten Bereiche sowie die Ebenen des Immobilienmanagementprozesses beschreiben soll. Zwischen den einzelnen Bereichen des Managements kommt es zu zahlreichen Überlappungen bzw. fluiden Übergängen, jedoch lässt sich eine zweckmäßige Hierarchie und Weisungsstruktur im Rahmen des Prozesses des Immobilienmanagements erkennen.

Die hierarchische Struktur des Immobilienmanagements kann durch folgende Graphik dargestellt werden:

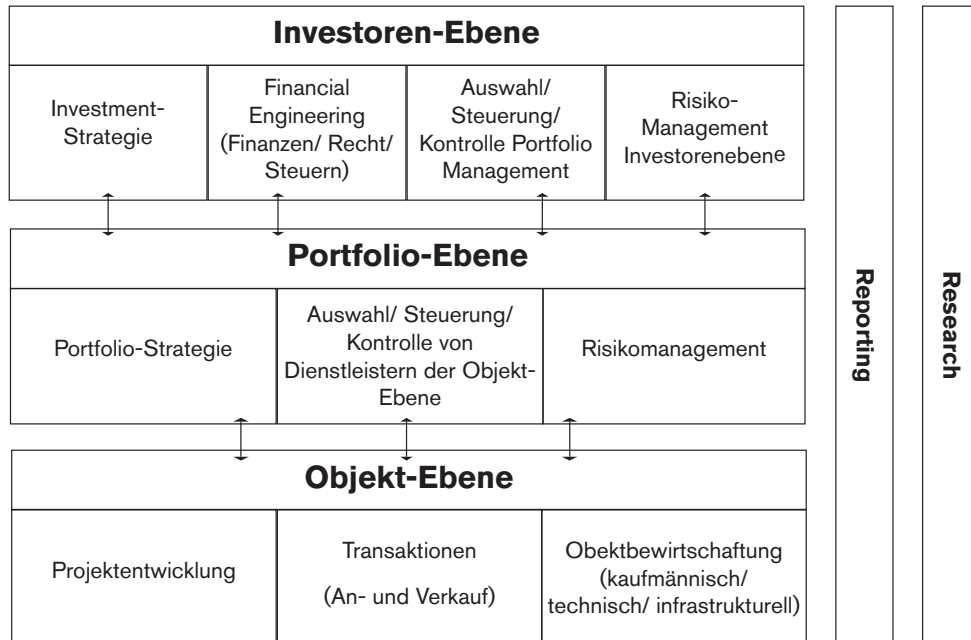


Abbildung 1: Ebenen des Immobilienmanagements (Gondring & Wagner 2016: 11)

Auf der Investimentebene wird eine Strategie entwickelt, die maßgeblich durch die Ziele der Investoren geprägt ist (Mändle & Mändle 2011: 869). Die wichtigsten dieser Ziele stellen traditionell Sicherheit, Rentabilität und Liquidität dar. Das Real Estate Investment Management entwickelt aus dem Zusammenspiel der strategischen Einflussfaktoren eine Investmentstrategie, wobei Anlageziele anhand von Zielbeträgen, Budgets und Benchmarks im Sinne einer rendite- und risikooptimalen Investmentstrategie festgelegt werden. Die Aufgaben des Real Estate Investment Management erstrecken sich hierbei auf die Formulierung einer Investmentstrategie, die Auswahl, Kontrolle und Steuerung des Portfoliomanagements, des Risikomanagements auf der Investimentebene, das Reporting an den Investor, Financial Engineering, was die Bereiche Finanzen, Recht und Steuern umfasst, sowie die Recherche und Informationsbeschaffung für die Investimentebene (Gondring & Wagner 2016: 10).

Auf der Portfolioebene werden die Vorgaben der Investimentebene konkretisiert und im Sinne einer integrierten Portfoliostrategie berücksichtigt (Gondring & Wagner 2016: 10). Aus der Formulierung einer Zielstruktur wird eine mittel- bis langfristige

taktische Portfolioplanung abgeleitet. Auf dieser Ebene wird die Gesamtheit des Immobilienbestandes verwaltet, wobei das Portfolio im Wesentlichen nach Rendite- und Risikogesichtspunkten strukturiert wird und somit die spezifische Zielstruktur im Rahmen der Investment- und Portfoliostrategie widerspiegelt. Im Detail umfasst das Portfoliomanagement die Planung von Neuanlagen, Objektverkäufen sowie des Baus und der Vermietung von Immobilien im bestehenden Portfolio (Mändle & Mändle 2011: 869). Die zentralen Aufgaben des Immobilienportfoliomanagements sind einerseits die Formulierung der konkreten Portfoliostrategie sowie die Auswahl, Steuerung und Kontrolle von Dienstleistern auf der Objekt-Ebene. Schließlich umfasst das Portfoliomanagement auch das Risikomanagement, die Recherche und Informationsbeschaffung auf Portfolioebene sowie das Reporting an die Investmentebene, die sich vor allem auch mit Zielkontrolle und Benchmarking auseinandersetzt (Gondring & Wagner 2016: 10).

Die Objektebene umfasst vor allem die Optimierung der Rendite jeder einzelnen Liegenschaft bzw. Immobilie, wobei auf dieser Ebene sämtliche, auf das Objekt ausgerichtete, Immobiliendienstleistungen koordiniert werden (Gondring & Wagner 2016: 10). Das Ziel des strategischen Objektmanagements ist es hierbei, die vom Portfoliomanagement vorgegebenen Strategien und Zielsetzungen zu erreichen oder zu übertreffen und das Potential jeder einzelnen Liegenschaft möglichst maximal auszunützen (Mändle & Mändle 2011: 869). Darüber hinaus wird versucht, etwaiges Potential zur Wert- oder Nutzensteigerung ausfindig zu machen und zu realisieren. Das operative Objektmanagement hingegen entwickelt Maßnahmen, die dazu dienen, die Objektstrategien umzusetzen, wobei wirtschaftliche, technische, infrastrukturbezogene, investment- und nutzenorientierte Faktoren miteinbezogen werden (Mändle & Mändle 2011: 871). Das operative Objektmanagement beschäftigt sich somit unmittelbar mit der budgetoptimalen Nutzung von Ressourcen und der Kontrolle von Leistungen und Kosten in Bezug zu den Anlageobjekten. Anders ausgedrückt, konzentriert sich das Property-Management auf das anlageorientierte, operative Management von Immobilien im Sinne der Investmentstrategie.

Im Allgemeinen umfasst die Objektebene des Immobilienmanagementprozesses die Abwicklung und Organisation von An- und Verkäufen, die Entwicklung von Projekten, das eben beschriebene kaufmännische, technische, infrastrukturbezogene, investment- und nutzenorientierte Objektmanagement, das

Reporting für die Portfolioebene sowie Recherche und Informationsbeschaffungsarbeiten auf der Objektebene (Gondring & Wagner 2016: 10 f). Das Real Estate Investment Management stellt in dieser Beschreibung das übergeordnete Konzept des Immobilienmanagementprozesses dar und verbindet Investor- und Objektebene, sodass aus den Vorgaben des REIM die Ziele und Strategien für das Portfoliomanagement sowie das Objekt- und Gebäudemanagement abgeleitet werden können. Die jeweiligen Teilbereiche des Managementprozesses gehen jeweils mit eigenen Begrifflichkeiten und Abgrenzungen im Rahmen des Immobilienmanagements einher, was die Komplexität der begrifflichen Trennung der einzelnen Bereiche und deren Adressierung im Zuge einer integrierten Strategie nochmals aufzeigt.

### **2.3 Definition des Real Estate Asset Managements**

In der europäischen, insbesondere in der deutschsprachigen Immobilienwirtschaft wird der Begriff des Real Estate Asset Managements seit 2006 weitläufig verwendet (Gondring & Wagner 2016: 6 ff). Es lassen sich Parallelen zur Entwicklung des Begriffs des Facility-Managements erkennen. Aufgrund der Neuartigkeit der Bezeichnung gab es ebenso ein großes Angebot an Definitionsversuchen, die weitgehend die Absicht hatten, den neuen Begriff des Real Estate Asset Managements mit Inhalten des eigenen Geschäftsfeldes zu belegen.

Im Allgemeinen ist unter dem Begriff „Asset“ ein Vermögenswert zu verstehen, was bedeutet, dass sich das Real Estate Asset Management (REAM) weitgehend mit Immobilien in deren Funktion als Anlageobjekte beschäftigt und sich somit weitgehend auf die konkreten Anlageobjekte bzw. die Immobilien selbst konzentriert. Unter einer „Asset-Klasse“ wird in diesem Zusammenhang *„eine Gruppe von Assets, die sich in wichtigen finanzwirtschaftlichen Eigenschaften von anderen Assets unterscheiden“* verstanden (Klages 2002: 517). Im Allgemeinen beschäftigt sich das Asset-Management somit mit der Verwaltung von Vermögenswerten unterschiedlicher Eigentümer durch spezialisierte Dienstleister. Der Real Estate Asset Manager kümmert sich daher um die Verwaltung des Immobilienvermögens eines oder mehrerer bestimmter Eigentümer unter einer Rendite-Risiko-Perspektive und darum, das verwaltete Vermögen optimal zu verteilen und zu verwalten, wobei der spezielle Fokus auf die strategische Objektebene gelegt wird, da Einzelobjekte als Assets im Vordergrund der Betrachtung des REAM stehen. Das REAM im Speziellen umfasst hiernach die

*„operative Gestaltung, Steuerung und Kontrolle, das Management aller wirtschaftlich relevanten Vorgänge in und um das finanzielle Interesse im Einklang mit den abgestimmten und aktualisierten Vorgaben und strategischen Zielen des Eigentümers oder Risikoträgers.“ (Thiels 2001: 448)*

Das Immobilien Asset Management betrifft somit besonders das dynamische und strategische Management bei der Planung, Umsetzung und Kontrolle von Strategien in Zusammenhang mit Immobilienportfolios, konkreten Immobilienobjekten und die Vermittlung zwischen Managementfunktionen auf den verschiedenen Ebenen des Immobilienmanagementprozesses mit besonderer Berücksichtigung der Objektebene bzw. dem strategischen Management von Immobilienbeständen. Es können zahlreiche Ähnlichkeiten zu dem Begriff des Real Estate Investment Management (REIM) festgestellt werden, wobei das REIM sich grundsätzlich an den Vorgaben eines Investors ausrichtet und das Management von direkten, indirekten sowie nicht unmittelbar der Ertragserzielung zuzurechnenden Immobilieninvestments umfasst (gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung 2004: 3 f). Die Stufen und Ebenen des REIM (Objekt-, Portfolio-, und Investmentebene) wurden im vorangehenden Kapitel bereits beschrieben, wobei sich nach verschiedenen Definitionen unterschiedliche Abgrenzungen zu anderen Begriffen des Immobilienmanagements ergeben (Gondring & Wagner 2016: 4 f; <http://www.gif-wiki.de/w/Begrifflichkeiten/Managementebenen/Funktionsbereiche>). Die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) definiert REAM schließlich folgendermaßen: *„Asset Management ist das verantwortliche, strategische und operative Management sämtlicher rendite- und risikobeeinflussenden Maßnahmen auf Objekt-, Portfolio- und Gesellschaftsebene bezogen auf den gesamten Lebenszyklus der Immobilie(n)“* (RICS Deutschland, <https://consultations.rics.org>). In dieser Definition wird eher der umfassende Charakter des Asset Managements herausgestrichen, während im Rahmen dieser Forschungsarbeit der Fokus des Begriffes auf der strategischen Objektebene bzw. in der Vermittlerfunktion zwischen Objekt- und Portfolioebene hinsichtlich konkreter Objektstrategien angesiedelt wird.

Der Begriff des REAM stützt sich letztlich auf eine Vielzahl von Definitionen, die kontrovers diskutiert werden. Gemeinsam scheint diesen die Bedeutung der Optimierung, Wertsteigerung, der Planung und Kontrolle im Zuge eines umfassenden strategischen und dynamischen Immobilienmanagementprozesses zu sein, der die Ebenen des Objektes, des Portfolios sowie die Investmentebene

umfasst (Gondring & Wagner 2016: 65 ff). Weitgehende Übereinstimmung unter den zahlreichen Ansätzen zum Thema REAM besteht somit dahingehend, dass das Management des gesamten Prozesses der Gestaltung und Verwaltung von Immobilieninvestments und Immobilienportfolios umfasst wird, wobei unterschiedliche spezifische Schwerpunkte je nach Definition gelegt werden. Im Zuge eines umfassenden Verständnisses des Immobilienmanagements baut das erfolgreiche REAM somit auf die kontinuierliche und permanente Anpassung und Kontrolle der Investorenziele, die Umsetzung und Adaptierung der Portfoliostrategie sowie deren effiziente Umsetzung auf Objektebene auf. Der Managementprozess wird im Immobiliensektor in den letzten Jahren immer dynamischer, vor allem im Zuge der Professionalisierung des europäischen Immobilienmarktes, weshalb professionelles REAM immer stärker an Relevanz gewinnt. Während es, wie bereits erwähnt, zu etlichen Überschneidungen und Abgrenzungsproblemen zwischen den sich ständig erweiternden Begrifflichkeiten des Immobilienmanagements kommen kann, fassen Gondring und Wagner (2016: 6) den Begriff des REAM folgendermaßen repräsentativ zusammen:

*„Das REAM ist ein dynamischer, strategisch ausgerichteter Managementprozess, der die Planung, Steuerung und Kontrolle für ein Immobilienvermögen ganzheitlich unter Kapitalanlagegesichtspunkten umfasst. Dabei handelt das REAM als Eigentümervertretung und orientiert sich vorrangig an den laufenden Vorgaben und strategischen Zielen des Investors. Immobilieninvestitionen im REAM können neben Direktanlagen auch indirekte Investitionen umfassen. Eine weitere Differenzierung erfolgt hinsichtlich fremdgenutzter, eigengenutzter oder nicht primär der Ertragserzielung dienender Immobilien.“ (Gondring & Wagner 2016: 6)*

Auf praktischer Ebene wird das REAM allerdings, vor allem auch nach der in Abbildung 2 dargestellten Definition der GIF, als Schnittstelle zwischen Portfoliomanagement und der strategischen Objektebene im Immobilienmanagementprozess verstanden (<http://www.gif-wiki.de/w/Begrifflichkeiten/> Managementebenen/Funktions-bereiche). Dies bedeutet, dass, während die Vorgaben der Investoren- und Portfolioebene miteinbezogen werden, vor allem die Umsetzung und Koordination der Strategien in Bezug auf den konkreten Immobilienbestand und die strategische Bearbeitung von Objekten im

Fokus stehen. Dem REAM kommt daher im Zuge der Verwertung von Immobilien besondere Bedeutung zu, da strategische Wertsteigerungspotentiale, Marktentwicklungen sowie die konkrete Bewirtschaftung, aber auch Verwertung von Immobilien mit der Portfolio- und Unternehmensstrategie koordiniert und in Einklang mit konkreten Handlungspotentialen auf Objektebene gebracht werden müssen. In der Koordination zwischen Objekt-, Portfolio- und Investmentebene nimmt so das REAM die Maximierung von Cash-Flows und Wertsteigerungspotentialen auf der strategischen Objektebene in den Fokus und konzentriert sich auf die Planung, Steuerung und Kontrolle von objektzentrierten Maßnahmen zur Realisierung der gewählten Investment- Portfolio- und Objektstrategien. Im Unterschied zum Property-Management sowie zum Portfoliomanagement handelt das REAM somit wertorientiert vornehmlich auf strategischer, aber auch mit Einfluss auf die taktische Objektebene. Gleichsam werden hier alle Dimensionen des Immobilienmanagementprozesses angesprochen und in Abgleich mit den übrigen Ebenen des Immobilienmanagements ganzheitlich in Betracht gezogen (Gondring & Wagner 2016: 10).

Ziele, Leistungsbereiche, Phasen und Prozesse der REAM können im Anhang im Detail eingesehen werden und dienen zur weiteren Illustration des Begriffs.

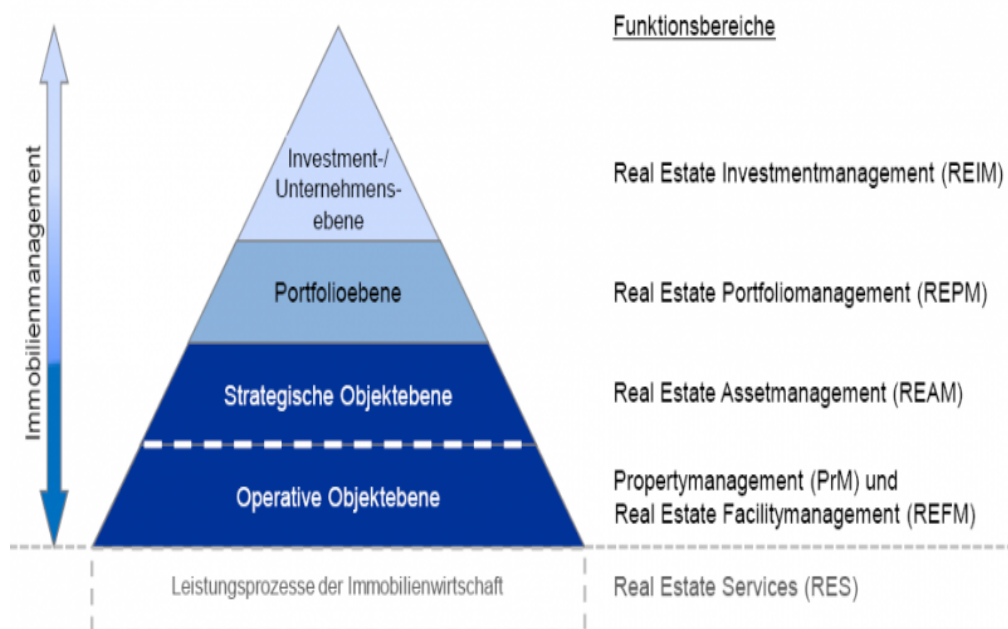


Abbildung 2: Funktionsbereiche des Immobilienmanagements und deren Abgrenzung (<http://www.gif-wiki.de/images/1/1a/Image2a.png>)

## 2.4 Überblick über Immobilienmarktteilnehmer und Immobilienarten

Auch die Teilnehmer am Immobilienmarkt lassen sich nach unterschiedlichen Kriterien einteilen und beispielsweise je nach ihrer Stellung auf der Angebots- oder Nachfrageseite bzw. im Lebenszyklus der Immobilien unterschiedlichen Gruppen zuweisen (Hellerforth 2007: 4). Schulte (2008: 169 ff) gibt einen detaillierten Überblick über die „*Wirtschaftssubjekte, die sich mit Immobilien befassen*“, die in dieser Aufstellung Projektentwickler, Investoren, Finanzierer, Dienstleister und Nutzer beinhalten.

Projektentwicklung bedeutet hier, die Faktoren Kapital, Standort und Projektplan bzw. Projektidee so zu kombinieren, dass wettbewerbsfähige, sozial- und umweltverträgliche Immobilienprojekte entstehen, die dauerhaft rentable Nutzung versprechen (Schulte 2008: 169 f). Projektentwickler können demnach nach dem Developer-Typ, dem typologischen bzw. regionalen Schwerpunkt unterschieden werden. Bei den meisten Developern liegt hiernach ein typologischer oder regionaler Schwerpunkt vor, um den sich die Aktivitäten der Organisation drehen. Die Unterscheidung nach dem Typ weist den Trader-Developer, der alle Risiken der Projektentwicklung selbst trägt und dessen Projekte auf die Veräußerung des Projektes angelegt sind, den Service-Developer, der sich verschiedener Phasen im Entwicklungsprozess annimmt, allerdings auf fremde Rechnung handelt, sowie den Investor-Developer, der Projekte tendenziell länger in den Bestand aufnimmt, als unterscheidbare Kategorien auf. Schulte beschreibt den Markt der Immobilien-Projektentwickler in Deutschland als intransparenten und im Umbruch befindlich, gekennzeichnet von zahlreichen mittelständischen Unternehmen, wobei allerdings angemerkt werden muss, dass seit der Verfassung des angeführten Werkes ein regelrechter Boom am Markt für Projektentwicklung stattfand, der auch zahlreiche institutionelle Investoren anlockte, wobei sich an der grundlegenden Fragmentierung und Inhomogenität der Märkte für Immobilien-Projektentwicklung aber nicht viel geändert haben dürfte (Schulte 2008: 171; <http://www.welt.de/finanzen/immobilien/article128732958/In-den-deutschen-Metropolen-boomt-der-Bau.html>).



Die Gruppe der Immobilieninvestoren unterteilt Schulte (2008: 172 ff) in private Investoren, die in Deutschland im Jahr 2006 ein Vermögen von 4,16 Bio. Euro in Form von Immobilien hielten, was ca. 45% des deutschen Privatvermögens ausmachte, und institutionelle Investoren, die als juristische Personen Gelder Dritter investieren und verwalten. Während unter die privaten Investoren größtenteils kleine bis mittlere, selbstverwaltete Vermögen privater Haushalte fallen, versammeln die institutionellen Investoren oft beträchtliche Volumina, die auf fremde Rechnung unter speziellen institutionellen Arrangements investiert werden (Schulte 2008: 174 ff). Die institutionellen Investoren können nun weiter unterteilt werden in Kapitalanlagegesellschaften, Fondsinitiatoren, Immobilienaktiengesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, Immobilienleasinggesellschaften sowie ausländische Investoren und Opportunity Funds. Die Kapitalanlagegesellschaften begeben im Normalfall immobilienbezogene Investmentfonds, die in offene Immobilien-Publikumsfonds und offene Immospezialfonds eingeteilt werden können. Im ersten Fall können Investoren Anteile an einem Immobilien-Sondervermögen erwerben und jederzeit wieder zum aktuellen Gegenwert veräußern, wobei das Fondsvermögen von einer Depotbank verwahrt und von der Kapitalanlagegesellschaft verwaltet wird. Spezialfonds hingegen umfassen Sondervermögen, die von bis zu 30 Anlegern gehalten werden, die nicht natürliche Personen sind. Da die Anteile des Immobilienspezialfonds theoretisch jederzeit veräußert oder gekauft werden können, wird auch hier von einem offenen Fonds gesprochen, der allerdings nur andere institutionelle Investoren umfasst. Geschlossene Immobilienfonds werden im Normalfall von Fondsinitiatoren begeben und verschiedenen Privatinvestoren zu Kauf angeboten (Schulte 2008: 177). Wenn alle Anteile verkauft sind, erfolgt die Schließung des Fonds.

Immobilienaktiengesellschaften bezeichnen wiederum AGs, deren Einnahmen zum größten Teil aus dem Immobiliengeschäft gewonnen werden, wobei die relevanten Geschäftsfelder Vermietung und Verpachtung, Immobilienverwaltung und -handel, Projektentwicklung und Immobilienberatung darstellen (Schäfers & Schulte 2011: 142 ff). Die AGs können darüber hinaus am gesetzlich geregelten Markt an der Börse notiert sein und können daher etwa in Deutschland im DIMAX abgebildet werden (DIMAX Börse Frankfurt, <http://www.boerse-frankfurt.de/index/DIMAX#Überblick>). Im Allgemeinen muss allerdings gesagt werden, dass Immobilien-AGs sich nur über das Tätigkeitsfeld des Unternehmens

definieren und auf denselben Rechtsgrundlagen basieren wie andere AGs. Ergo kann es sich bei Immobilien-AGs sowohl um börsennotierte, aber auch um nicht börsennotierte Unternehmen handeln. In Österreich wuchs der Sektor mit den ersten börsennotierten Immobilien-AGs seit den 1980er-Jahren beständig, wobei die bedeutendsten börsennotierten Immo-AGs heute im IATX abgebildet sind, der als Benchmark für österreichische börsennotierte Immobilienwertpapiere gelten kann (Schmidtmayer 2012: 191 ff). Ein Spezialfall der börsennotierten Aktiengesellschaft stellt der Real Estate Investment Trust dar, der, aus den USA kommend, in auch Deutschland ab 2007 rechtlich verankert wurde, allerdings bisweilen hinter den Erwartungen hinsichtlich der angepeilten Investitionsvolumina zurückblieb (Elamine 2011: 181 ff). In Österreich existiert im Moment keine eigene REIT-Gesetzgebung, REITS können allerdings unter der Verwendung von Genussscheinen in der steuerlichen Ausgestaltung nachgebildet werden (Schmidtmayer 2012: 189 ff).

Auch Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen bedienen sich Immobilieninvestments regelmäßig, um ihrem Investmentportfolio eine tendenziell sichere Anlageklasse hinzuzufügen und damit die Grundlage für eine breitere Investmentstrategie im Sinne ihres Geschäftsmodells zu legen (Schulte 2008: 179 f). Sie stellen regelmäßig eine wichtige Gruppe der institutionellen Investoren dar, der Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermögen ist aber bei beiden weitgehend gering und dient oft der Diversifikation von allgemeinen Investmentrisiken (Rottke & Schlump 2007: 43). Immobilienleasinggesellschaften beschäftigen sich mit der mittel- und langfristigen Vermietung von Grundstücken, Gebäuden oder Betriebsanlagen, wobei der Leasingnehmer vom Leasinggeber die Immobilie gegen Bezahlung der Leasingraten zur Nutzung mietet (Schulte 2008: 180 f). Das Eigentum und damit das Risiko der Investition verbleibt bis zum Laufzeitende des Vertrages bei der Leasinggesellschaft, wobei spezielle Optionen zum Kauf, Verkauf und zur Vertragsverlängerung im Leasingabkommen inkludiert sein können. Schließlich umfasst die Gruppe der ausländischen institutionellen Investoren und Opportunity Funds internationale Versicherer, Pensionsfonds, internationale Property-Companies und Investmentfonds (Schulte 2008: 181 f). Diese können je nach Risikoaffinität in „Value-Added“ und „Opportunity Funds“ unterschieden werden, was sich wiederum in der angepeilten Internal Rate of Return äußert (10-14% vs. 20+%).

Schließlich führt Schulte (2008: 182 ff) darüber hinaus ebenso Non-Property Companies, deren Kerngeschäft sich außerhalb des Immobiliengeschäfts befindet, öffentliche und private Wohnungsunternehmen, die sich mit der Bereitstellung von Wohnraum auseinandersetzen, sowie Kirchen und Stiftungen im Segment der institutionellen Immobilieninvestoren an. Letztlich bleibt ebenso noch der Staat in seiner Form als Grundbesitzer sowie als rechtlicher und steuerlicher Gestalter des Rahmens des Immobiliengeschäfts zu nennen, der einerseits eigenen Grundbesitz zu verwalten hat, andererseits die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen bereitstellt, vor deren Hintergrund das Geschäft im Immobiliensektor abgewickelt wird (Schulte 2008: 186).

Einen Überblick über die von institutionellen Investoren gehaltenen Volumina in Deutschland und deren Entwicklung seit 2001 zeigt die nachfolgende Graphik, wobei der starke Rückgang nach der Finanzkrise 2008 hervorgehoben werden muss (BulwienGesa 2012: 3). Inzwischen können aber die relativ rasche Stabilisierung der Renditen und der weitere Anstieg der Immobilienpreise, auch am österreichischen Markt, rückblickend attestiert werden (Bank Austria Unicredit 2015: 9 ff). Bei den Anlegerpräferenzen stellen, laut einer 2012 veröffentlichten Studie der Commerz Real, Sicherheit der Immobilienanlagen vor der Suche nach hochwertigen Anlageobjekten und nachhaltigen Investments allerdings noch immer bei einem Großteil der institutionellen Investoren die wichtigsten Kriterien für die Anlageentscheidung dar (Commerz Real 2012: 38).

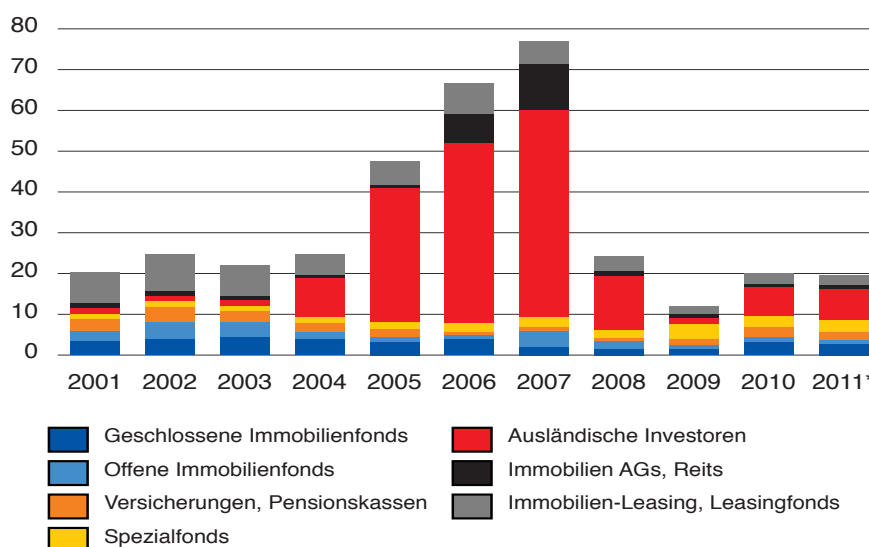


Abbildung 3: Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren in Deutschland ab 2001, 2011 vorläufig nur Gewerbeimmobilientransaktionen (BulwienGesa 2012: 3)

Zudem können die unterschiedlichen Anlagevehikel und Investitionsformen lose nach der Risiko- und Renditeerwartung geordnet und den unterschiedlichen Risikosegmenten (Core bis Opportunity) zugewiesen werden, was der folgenden Graphik entnommen werden kann:

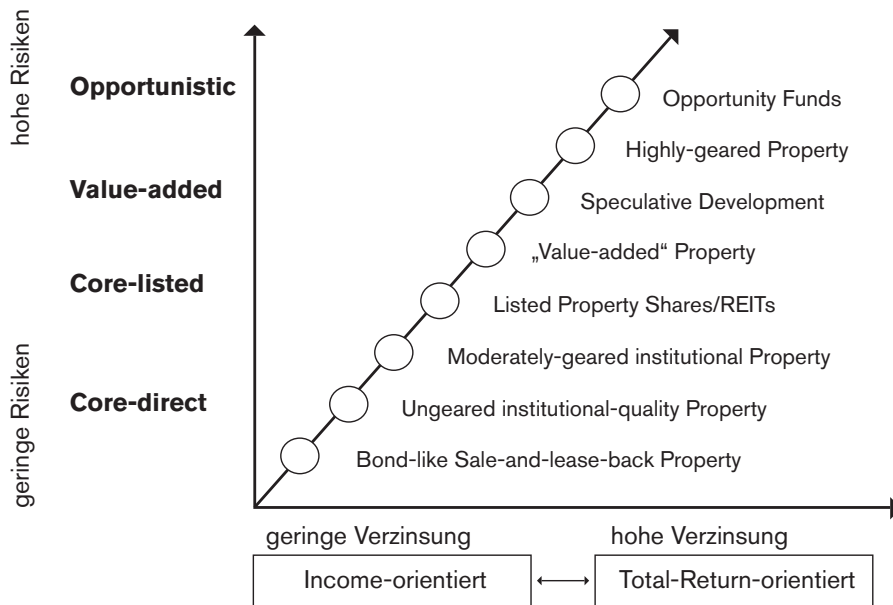


Abbildung 4: Risiko-/Renditeverhältnis verschiedener Immobilienanlagevehikel (Wüstefeld 2007: 72)

Lehner (2010: 128) stellt dies folgendermaßen dar:

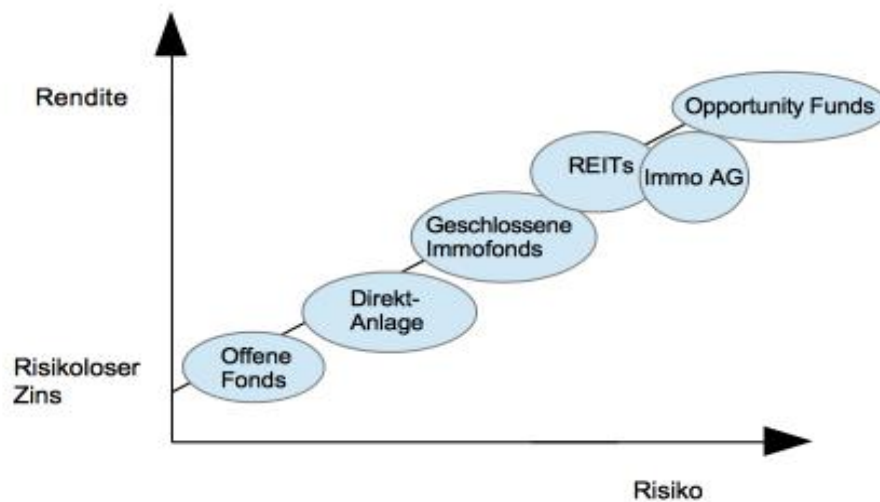


Abbildung 5: Risiko-/Renditeverhältnis unterschiedlicher Immobilienanlagevehikel (Lehner 2010: 128)

Zu den in der Immobilienwirtschaft involvierten Parteien zählt Schulte (Schulte 2008: 186f) nun ebenso die Bauunternehmen, die Betriebe des Bauhauptgewerbes sowie des Baunebengewebes umfassen und die mit den traditionellen Problemen saisonaler und konjunkturabhängiger Nachfrage sowie daraus resultierenden Fluktuationen in den Ergebnissen und der Auslastung konfrontiert sind. Die Immobilienfinanzierer werden hingegen weitgehend als Fremdkapitalgeber für die Zwischenfinanzierung und langfristige Finanzierung von Immobilienprojekten angesehen, wobei diesen vor allem aufgrund der weitgehenden Fremdkapitalfinanzierung von Immobilieninvestments besondere Bedeutung zukommt (Schulte 2008: 188 ff). Neben klassischen Geschäftsbanken sind in dieser Kategorie auch spezialisierte Institute, wie Hypothekarbanken, Bausparkassen, Kreditgenossenschaften, etc., zu nennen. Die Gruppe der Immobiliendienstleister umfasst schließlich Planungsunternehmen, die etwa in der Projektvorbereitung, -planung, und -realisierung zum Einsatz kommen, wie auch die Projektsteuerer, die etwa technische, wirtschaftliche oder rechtliche Funktionen übernehmen, die an sie delegiert werden, während die Projektleitung die nicht delegierbaren Aufgabenbereiche wahrnimmt (Schulte 2008: 192 ff).

Während Makler sich nun mit der Vermittlung und dem Verkauf von gewerblichen oder Wohnimmobilien beschäftigen und dafür Provisionen verlangen, kann die Gruppe der Berater Beistand in rechtlichen Belangen, im Bereich der Wirtschaftsprüfung, der Unternehmensberatung oder der Beratung in der Immobilienbranche bieten (Mändle & Mändle 2011: 1084 f; Schulte 2008: 196 ff). Facilities Manager und Immobilienverwalter schließlich beschäftigen sich mit der Verwaltung und Organisation des laufenden Betriebs von Immobilien Dritter, während Immobilienbetreiber auf eigene Rechnung Immobilien verwalten (Teichmann 2009: 17 ff, 22 ff). Die letzte zu erwähnende Gruppe stellen schließlich die Nutzer der Immobilien dar, die in theoretischen Betrachtungen oft konzeptionell ausgeschlossen werden, allerdings in der Forschung und Bedarfsermittlung zu Immobilien im Zentrum der Aufmerksamkeit stehen sollten (Schulte 2008: 201). Einen Überblick über die unterschiedlichen Parteien und Teilnehmer am Immobilienmarkt gibt auch die folgende Graphik, die die Diversität des Immobiliensektors sehr gut abbildet (Hellerforth 2007: 4).

<b>Nutzung</b>	
Angebotsseite	Eigentümer, Facility-Manager, Immobilienverwalter, Kreditinstitute und Kapitalgeber, Pensionskassen, Wohnungs-Baugenossenschaften, Immobilien- und Wohnungsunternehmen, Handwerksbetriebe, Verkäufer, Insolvenz und Zwangsverwalter
Nachfrageseite	Nutzer, Eigentümer, Mieter, Untermieter, Pächter, Käufer
<b>Planung und Realisierung</b>	
Angebotsseite	Grundstückseigentümer, Architekten, Bauherrn, Projektentwickler, Bauträger, Projektsteuerer, Bauingenieure, Investoren, Kreditinstitute, Kapitalgeber, Bauunternehmen, Facility-Manager, Immobilienberater, Immobilienvermittler, Städteplaner, Insolvenz- und Zwangsverwalter, Notare, Verkäufer, Eigentümer
Nachfrageseite	Nutzer, Eigentümer, Mieter, Pächter, Untermieter, Käufer
<b>Redevelopment: Umbau, Abriss</b>	
Angebotsseite	Facility-Manager, Projektentwickler, Kreditinstitute, Investoren, Architekten, Handwerker, Abrissunternehmer, Immobilienunternehmen
Nachfrageseite	Nutzer, Eigentümer

Tabelle 1: Marktteilnehmer am Immobilienmarkt (Hellerforth 2007: 4)

Schließlich kann auch Tabelle 3, die im Anhang angeführt wird, einen komprimierten Überblick über die unterschiedlichen Immobilienarten nach Hellerforth (2007: 5) geben, die von den unterschiedlichen Investorengruppen und Marktteilnehmern bearbeitet werden, was einen Blick auf die Komplexität der interdisziplinären Zusammenarbeit im Immobiliensektor eröffnet.

## 2.5 Kurzüberblick Immobilienmarkt in Deutschland und Österreich

Überblicksmäßig kann eine Verteilung des Immobilienbestandes in Deutschland über verschiedene Asset-Klassen im Jahr 2011 Abbildung 6 entnommen werden. Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der Transaktionsvolumina am deutschen Immobilienmarkt von 2005 – 2014, wobei hier besonders der starke Einbruch nach dem Jahr 2008 ins Auge sticht sowie die sukzessive Erholung in den darauffolgenden Jahren. Im Jahr 2014 erreichten die Transaktionsvolumina in Deutschland mit 52,7 Milliarden Euro wieder beinahe das Volumen von 2006, was auf die nachhaltig gute Markt- und Preisentwicklung sowie auf das günstige Zinsumfeld zurückgeführt werden kann (Ernst & Young 2015: 3 f). Sowohl bei Wohnimmobilien als auch bei Gewerbeimmobilien zeigt sich ein deutliches Wachstum mit einer Vervierfachung des Volumens seit 2009. Das günstige Zinsumfeld stellt dabei weiter gute Bedingungen für einen wachsenden Immobilienmarkt bereit, der allerdings zunehmend auf ein limitiertes Angebot trifft, was einen der bedeutendsten Preistreiber ausmachen dürfte. Die Stimmung am deutschen Immobilienmarkt ist ob genannten Aussichten überaus positiv, vor allem da auch die Preisentwicklung für die kommenden Jahre in den meisten Segmenten als positiv beurteilt wird (Ernst & Young 2015: 36 f).

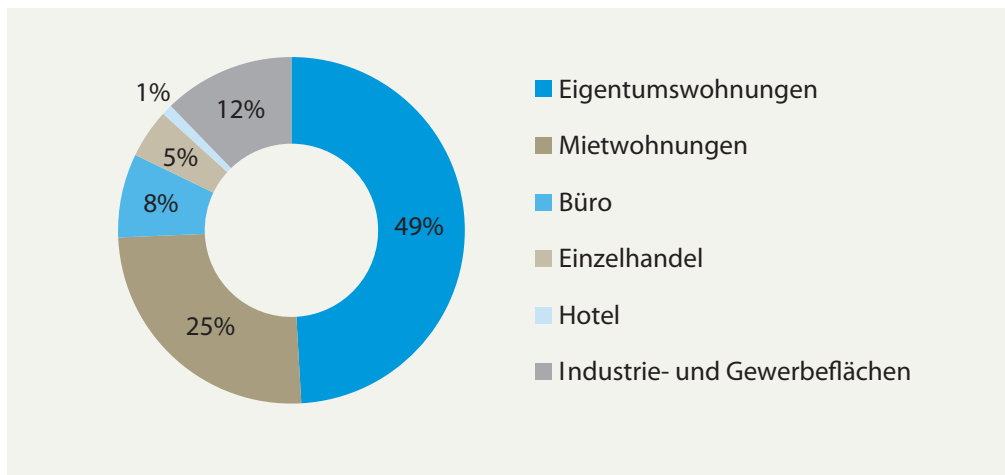


Abbildung 6: Verteilung des Immobilienbestandes in Deutschland 2011 (Pfleiderer & Schanz 2013: 18)

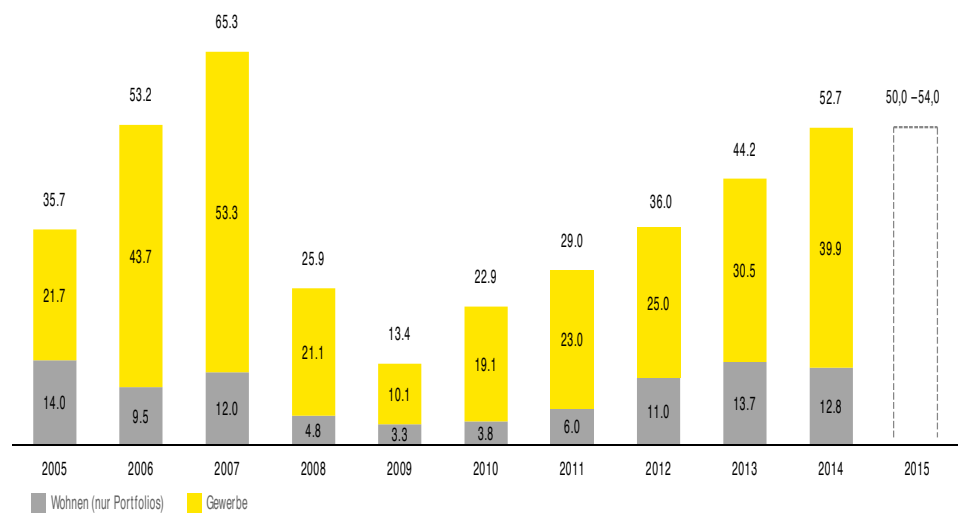


Abbildung 7: Transaktionsvolumina in Mrd. Euro in Deutschland 2005 – 2014 (Ernst & Young 2015: 3)

Die Entwicklung des Gesamtvolumens der Investitionen in kommerzielle Immobilien in Österreich von 2006 – 2014 kann Abbildung 8 entnommen werden. Im ersten Halbjahr 2015 schwächte sich die Investitionstätigkeit in österreichische kommerzielle Immobilien entgegen dem Trend in Europa etwas ab und so betrug das Investitionsvolumen für kommerzielle Immobilien insgesamt 950 Millionen Euro nach einem Wert von 1,330 Millionen Euro im ersten Halbjahr 2014 (Gesamtvolumen 2014: 2,8 Milliarden Euro) (Bank Austria Unicredit 2015: 8). Ein Anteil von ca. 50% fiel dabei auf Investoren aus Deutschland sowie ein Anteil von 9% auf sonstige Investoren aus dem Ausland, womit diese beiden Gruppen zusammen den Anteil der österreichischen Investoren deutlich übertrafen. Bezüglich der Verteilung des Investitionsvolumens nach Nutzungsarten lagen Büroimmobilien (42%), vor Einzelhandelsimmobilien (21%), Wohnimmobilien (17%), Hotels (16%) und gemischten Objekten (4%).



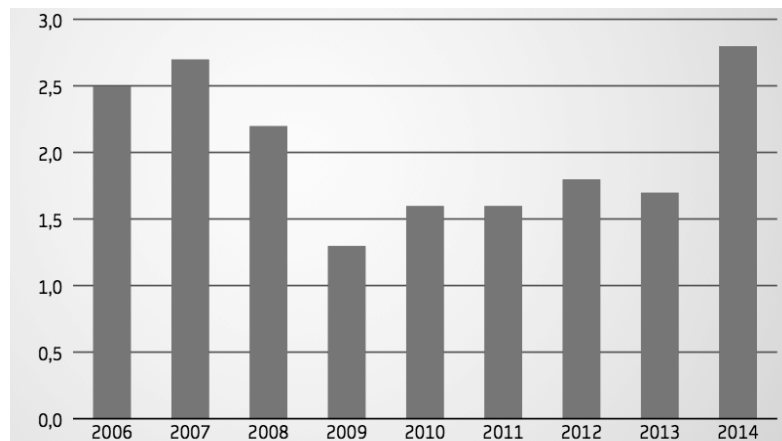


Abbildung 8: Investitionsvolumen in kommerzielle Immobilien in Österreich in Mrd. Euro 2006 – 2014 (Bank Austria Unicredit 2015: 7)

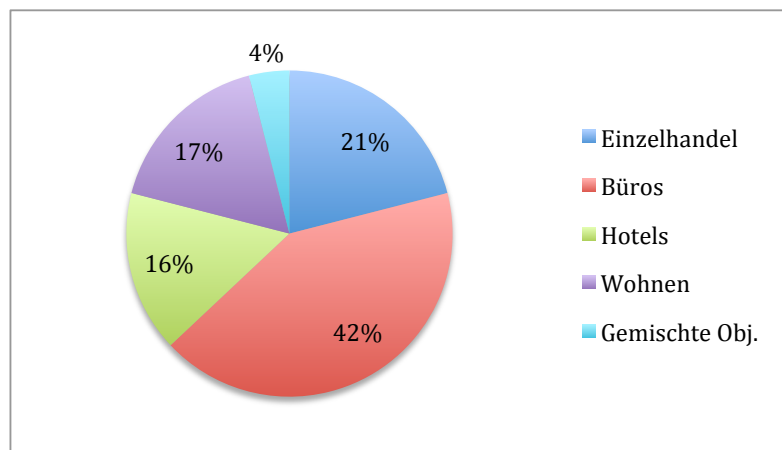


Abbildung 9: Investitionsvolumen nach Nutzungsarten, 1. Halbjahr 2015 (Bank Austria Unicredit 2015: 7)

Während sich aus dem IPD Immobilienindexportfolio, das den österreichischen Markt repräsentativ abbildet, ein annähernd stabiler Total Return in den vergangenen Jahren ableiten lässt, zeigen die Spitzenrenditen im Bürosegment in den vergangenen Jahren leicht rückläufige Renditen, die allerdings stets über den Renditen für Staatsanleihen liegen (Bank Austria Unicredit 2015: 8 ff). Im Bezug auf Wohnimmobilien muss vor allem der rasante Anstieg der Mietpreise wie auch der Preise für Wohnimmobilien hervorgehoben werden, der in den letzten Jahren maßgeblich die Inflation in Österreich befeuert hat. Abbildung 13 zeigt die Entwicklung des Wohnungsaufwandes für freie und regulierte Mieten in Vergleich zu der Entwicklung der Immobilienpreise an, was eine deutlich stärkere Preisentwicklung im Eigentumssegment nahelegt (Bank Austria Unicredit 2015: 10). Während die Mieten in Österreich im Schnitt 30% seit 2004 zunahmen, stiegen die

Preise für Wohnimmobilien im selben Zeitraum um 60% (in Wien sogar um 107%). Der allgemeine Aufwärtstrend dürfte sich in den kommenden Jahren aufgrund des guten Investitions- und Zinsklimas und auch aufgrund einer zunehmenden Verknappung des Angebots, vor allem in Top-Lagen, weiter fortsetzen (Ernst & Young 2016: 10). Eine deutliche Beschleunigung der Preise für Wohnimmobilien im vierten Quartal 2015 (7,6% im Vergleich zum Vorjahresquartal) erkennt auch der Immobilienpreismonitor der OeNB (Schneider et al. 2016: 1). Auch im langjährigen Vergleich (2003 – 2015) lässt sich der kontinuierliche Anstieg der Preise für Wohnimmobilien eindeutig ablesen (Schneider et al. 2016: 18). Das niedrige Zinsniveau dürfte darüber hinaus die Fremdkapitalfinanzierung von Immobilien tendenziell begünstigen.

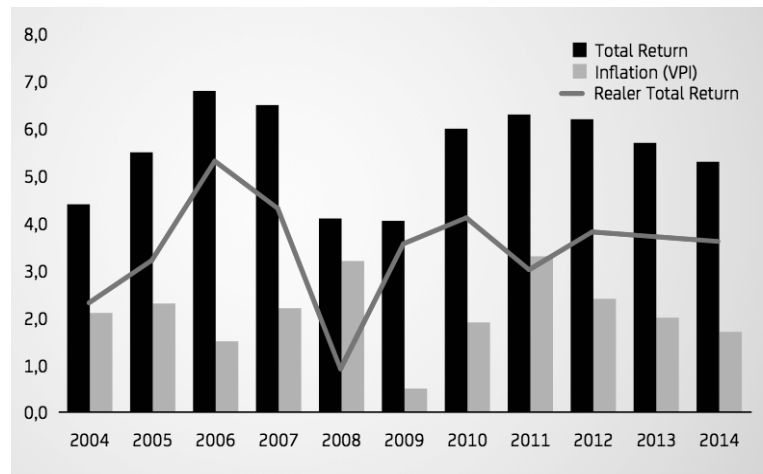


Abbildung 10: Total Return IPD-Portfolio (Bank Austria Unicredit 2015: 9)

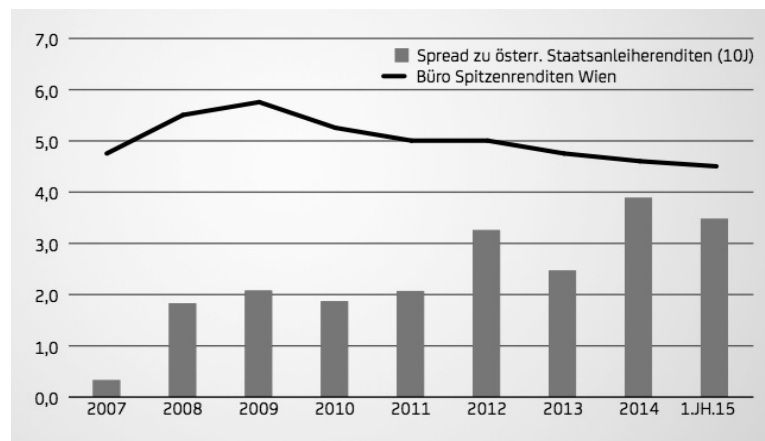


Abbildung 11: Spread von Immobilieninvestments zu österreichischen Staatsanleihen (Bank Austria Unicredit 2015: 8)

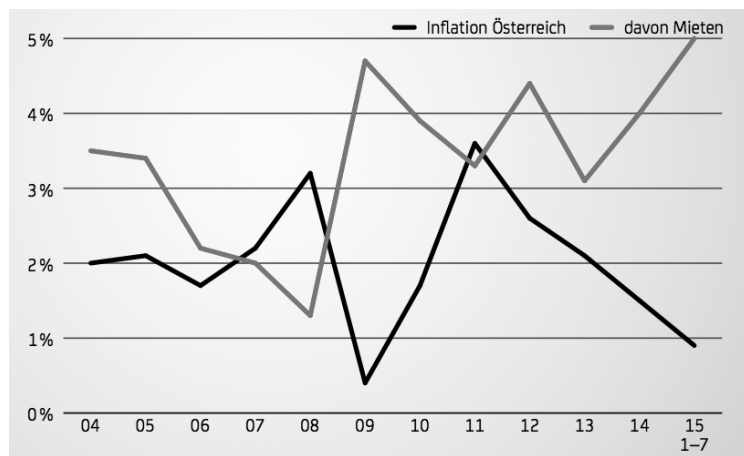


Abbildung 12: Anstieg der Wohnungsmieten in Relation zum harmonisierten Verbraucherpreisindex (Bank Austria Unicredit 2015: 11)

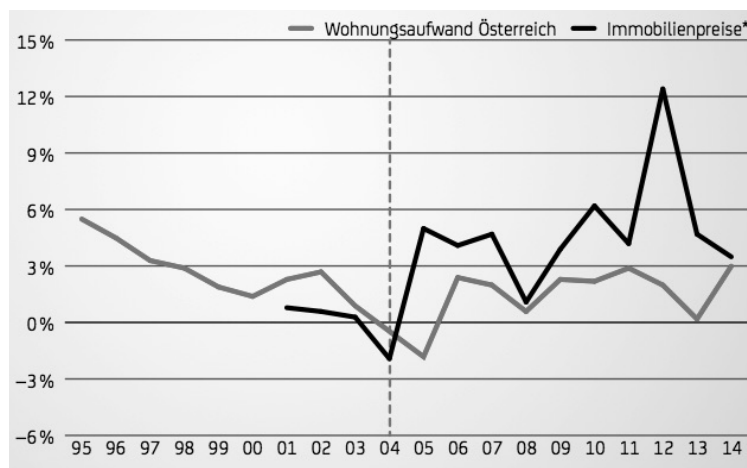


Abbildung 13: Wohnungsaufwand vs. Immobilienpreise (Bank Austria Unicredit 2015: 10)

Während sich im Markt für Gewerbeimmobilien ein gewisse Beruhigung bzw. leicht rückläufige Renditen einstellen, wird für den Wohnimmobilienmarkt ein weiterer Preisanstieg erwartet (<http://www.ey.com/AT/de/Newsroom/News-releases/EY-20160112-EY-Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt-Oesterreich>). So sind auch die Erwartungen zur Preisentwicklung im Segment für Wohnimmobilien deutlich optimistischer angesetzt als in den übrigen Sektoren des Immobilienmarktes. Im internationalen Umfeld wird der Markt in Österreich nach wie vor als sehr attraktiv angesehen, was zusätzlich Investoren, auch aus dem Ausland, anlockt. Der Aufwärtstrend in den Preisen sowie bei den Investitionsvolumina dürfte sich dadurch vor allem im Bereich der Wohnimmobilien in den kommenden Jahren fortsetzen (Ernst & Young 2016: 30 f).

### 3. Immobilienportfoliomanagement

Im folgenden Kapitel werden die Grundlagen des Immobilienportfoliomanagements behandelt sowie Prozess und Aufgaben des Portfoliomanagements besprochen, bevor im anschließenden Abschnitt auf die Exit-Phase als Teil des Immobilienmanagements gesondert eingegangen wird.

#### 3.1 Allgemeines zu Immobilienportfoliomanagement

Wenngleich der Begriff des Immobilienportfoliomanagements, wie die meisten Termini aus dem Bereich des Immobilienmanagements, noch keine eindeutige Definition und Schreibweise besitzt, so lässt sich doch die „*systematische Planung, Steuerung und Kontrolle eines Bestandes an Immobilien und Grundstücken mit der Zielsetzung Erfolgspotentiale aufzubauen*“ (Falk et al. 2004: 666) als zentrales Moment des Managements von Immobilienportfolios identifizieren. Im Fokus steht hierbei die interdisziplinäre Strukturierung und Aufteilung von Tätigkeiten und Agenden sowie die Entscheidungsvorbereitung und Entscheidungsfindung mit dem Ziel der Optimierung eines Immobilienportfoliobestandes. Das Immobilienportfolio umfasst hierbei im weitesten Sinne Immobilien, die auf unterschiedliche Weise zueinander in Verbindung stehen, etwa durch einen gemeinsamen Eigentümer oder gemeinsames Management, und so einer aggregierten Betrachtung unterzogen werden können (Wellner 2003: 33 f).

Das Immobilienportfoliomanagement im weiteren Sinne schließt wiederum alle Tätigkeiten mit ein, die den Inhalten und Zielen der Verwaltung und Optimierung eines eben beschriebenen Bestandes an Immobilien gelten mit dem häufig übergeordneten Ziel der Optimierung des Rendite-Risiko-Verhältnisses (Wellner 2003: 34). In der engeren Definition geht der Begriff auf die „*Portfolio Selection Theory von Markowitz*“ (Lehner 2010: 47 f) zurück, die sich mit der Optimierung der Asset-Auswahl anhand mathematischer und statistischer Verfahren im Hinblick auf des Rendite-Risiko Verhältnis beschäftigt. Da die moderne Portfoliotheorie (MPT) allerdings auf der Prämisse vollkommener Märkte aufbaut, die aufgrund der Intransparenz, Illiquidität und Heterogenität des Marktes für Immobilienanlagen nicht gänzlich anwendbar ist, sollten zur quantitativen Beurteilung von Portfolios auch qualitative Daten in der Entscheidungsfindung einfließen. Zur Strukturierung und Diversifikation von Portfolios sowie zur Deduktion von handlungsanleitenden Benchmarks kann die MPT allerdings sehr wohl wichtige Beiträge liefern.

Im Zentrum der Aussagen der „Portfolio Selection Theory“ steht nun insbesondere die Diversifikation eines Immobilienbestandes zum Ausgleich oder zur Erreichung eines spezifischen Verhältnisses von Rendite und Risiko (Schulte et al. 2007: 35). Ein Immobilienportfolio kann hier nun wiederum als ein Teil eines größeren Multi-Asset-Portfolios dargestellt oder als isolierter Teilbereich, als Single-Asset-Portfolio, betrachtet werden. Während die grundlegende, finanzwissenschaftliche Definition des Portfolio-Managements sich auf quantitative Methoden der Portfoliobewertung stützte, wurde das Immobilienportfoliomanagement schließlich durch qualitative Methoden der Entscheidungsfindung und der Bewertung ergänzt, die eine qualitative Beurteilung von Chancen und Risiken in die Entscheidungsfindung mit einbezogen (Schulte et al. 2007: 31 f). Im Basismodell der MPT wird nun versucht, eine Kombination aus zu erwartender Rendite und damit verbundenem Risiko (gemessen anhand der Standardabweichung) zu bilden, sodass diese sich gemäß der jeweiligen Anlagepräferenzen als optimal darstellen (Lehner 2010: 53 ff). Die Linie sogenannter „effizienter Portfolios“ umfasst somit alle Portfolios, die bei einer bestimmten Rentabilität kein geringeres Risiko bzw. keine höhere Rentabilität bei gegebenem Risiko aufweisen. Aus dem Tangentialpunkt der Effizienzkurve mit der Isonutzenlinie des Investors kann wiederum das für den Investor optimale Portfolio ermittelt werden (Wellner 2003: 13f). Ein Beispiel für die Effizienzlinie kann der folgenden Graphiken entnommen werden.

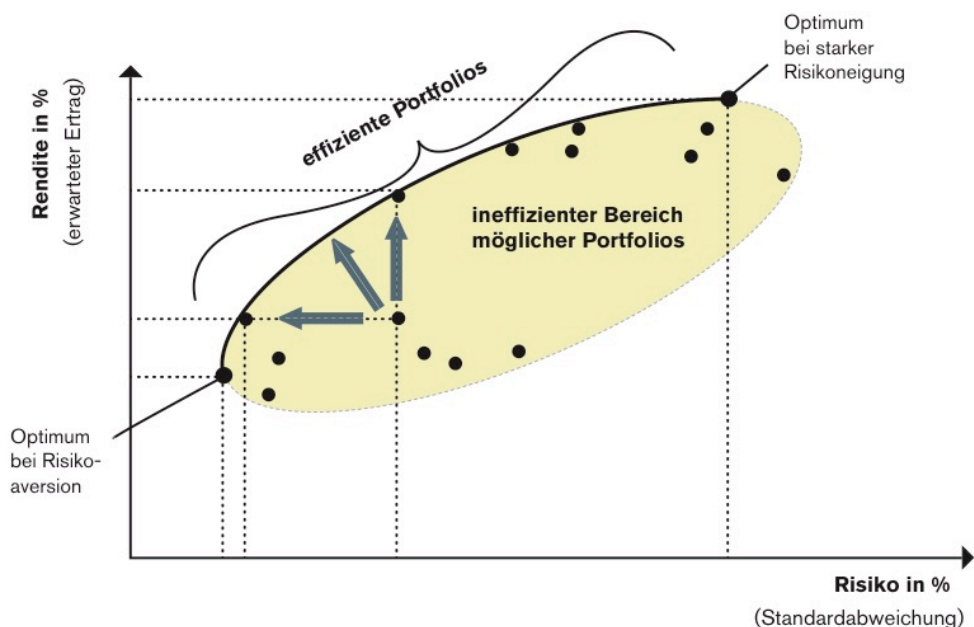


Abbildung 14: Linie effizienter Portfolios (Thomas & Wellner 2007: 99)

Darüber hinaus kann aus Markowitz' Ausführungen abgeleitet werden, wie sich durch Diversifikation von Anlagen das Risiko im Portfolio verringert, wenn Anlageobjekte mit negativ korrelierten Renditekurven im Rahmen eines Portfolios zusammengeführt werden (Lehner 2010: 54 f). Im Rahmen der Berechnung der Rendite können Wertsteigerungskomponenten und Cash-Flow-Komponenten in der Formel zum „Total Return“ kombiniert werden. Die beiden Komponenten umfassen bei Immobilien logischerweise Wertsteigerungen im Immobilienwert sowie Einnahmen aus der Vermietung von Immobilien (Wellner 2003: 5). Die Formel für die historische Rendite für alle Investments lässt sich nun folgendermaßen darstellen (Lehner 2010: 55):

$$R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + CF_t}{P_{t-1}}$$

Über die Kombination der unterschiedlichen erwartbaren Renditen eines Investments mit deren Eintrittswahrscheinlichkeiten lassen sich hiernach „Expected Returns“, also Renditeerwartungen für unterschiedliche Investments kalkulieren (Lehner 2010: 57ff). Zur Vereinfachung werden die erwarteten Renditen im Normalfall aus den historischen Renditen abgeleitet. Das Risiko einer Anlage wird normalerweise durch die Standardabweichung der erwarteten Returns abgebildet. Das Risiko kann hier als positive oder negative Schwankung um einen Erwartungswert bzw. die zur Vereinfachung angenommenen historischen Renditen definiert werden (Wellner 2003: 5 ff). Im Weiteren kann zwischen absoluter Ungewissheit in Hinblick auf geschäftsbezogene Risiken sowie messbaren und unmessbaren Unsicherheiten der zukünftigen Ergebnisse unterschieden werden. Bei dem sicheren Eintreten eines einheitlichen Returns in allen potentiellen Szenarien spricht man wiederum von risikolosen Anlagen (Lehner 2010: 59 ff).

Darüber hinaus kann die Kovarianz Aufschluss über die Relation der Renditen eines Marktes oder einer Anlage mit andern Märkten, Anlagen oder Asset-Klassen geben (Gondring 2013: 692 f). Die Normalverteilung von Renditen wird in der klassischen Portfoliotheorie weiters, trotz mehrfacher Kritikpunkte, als gegeben angenommen, um mit der Standardabweichung als Risikomaß operieren zu können. Da die Standardabweichung allerdings positive und negative Abweichungen vom Mittelwert erfasst, kann diese in vielen Fällen auch als problematisch zur Beurteilung der Risikosituation angesehen werden. Zur Bewertung von Risiken des Wertverlustes können hiernach sogenannte Down-Side-Risikomaße herangezogen werden zu

denen etwa auch das weit verbreitete Value-at-Risk zählt, das den maximal möglichen Verlust einer bestimmten Anlage in einem bestimmten Zeitraum abbilden soll (Lehner 2010: 61 ff). Kovarianz und Korrelationskoeffizient messen schließlich den Zusammenhang zwischen zwei Anlagerenditen, wobei durch die Kombination verschiedener Anlagen mit unterschiedlichen Korrelationskoeffizienten eine Diversifikation von Risiken im Portfolio erreicht werden kann (Lehner 2010: 65 ff).

Anlagerisiken lassen sich nun weiters in systematische und unsystematische Risiken aufteilen, wobei systematische Risiken das Marktrisiko betreffen, welches allen Werten eines bestimmten Marktes innewohnt (Wüstefeld 2007: 71 f). Diese können durch die Diversifikation von Anlagen innerhalb eines bestimmten Marktes nicht verringert werden. Unsystematische Risiken betreffen einzelne Objekte in einem Markt oder Gruppen von Objekten, wobei hier im Immobiliensektor vor allem Wertänderungsrisiken, Risiken des Leerstandes sowie Standort- und Miethöhenrisiken eingerechnet werden können (Wüstefeld 2007: 69 ff). Da das unsystematische Risiko sich durch Diversifikation verringern lässt, können so durch Streuung der Anlagen im Portfolio diese Arten der Risiken ausgeglichen werden. Das systematische Risiko bzw. die Reaktion eines oder mehrerer Anlageobjekte kann hiernach durch den Beta-Faktor abgebildet werden, der die Schwankung der Investments in Verhältnis zu den Schwankungen des Marktes darstellt. Mittels des Beta-Faktors kann darüber hinaus unter den Annahmen des „Capital Asset Pricing Modells“ ein Zusammenhang zwischen dem Beta-Faktor einer bestimmten Anlage und der Renditeerwartung in Abhängigkeit vom risikolosen Zinssatz etabliert werden, was Aussagen über Art und Umfang eines Anlagerisikos in Abhängigkeit von zugrundeliegenden Marktvolatilitäten erlaubt (Gondring 2013: 699 ff).

Schließlich unterliegt die Anwendung der MPT für Immobilienportfolios auch einigen Einschränkungen, die sich aus den Grundlagen und Voraussetzungen der MPT ableiten lassen (Lehner 2010: 73 ff). Es existieren objekt- und anlegerbezogene Aspekte der MPT sowie kapitalmarktbezogene Annahmen, wobei erstere die Betrachtung von Renditen als stochastisch abhängige Zufallsvariablen, die Betrachtung von Anlegern als Renditemaximierer und Risikominimierer, die Abhängigkeit der Anlegerentscheidungen von Erwartungswert und Standardabweichung der Rendite, die grundsätzliche Möglichkeit für den Anleger, die Rendite- und Risikomaße abzuleiten, die Anlegernutzenmaximierung nach dem Bernoulli-Prinzip sowie das Nichtvorhandensein von Diskontierungs- und

Wiederanlageproblemen voraussetzen. Die kapitalmarktbezogenen Annahmen erstrecken sich wiederum auf die unbegrenzte Teilbarkeit von Anlagen, das Nichtvorhandensein von Steuern oder Transaktionskosten, die Nichtexistenz von Markteintrittsbarrieren, die unmittelbare und kostenlose Beschaffung von Informationen, die Unmöglichkeit einzelner Anleger, Marktpreise zu beeinflussen, sowie die jederzeitige Möglichkeit zur Kapitalanlage und -aufnahme zum risikolosen Zinssatz. Vor allem die kapitalmarktbezogenen Kriterien sind nun letztlich nur mit großen Einschränkungen auf den Immobiliensektor anzuwenden. Hierbei gilt es vor allem, die Probleme bei der Berechnung von Rendite- und Risikomaßen, Schwierigkeiten in der Qualität und dem Vorhandensein von Daten, die Höhe von Steuern und Transaktionskosten, die Intransparenz von Märkten sowie die Markt- und Informationsineffizienzen so weit als möglich zu überwinden.

Diversifikation von Risiko kann im Immobiliensektor schließlich nach verschiedenen Kriterien, etwa Regionen, Asset-Klassen, Nutzungsarten, nach ökonomischen Gesichtspunkten, Anlageformen etc., erfolgen und somit könne unterschiedliche Ansätze und Absichten in der Diversifikations- und Anlagestrategie abgebildet werden (Schulte et al. 2007: 33 f). Grundsätzlich kann, wie im nächsten Abschnitt erwähnt werden wird, allerdings von einem Zusammenhang zwischen Risiko und möglichem Gewinn ausgegangen werden, der sich nicht zuletzt im Preis und der erwarteten Rendite der Immobilien äußert, wodurch auch eine Reihe an Normstrategien im Portfoliomanagement anhand des Risiko/Gewinnverhältnisses identifiziert werden können (Lehner 2010: 99 ff). Bezüglich der Bewertung und Identifikation von Risiken sowie der Gestaltung von Anlagestrategien stellte sich, vor allem in der frühen Phase des aufstrebenden Immobilienmarktes, das Vorhandensein und die Qualität von Daten, die für das quantitative Portfoliomanagement benötigt wurden, regelmäßig als Hürde dar (Schulte et al. 2007: 32 f). Während sich in den vergangenen Jahren die Situation hinsichtlich des Vorhandenseins von Daten, vor allem auch im angelsächsischen Raum entscheidend gebessert zu haben scheint, sind Teilbereiche des Immobilienmarktes immer noch von erheblicher Intransparenz geprägt (Wellner 2003: 11 f).



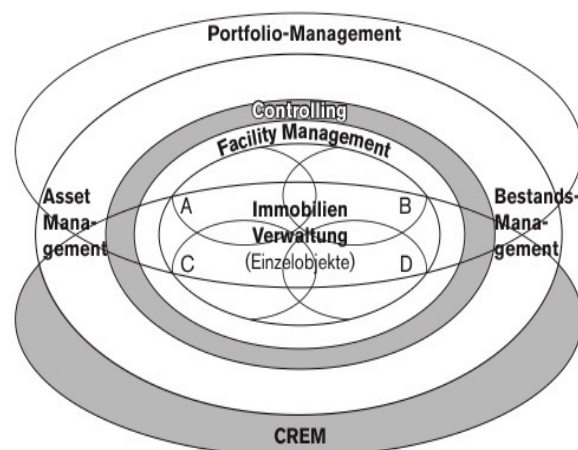
Eine zusammenfassende Definition des Immobilienportfoliomanagements kann nun Wellner (2003: 35) entnommen werden:

*„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.“ (Wellner 2003: 35)*

Wellner definiert so ebenso die größtmögliche Transparenz und den damit verbundenen Informationsgrad über einen Immobilienbestand als eine der wichtigsten Voraussetzungen für das effektive und effiziente Portfoliomanagement (Wellner 2003: 36 ff). Hier gilt es im Sinne der gewählten Managementstrategie die geeigneten Instrumente und Methoden bereitzustellen, die die Analyse, Strukturierung und Beschreibung der strategischen Felder und der dazugehörigen Segment- und Objektstrategien erlauben. Nur durch die größtmögliche Transparenz der Daten bezüglich Bestand und Entwicklung von Immobilien kann so die effiziente und zielgerichtete Implementierung von Strategien im Immobilienportfolio sowie auch die lückenlose Weitergabe von Informationen an die Investmentebene garantiert werden. Die Daten stehen hiernach bereit zur weiteren Beurteilung, Anpassung und Implementierung der Strategie und dienen ebenso als Grundlage der Umsetzung der Strategie auf der Objektebene.

Der Portfoliomanager konzentriert sich bei der Umsetzung der Strategie vornehmlich auf die Werterhaltung bzw. -maximierung bezüglich des Ertragspotentials im Immobilienbestand, wobei die Objekte in aggregierter Form im Rahmen des Portfolios betrachtet und analysiert werden und in Bezug zum aggregierten Risiko des Portfolios bzw. von Teilportfolios betrachtet werden (Gondring 2013: 683 ff). Hierbei stehen meist langfristige Betrachtungen bezüglich der Wertentwicklung im Vordergrund, die auch den Lebenszyklus der Immobilien mit einbeziehen. Auch mittel- und kurzfristige Strategien können je nach Objekt- und Investmentstrategie in spezifischen Fällen allerdings bestimmte Vorteile bergen. Im Sinne des Werterhalts bzw. der Wertsteigerung sollten so vor allem auch ungenutzte oder schlecht genutzte Immobilien im Portfoliomanagement berücksichtigt werden. Durch die Auswahl von Immobilien, bestimmter

Geschäftsfelder und Asset-Klassen sowie die Strukturierung und Organisation des Bestandes kann so ein Ausgleich und eine Optimierung von Risiko und Rendite im Sinne der allgemeinen Unternehmens- und Investmentziele erreicht werden. Die geeignete Strukturierung und strategische Ausrichtung des Immobilienbestandes kann somit auch für andere Geschäftsbereiche eines Unternehmens erhebliche Auswirkungen zeigen. Die im Portfoliomanagement angewendete Sichtweise ist, wie bereits beschrieben, hierbei eine grundlegend quantitative, die Risiko und Rendite gegenüberstellt und im Normalfall das gesamte Portfolio miteinbezieht. Die Verwaltung, der Verkauf und die Optimierung von Einzelobjekten werden dabei im Sinne eines ganzheitlichen Portfoliomanagements regelmäßig in die Strategie integriert, wobei es gerade die Aufgabe der Asset-Manager sowie der Portfoliomanager ist, zwischen den einzelnen Bereichen, Ebenen und Prozessen des Immobilienmanagements zu vermitteln. Eine Positionierung des Portfoliomanagements im Kontext des Immobilienmanagements kann nun der folgenden Graphik entnommen werden (Wellner 2003: 41).



	Verwaltung (Conventional)	Facility Management (Technical)	Controlling (Analytical)	Bestands- Management (Administrative)	Asset Management (Value based)	CREM (Planning)	Portfolio- Management (Strategie)
<b>Strategische Ausrichtung</b>	nein	z.T.	ja, mit Einschränkung	z.T.	strategisch u. taktisch	ja	zwingend
<b>Ebene</b>	Einzelobjekt	Einzelobjekt	Einzelobjekt/ Portfolio	Einzelobjekt/ Portfolio	Einzelobjekt/ Portfolio	Portfolio	Portfolio

Strategische Ausrichtung und Komplexität nimmt zu



Abbildung 15: Einordnung des Portfoliomanagements im Rahmen des Immobilienmanagements (Wellner 2003: 41)

## **3.2 Strategien im Immobilienportfoliomanagement**

Der Erfolg einer Strategie wird, wie bereits erwähnt, meist über die Rendite einer oder mehrerer Anlagen beurteilt, die meist im Vergleich zu einer bestimmten Benchmark betrachtet werden (Rottke & Schlump 2007: 46 ff). Allerdings muss bei der Betrachtung des Erfolges bzw. der Rendite einer Strategie auch immer das eingegangene Risiko mit in Betracht gezogen werden (Lehner 2010: 102 ff). Ebenso kommt der Bestimmung einer geeigneten Benchmark große Bedeutung in der Beurteilung der Strategie zu. Trotz einer gewissen Begriffsvielfalt in der Benennung und Beurteilung von Anlagestrategien hat sich ein gewisser Konsens bezüglich einiger Basisbegriffe gebildet, die im Anschluss erläutert werden sollen (Rottke & Schlump 2007: 47 ff). Hierbei können grundlegend Core- oder Basis-Strategien und Non-Core-Strategien unterschieden werden, wobei zur Beurteilung der Strategien quantitative und qualitative Kriterien miteinbezogen werden.

### **Core Strategien**

Core-Strategien betreffen meist langfristige Investitionen mit relativ stabilen Renditen in leicht handelbaren Märkten (Rottke & Schlump 2007: 49 ff). Es wird auf eine hohe Qualität der Investitionen geachtet und ein geringer Risikograd angestrebt. Die Investitionen im Rahmen der Core-Strategien weisen im Gegenzug eine relativ geringe Eigenkapitalverzinsung bei einem niedrigen Verschuldungsgrad auf und zeichnen sich durch Objekte in ausgezeichneter Lage, meist in Form von Standardanlageobjekten, wie Büros, Einzelhandels- oder Wohnimmobilien, aus. Das Eigentum an den Immobilien wird darüber hinaus meist vom Investor gehalten, der so direkten Einfluss auf das Management und die Verwaltung der Immobilie nehmen kann, wobei der langfristige Aufbau von Wert und konstanten Cashflows im Vordergrund steht. Für die laufende Generierung von Geldflüssen wird darüber hinaus auf Mieter mit hoher Bonität gesetzt, was sich auch in einer niedrigen Volatilität der laufenden Einnahmen in Core-Portfolios äußert. Schließlich kann über einen hohen Diversifizierungsgrad sowohl geographisch, typologisch oder mieterbezogen eine weitere Reduktion des Risikos erreicht werden. Core-Plus-Strategien werden laut Rottke und Schlump (2007: 47) bereits zu den Non-Core-Strategien gerechnet und umfassen Immobilien mit moderatem immobilienbezogenem Basis-Rendite/Risiko-Verhältnis. Diese sind aber mit erhöhtem Finanzierungsrisiko verbunden. Der Fremdkapitalanteil dieser Anlagen kann regelmäßig über 50% liegen (Elmar Pfeiffer Real Estate Advisory,

<http://www.stalys.de/data/immobilieninvestmentstile1.htm>). Ebenso stehen hier Immobilien mit besonderem Entwicklungspotential, etwa durch rasche Neuvermietung oder die Entwicklung von Immobilien, im Vordergrund.

### **Value Added-Strategien**

Value-Added-Strategien wiederum versuchen Kapitalrückflüsse aus einem Wertzuwachs der Objekte zu generieren und sich nur zum Teil auf die laufenden Einnahme zu stützen (Rottke & Schlump 2007: 51 f). Die Volatilität dieser Kategorie wird als moderat eingestuft, allerdings können die Objekte hier auch außerhalb der Kategorien der Core-Objekte liegen. Diese sind daher tendenziell mit mehr Risiko, etwa finanziellen, baulichen oder managementbezogenen Risiken, behaftet und es können auch Sonderimmobilien in das Value-Added-Portfolio fallen. Vor allem auch Objekte in B-Lagen, die ein hohes Potenzial für Wertsteigerungen aufweisen, sind Gegenstand dieser Strategie. Entwicklungsrisiken, Risiken aus geringer Mieterdiversifikation sowie Klumpenrisiken, ein tendenziell höherer Fremdkapitalanteil sowie möglicherweise eine geringe Liquidität der Objekte stellen Zusatzrisiken für diese Art der Investments dar. Joint Ventures sind in diesem Bereich keine Seltenheit, auch um Know-how anderer Parteien zuzukaufen und etwa für die Entwicklung von Immobilien zu nutzen. Die Rendite bei Value-Added-Objekten ist dementsprechend höher angesetzt, wobei die meisten Immobilienportfolios sowohl Core-Anteile als auch Value-Added-Anteile enthalten. Der Großteil der Rendite eines Value-Added-Portfolios stammt im Normalfall, auch aufgrund des höheren Vermietungsrisikos sowie des erhöhten Fremdkapitalanteils, aus dem Wertzuwachs der Immobilien. Je nachdem sollten für bestimmte Objekte bzw. Sektoren unterschiedliche strategische Ausrichtungen und Ziele bestimmt werden, die auf die Wertmaximierung oder auch auf die rasche Veräußerung abzielen können (Lehner 2010: 101). Die Volatilität des Value-Added Portfolios ist normalerweise moderat, allerdings ist die Risikostreuung im Vergleich zu den Core-Investments gering, da sich regionale, aber auch typenspezifische Klumpenrisiken bilden können, vor allem da es sich auch um ausgewählte Objekte und spezifische Regionen handeln kann (Rottke & Schlump 2007: 52). Allerdings erlauben Value-Added-Objekte auch eher defensiven Investoren, die Rendite ihres Portfolios bei moderatem Risiko zu erhöhen.

### **Opportunistische Strategien**

Opportunistische Strategien zielen nun darauf ab, Ineffizienzen im Markt, in den Marktzyklen sowie unter bestimmten situationsspezifischen Umständen auszunutzen, die den günstigen Erwerb oder die gewinnbringende Verwertung einzelner oder mehrerer Immobilien erlauben (Rottke & Schlump 2007: 52 f). Kapitalrückfluss wird hier vor allem durch Wertzuwächse erzielt und Investitionen in diesem Segment weisen traditionell eine hohe Volatilität auf. Dies kann aus Gründen der Kosten, Risiken und unsicheren Einnahmen bei der Entwicklung von Immobilienprojekten, den tendenziell erhöhten Vermietungsrisiken sowie der sehr hohen Fremdkapitalquote in diesem Segment abgeleitet werden, welche potentielle Einnahmen stets mit einem höheren Risikofaktor versehen. Die Kombination von verschiedenen Investitionen dieser Gruppe vor allem auch mit Anlagen anderer Klassen kann allerdings das gesamte Risikoverhältnis im Portfolio ausgeglichener gestalten. Diversifikation nimmt bei Immobilien dieser Klasse allerdings eine untergeordnete Bedeutung ein, da es sich meist um ausgewählte Objekte mit hohem Investitionsbedarf, aber auch hohem Wertsteigerungspotential handelt. Hohe Leerstände und niedrige Mieterqualität sind hier ebenso keine Seltenheit, weshalb der Kapitalrückfluss aus Mieteinnahmen hier eine untergeordnete Bedeutung einnimmt. Partnerschaftliche Konstruktionen oder Joint Ventures zur gemeinsamen Finanzierung oder Bearbeitung von Projekten sind in diesem Segment durchaus üblich, was eine gewisse Streuung des Risikos unter den Partnern erlaubt. Die Fremdkapitalquote liegt meist über 75%, was ebenso den Miteinbezug von Equity- oder Mezzanin-Kapitalpartnern nahelegt. Opportunistisch gemanagte Portfolios weisen regelmäßig höhere Renditen, aber auch eine deutlich gesteigerte Volatilität der Rückflüsse auf. Das höhere Risiko ist weitgehend auf den gesteigerten Fremdkapitalanteil, Vermietungsrisiken, die Risiken der Projektentwicklung sowie auch Risiken der Miteinbeziehung von Partnern, Eigenkapital- oder Fremdkapitalgebern zurückzuführen. Der Anlagehorizont ist mit drei bis sieben Jahren in dieser Anlageklasse ist eher kurzfristig. Ein Überblick über eine mögliche Einteilung der Strategien im Rahmen des Portfoliomanagements kann der unten stehenden Tabelle entnommen werden.

Strategieausrichtung	Englischer Fachbegriff	Deutsches Synonym	Erklärung
Core	Core	„Basis-“, „Index-“ oder „Referenzportfolio“	Moderates Risiko eingehende Strategie, die die Performance eines langfristigen Referenzindex abbildet
Non-Core	Core plus	„Basis Plus“	Moderates Risiko eingehende Strategie mit immobilienbezogenem Basis-Risiko/Rendite-Verhältnis, aber mit erhöhtem Finanzierungsrisiko
	Value-added/ Value-enhanced	„wertsteigernd“	Erhöhtes Risiko eingehende Strategie durch substanzielle Steigerung von (Miet-) Einnahmen und Veräußerungswert
	Opportunistic	„chancengeleitet“	Unternehmerische Hochrisiko-Strategie geleitet durch kurzfristig auftretende Chancen

Tabelle 2: Grundschemata der Strategieausrichtung (Rottke & Schlump 2007: 47)

Einen Überblick über die Verteilung des Anlagevolumens von 490 Investmentvehikeln im Jahr 2007 nach Anlagestrategien gibt die folgende Graphik. Die offenen Immobilienfonds werden hier als eigene Kategorie angeführt, wobei deren Ausrichtung allerdings meist im Core-Segment angesiedelt ist.

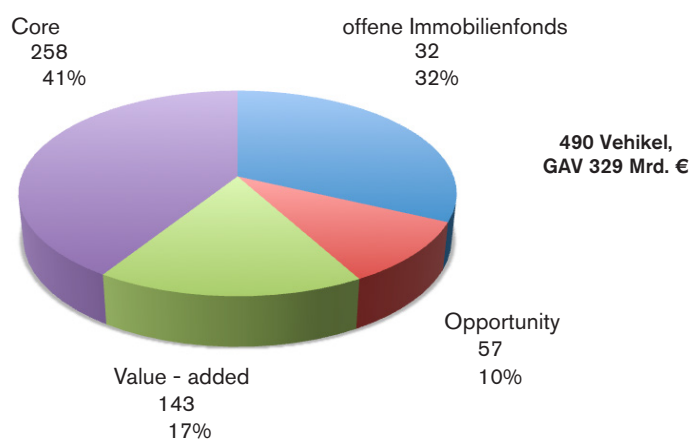


Abbildung 16: Strategien europäischer Anlagevehikel nach INREV 2007, GAV: Gross Asset Value (Rottke & Schlump 2007: 51)

### 3.3 Der Immobilienportfoliomanagementprozess

Im folgenden Abschnitt wird der Portfoliomanagementprozess nochmals im Detail betrachtet und in seinen einzelnen Phasen dargestellt. Wie zuvor bereits erwähnt, verfährt der Portfolio-Manager dabei im Vergleich zum Real Estate Asset Manager im Allgemeinen eher nach einer Top-Down Perspektive und konzentriert sich meist auf eine strategische Betrachtung des gesamten Bestandes, anstatt auf einzelne Immobilien. Im Zentrum stehen dabei die Strukturierung eines Ist-Bestandes an Immobilien zu einem laut den Investorenprämissen optimalen Portfolio, aber potentiell ebenso auch der Aufbau eines neuen Immobilienbestandes (Lehner 2010: 77 f). Die Portfoliostrategie muss darüber hinaus an die jeweils aktuellen Risiko- und Renditeerwartungen sowie an spezifische Restriktionen und Ziele der Investoren angepasst werden. Die Ziele sind dementsprechend regelmäßig zu überprüfen, da sich aus einer Veränderung der Ziele und Erwartungen regelmäßig eine Änderung und Anpassung des Portfolios und der Portfoliostrategie ableiten lässt. Die folgende Graphiken illustrieren den Prozess des Immobilienportfoliomanagements im Überblick:

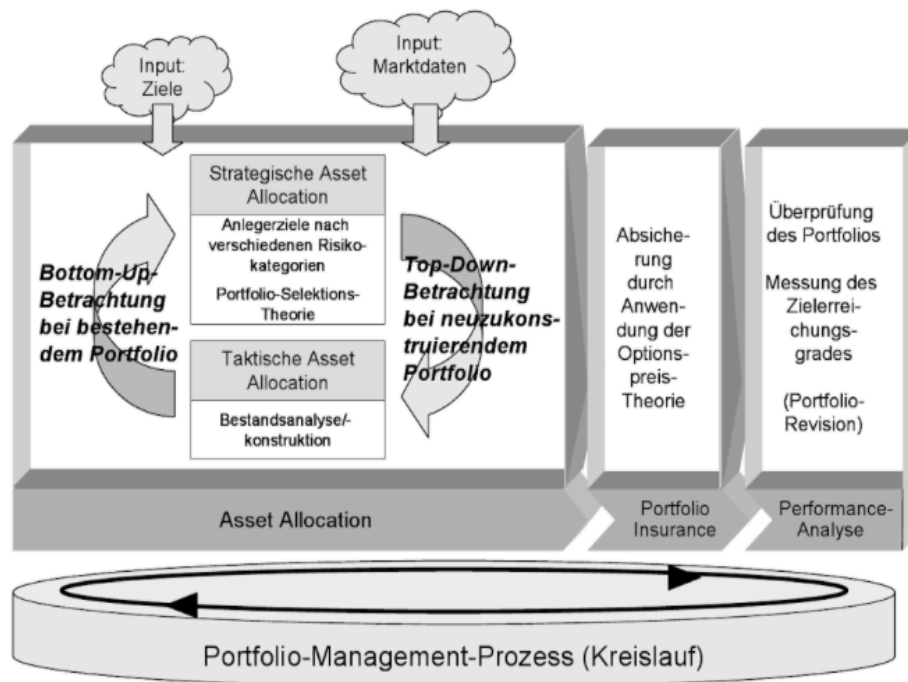


Abbildung 17: Prozess Immobilienportfoliomanagement (Wellner 2003: 57)

Ähnlich dem REAM-Prozess steht am Anfang des Portfoliomanagementprozesses eine Analyse der Unternehmensumwelt sowie des Unternehmens selbst, nach der sich Chancen und Risiken, abhängig von den Zielen des Unternehmens, identifizieren lassen, um so Szenarien, mögliche zukünftige Entwicklungen und strategische Handlungsoptionen abzuleiten (Lehner 2010: 79 ff). Die Umweltanalyse beinhaltet hier die Analyse der ökologischen, ökonomischen, politischen, sozialen und rechtlichen Rahmenbedingungen, während auch die unmittelbare Wettbewerbs- und Marktumwelt mit einbezogen werden muss. Die Wettbewerbsanalyse ist wiederum mit der Analyse des eigenen Unternehmens verknüpft, sodass sich die relative Marktposition sowie mögliche Stärken und Schwächen des Unternehmens ableiten lassen. Hiernach erfolgt die Bildung strategischer Geschäftsfelder, die nach Immobilientypen, Nutzungsarten, individuellen Objekten, Projektarten, Investitionsvolumina, Flächengrößen, etc. gebildet werden und die es erlauben, die Unternehmensstrategie innerhalb der Geschäftsfelder auszurichten (Lehner 2010: 82 ff). In Bezug zu den definierten Geschäftsfeldern lassen sich nun Investitionsstrategien definieren, die sich etwa nach Attraktivität des jeweiligen Marktes, der Wettbewerbssituation oder erwarteter Rendite unterscheiden können.

Ein Rückschluss auf den eigenen Immobilienbestand wird nun im Zuge der Analyse des Ist-Portfolios gezogen (Lehner 2010: 86 ff). Diese entspricht weitgehend der Bestandsanalyse, die im REAM beschrieben wurde, und umfasst den gesamten Bestand an Immobilien im Unternehmen. Einzelne Objekte können dann zu Teilportfolios aggregiert werden. Quantitative und qualitative Aspekte (Mieteinnahmen, Verkehrswert, genutzte und gesamte Fläche bzw. Mikro- und Makrostandort, Gebäudeästhetik, technische Ausstattung, Lage, etc.) sollten bei der Analyse und der folgenden Entwicklung und Ausrichtung der Strategie miteinbezogen werden (Lehner 2010: 89 f; Allendorf & Kurzrock 2007: 123 ff). Im quantitativen Portfoliomanagement erlaubt insbesondere der Aufbau eines Kennzahlensystems die effiziente Steuerung des Portfolios und der einzelnen Objekte, wobei sich hier die Portfoliorendite als Leitkennzahl anbietet (Thomas & Wellner 2007: 92ff). Die Beurteilung der Risiken im Gegensatz zur Berechnung von erwarteten Renditen kann sich mitunter als schwierig herausstellen, da geeignete Datenreihen für die Ableitung der nötigen Korrelationskoeffizienten oft fehlen (Lehner 2010: 90).



Qualitative Scoring-Modelle können des Weiteren vor allem beim qualitativen Rating von Einzelobjekten mittels Merkmalkatalogen eingesetzt werden und können auch in der Analyse von Märkten und Standorten, vor allem bei unzureichendem quantitativem Datenbestand, Abhilfe schaffen (Allendorf & Kurzrock 2007: 123; Lehner 2010: 95). Die qualitative Analyse anhand von Scoring-Modellen ermöglicht es ebenso, Objekte oder Standorte nach qualitativen Kriterien zu vergleichen (Allendorf & Kurzrock 2007: 129 ff). Unter den qualitativen Merkmalen können nun wirtschaftliche, politische, demographische und sozioökonomische Bedingungen, Infrastruktur, weiche Standortfaktoren sowie Angebots- und Nachfrageentwicklung den Faktoren der Marktattraktivität zugeordnet werden, während Nutzungskonzept, Mietermix, Grundstücksfaktoren, Standortfaktoren, architektonische und technische Aspekte, Objektvolumen und Wertsteigerungspotential unter den relativen Wettbewerbsvorteilen aufgeführt werden (Lehner 2010: 91 f). In Bezug auf die Bewertung von Risiken bemerkt Lehner (2010: 99), dass die Dimension Marktattraktivität nun weitgehend mit der Beurteilung des systematischen Risikos übereinstimmt, während die Dimension der relativen Wettbewerbsvorteile eher unsystematische Risiken umfasst.

Grundsätzlich können nun anhand der Ergebnisse der vorangegangenen Analysen sowie des Ist-Portfolios Strategien für die Veränderung oder den Aufbau eines Immobilienbestandes erstellt werden, die in dem geplanten Zielportfolio ihren Ausdruck finden. Aufbauend auf dem Ist-Bestand erfolgt so die Festlegung der Strategien auf Objekt-, Geschäftsfeld- und Unternehmensebene, wobei der Definition des Zielportfolios entscheidende Bedeutung im Portfolio-optimierungsprozess zukommt, da so Ziel und Art der weiteren strategischen und taktischen Pläne maßgeblich beeinflusst und festgelegt werden (Lehner 2010: 104 ff). Das Zielportfolio kann hier anhand von portfoliotheoretischen Grundsätzen, aber auch anhand von praktischen Kategorien dargestellt werden. Die portfoliotheoretische Abbildung erfolgt dabei anhand der Kurve effizienter Portfolios und deren Tangentialpunkt mit der Isonutzenkurve des Investors, der so die optimale Rendite-/Risikokombination anzeigt. Die praktische Planung des Zielportfolios kann hiernach weitgehend mit der Portfolioplanung im REAM verglichen werden, da einzelne Objekte im Rahmen einer Bottom-Up Strategie Handlungsfeldern, Handlungsstrategien sowie taktischen und strategischen Handlungsoptionen zugeordnet werden, wodurch das Portfolio letztlich in Kern-, Management- und Handelsbestand unterteilt werden kann (Lehner 2010: 106). Der

Kernbestand betrifft hier den Teil des Portfolios, der der Struktur des Zielportfolios und bereits dem optimierten Rendite-/Risikoprofil entspricht. Der Managementbestand weist dahingegen noch Optimierungspotential auf, während der Handelsbestand nicht in die Zielstruktur passt und veräußert werden kann.

Ausgehend vom Bestand an Immobilien im Portfolio wird nun meist über mehrere Perioden die Erstellung des Zielportfolios verfolgt. Zusätzlich zu der eben angeführten Einteilung hat sich auch die Etablierung von Satelliten-Investments etabliert, wobei die Satelliten das Kernportfolio um bestimmte Bausteine ergänzen und erweitern (Lehner 2010: 108 f). Als ergänzende Portfoliobestandteile bieten sich hier Immobilien mit bestimmten regionalen, steuerlichen oder sektoralen Spezifika oder sonstigen Kennzeichen von opportunistischen Investments an. Das Portfoliomanagement bezieht sich nun im Sinne eines iterativen und zyklischen Prozesses auf die schrittweise Optimierung und Umsetzung der im Zuge des eben festgelegten Prozesses definierten Portfoliostrategie, wobei an dieser Stelle hervorgehoben werden muss, dass die Verbindung von portfolioretischer und praktischer Perspektive bis dato aufgrund von fehlenden oder unvollständigen Datenreihen weitgehend noch nicht möglich ist (Lehner 2010: 109). Hier kann auch eine der besonderen Herausforderungen für die Verwertung, aber auch das kontinuierliche Management von Immobilienportfolios erkannt werden, da sich gerade an der Realisierung von Einzelobjektrenditen letztlich die Gesamtperformance des Portfolios bemisst, die Einzelobjektrenditen aber stets im Zusammenspiel mit der Portfoliostrategie realisiert werden.

Wellner (2003: 47 f) beschreibt die Aufgabe des Portfoliomanagers nun als die eines Koordinators und Entscheiders bezüglich der Auswahl von Immobilien vor allem nach Rendite-/Risikogesichtspunkten mit dem Ziel ein effizientes Portfolio herzustellen. Der Asset Manager ergänzt hier die Tätigkeiten des Portfoliomanagers und bezieht vor allem die Umsetzung der Strategie auf der Objektebene mit ein, während das Immobiliencontrolling die nötigen Daten für die Entscheidungsfindung bereitstellt. Das Facility-Management hingegen bezieht sich auf die Bewirtschaftung, Instandhaltung und Verwaltung der Immobilien. Portfolio- und Asset-Management übernehmen im Hinblick auf das Management des Bestandes, also weitgehend koordinierende und organisierende Funktionen mit jeweils leicht unterschiedlichem Fokus. Während Portfoliomanagement eher mit einer Top-Down Perspektive in Verbindung gebracht wird und Asset-Management sich mehrheitlich

mit Bottom-Up Aspekten beschäftigt, kann Portfoliomanagement als revolvierender Prozess der Überprüfung und Anpassung der Portfoliostrategie unter Miteinbeziehung der anderen Parteien im Immobilienmanagementprozess erkannt werden (Wellner 2003: 55). Wellner (2003: 57) teilt an dieser Stelle den Prozess des Immobilienportfoliomanagements nun ähnlich dem REAM-Prozess in die Inputphase, die Phase der Datensammlung, die Festlegung der Investorenziele, die strategische und taktische Asset-Allocation sowie die Phase der Ergebniskontrolle ein. Es wird an dieser Stelle klar, dass sich die Phasen und Aufgaben der einzelnen Perspektiven des Immobilienmanagements ergänzen und abhängig von ihren jeweiligen Schwerpunkten, ihrer Position und Rolle im Immobilienmanagementzyklus komplementieren.

Besondere Prominenz in der Umsetzung der Portfoliostrategie genießt nun auch die Asset-Allocation, die einen maßgeblichen Anteil an der Implementierung der Strategien in der Praxis des Immobilienmanagements darstellt (Wüstefeld 2007: 66f). Im Zuge der Asset-Allocation soll so meist vornehmlich die Performance bei einer bestimmten Ausprägung von Risiko optimiert werden. Dies wird erreicht durch die Kombination unterschiedlicher Asset-Klassen, wobei die Festlegung der Strategie der Asset-Allocation, die Auswahl der Sektoren, der Märkte und des geeigneten Transaktionszeitpunktes wichtige Bestandteile der Allokationsentscheidung sind. Hieraus lassen sich eine Reihe von Faktoren für die Asset-Allocation ableiten, die gemeinsam mit den strategischen Vorgaben des Portfoliomanagements in die Allokationsentscheidung miteinzubeziehen sind. Aufbauend auf den Zielen der Investoren und den vorhandenen Daten werden hiernach in Anhängigkeit von Rendite-/Risikoerwartungen Diversifikations- und Investmentstrategien abgeleitet, wobei die Diversifikation auf der Makro-Ebene nach Asset-Klassen, Märkten oder Währungen erfolgen kann. Im Allokationsprozess sind darüber hinaus ebenso Spezifika des Immobilienmarktes bezüglich dem Vorhandensein und der Verarbeitung von Informationen, die Liquidität des Marktes, die Höhe der Transaktionskosten sowie die allgemein eingeschränkte Markteffizienz im Immobiliensektor zu bedenken (Wüstefeld 2007: 67 f).

Grundsätzlich werden hiernach im Rahmen des Allokationsprozesses als erstes die Fragen geklärt, welche Assets überhaupt in Frage kommen, welche Charakteristika die jeweilige Klasse auszeichnen sowie welche Erwartungen und Aussichten für die einzelnen Asset-Typen formuliert werden können (Wüstefeld 2007: 68 ff). Anhand

dieser Entscheidungen werden nun in Abhängigkeit von den strategischen Zielen Investmentpläne erstellt, die Zielmärkte, Nutzungsarten, Investmentvolumina, Zielrenditen, eine geeignete Portfoliostruktur sowie spezifische Objektkriterien festlegen. Abhängig von den Rendite- und Risikopräferenzen der Investoren lassen sich nun die einzelnen Objekte, Anlagevehikel und strategischen Geschäftsfelder nach Rendite- und Risikogesichtspunkte einordnen (Wüstefeld 2007: 69 ff).

Zusätzlich können bei geeigneter Datenlage ebenso Szenarien berechnet werden, die Währungsrisiken, Zinsrisiken oder spezifische Marktrisiken abbilden (Wüstefeld 2007: 72 f). Wüstefeld (2007: 76 ff) beschreibt hier, ähnlich dem zuvor behandelten Ablauf des Portfoliomanagements, die Berechnung von prognostizierten Renditen und quantifizierbaren Risiken als nächsten wichtigen Schritt auf dem Weg zur Selektion der strategischen Anlagefelder, die nach Rendite-/Risikogesichtspunkten, nach Sektoren, Regionen oder sonstigen strategischen oder taktischen Faktoren geschehen kann. Hiernach erfolgt die Auswahl von Märkten, Sektoren, Asset-Typen, Szenarien oder gewünschten Rendite-/Risikokombinationen nach den Vorgaben der definierten Strategien (z.B. Core-Investments, Core-Plus- und Opportunity-Investments), wonach sich durch Gewichtung der einzelnen Investmentbereiche erwartete Rendite-/Risikoprofile der Teilportfolios ableiten lassen, die sich in der Gesamtportfoliosicht aggregieren lassen und den allgemeinen Investmentzielen entsprechen sollten (Wüstefeld 2007: 80 f). Durch die Festlegung der spezifischen Rendite- und Risikoverteilungen in Bezug zu Märkten, Sektoren, Währungen, etc. ist hiernach der strategische Rahmen für die Umsetzung der Strategien geschaffen, die in erwarteter Rendite und Risiko abgebildet werden kann, wobei Sensitivitäten für bestimmte Einflussgrößen berechnet werden können, um einen umfassenderen Eindruck über das Potential und das Risiko des Portfolios erhalten zu können. Die Phase der Implementierung schließt nun an die Phase der Asset-Allocation an und umfasst die Planerstellung, Plangenehmigung, Planimplementierung und Plankontrolle der Strategieumsetzung, wobei der Dokumentation der Umsetzung und der Performance für die spätere Kontrolle der Strategie höchste Bedeutung zukommt (Wüstefeld 2007: 81 f). Am Abschluss des zyklischen Prozesses des Portfoliomanagements steht wiederum die Erfolgskontrolle anhand von verschiedenen Parametern und Kennzahlen, die wiederum eine Anpassung und Reformulierung der Strategie nach sich ziehen kann und hiernach auf alle Stufen des eben beschriebenen Ablaufs zurückwirkt.

## **4. Verwertung von Immobilien in der Exit-Phase**

Portfoliomanagement stellt sich in der eben beschriebenen Perspektive als stark theoriegeleiteter Prozess dar, der allerdings die systematische und kontrollierte Planung und Steuerung von Investments, vor allem für institutionelle Investoren, erlaubt. In der Umsetzung der Strategie besteht allerdings ein bedeutender Bedarf nach der Koordination zwischen Objekt- und Portfoliomanagement, sodass Strategien auf Portfolioebene auch effektiv und in Einklang mit der Unternehmensstrategie realisiert werden können (Ropeter-Ahlers & Vollrath 2007: 178 f). Die Bedeutung des Portfoliomanagements betont auch der Trend weg von operational getriebenen Investments hin zu einer integrierten Betrachtung des gesamten Managementprozesses, der Objekt-, Portfolio- und Investmentebene mit einschließt. Die Grundlage hierfür stellt das Vorhandensein und der Abgleich von Daten auf allen diesen Managementebenen dar, was großen Management- und Koordinationsaufwand verlangt und in vielen Fällen schwierig zu realisieren scheint, allerdings die kohärente und nachvollziehbare Planung und Umsetzung von Investmentstrategien letztlich erst ermöglicht.

Vor allem die Bestimmung der Strategie und die Überleitung zu konkreten Objektan- und -verkäufen im Zuge der Strategieumsetzung, die in Abgleich mit den Investorenzielen stattfinden sollte, bedarf der detaillierten Datensammlung, -analyse und -aufbereitung auf allen Ebenen des Immobilienmanagementprozesses (Ropeter-Ahlers & Vollrath 2007: 166). Letztlich gehen konkrete Verkaufsentscheidungen im integrierten Portfoliomanagementprozess somit aus den Vorgaben des Zielfortfolios und den damit verbundenen Handlungsempfehlungen für einzelne Objekte, Segmente oder Märkte hervor. Als konkrete objektbezogene Handlungsalternativen im Portfoliomanagement im Allgemeinen sehen Ropeter-Ahlers und Vollrath (2007: 169) die Akquisition, die Projektentwicklung, die Revitalisierung oder Umnutzung, die unveränderte Weiternutzung sowie den Verkauf.

### **4.1 Einordnung des Exits im Immobilienmanagementprozess**

Im Zuge der Untersuchung dieser Masterarbeit wird nun der Immobilienportfoliomanagementprozess mit besonderer Berücksichtigung der Exit-Phase im Detail betrachtet, wobei besonderes Augenmerk auf Zusammenhänge zwischen Unternehmensstrategie, Portfoliomanagement und objektbezogener Exit-Strategie

sowie auf den konkreten Exit-Prozess gelegt werden soll. Dies wird aus einer Praxisperspektive anhand der Aussagen unterschiedlicher Interviewpartner, die im Portfoliomanagement von Immobilienunternehmen tätig sind, im Rahmen von teilstrukturierten Interviews erschlossen. Dabei geht es vor allem auch darum, welche Faktoren im Zuge des Exit von entscheidender Bedeutung sind, wie das Zeitmanagement im Exit-Prozess eingerichtet werden kann sowie inwieweit Exit, Unternehmens- und Portfoliostrategie einander beeinflussen. Ebenso soll der Wahl des Exit-Vehikels und der rechtlichen Ausgestaltung des Exit Beachtung geschenkt werden. Darüber hinaus soll auch auf die Verschränkung von institutionellen Voraussetzungen und deren Integration mit den Exit-Prozessen und Portfoliostrategien, ebenso wie auf Überlegungen bei der Restrukturierung von Immobilienbeständen Rücksicht genommen werden. Die vorliegende Studie soll dazu beitragen, ein bisher eher am Rande betrachtetes Thema mit praktischen Einsichten zu füllen, die den Ansatzpunkt für weitere Forschung in diesem Bereich bilden können.

Preuß und Schöne (2006: 156) untergliedern nun die Immobilienstrategie in die drei Bereiche der Bereitstellungs-, Bewirtschaftungs- und Verwertungsstrategie, die wiederum von der Struktur des Ist-Portfolios, der Unternehmensstrategie und den Investorenvorgaben sowie den davon abhängigen Bereichsstrategien und den Prozessen des Unternehmens abhängen. Der Verwertungsprozess betrifft hier nun Entscheidungen zur passiven oder aktiven Verwertung, zur Umnutzung, Modernisierung oder Entwicklung von Immobilien, zu Einzel- oder Paketverkauf, zur Bewertung des zeitlichen Horizontes der Verwertung sowie Entscheidungen über den Prozess der Verwertung selbst. Generell kann nun ein Trend hin zu einem transparenten, raschen, effizienten und systematischen Investmentprozess verzeichnet werden, der alle Ebenen des Immobilienmanagements mit einbezieht und der sich seit dem Einzug des Portfoliomanagements im Immobiliensektor stetig zu verstärken scheint (Reul & von Stengel 2007: 409). Die folgende Graphik gibt einen Überblick über das Zusammenwirken von Immobilienstrategien mit den unterschiedlichen Teilstrategien im Unternehmen.

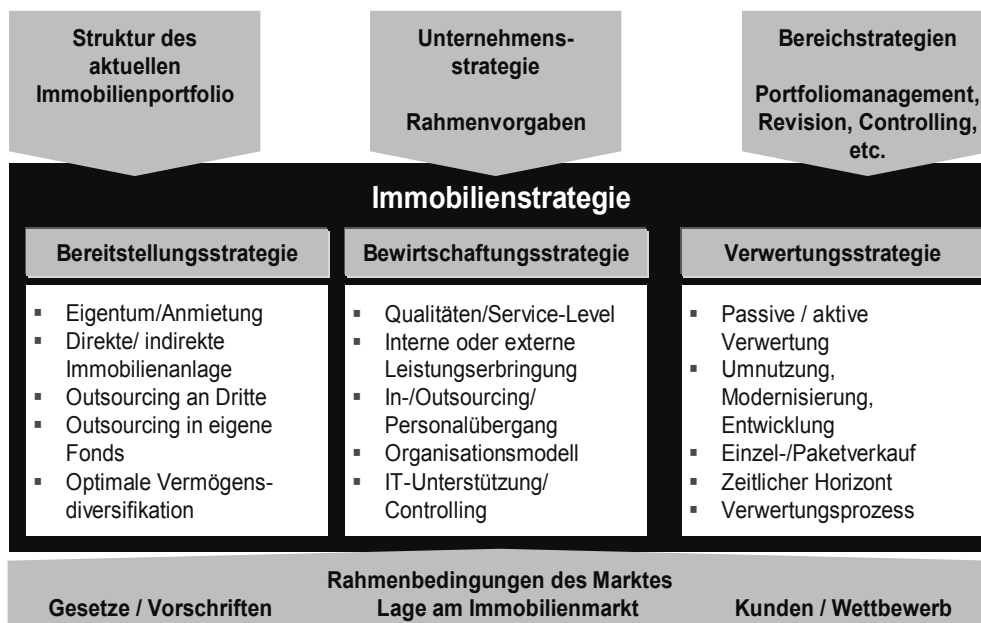


Abbildung 18: Inhalt einer Immobilienstrategie (Preuß & Schöne 2006: 156)

Die passiven Verwertungsstrategien beziehen sich hier darauf, dass Immobilien in ihrem derzeitigen Zustand auf dem Markt zu Vermietung oder Verkauf angeboten werden (Preuß & Schöne 2006: 158 f). Es können so zwar keine Wertsteigerungspotentiale realisiert werden, allerdings wird auch das Eingehen neuer Risiken vermieden. Im Zuge einer aktiven Verwertungsstrategie wird hingegen versucht, die Immobilie im Hinblick auf die aktuellen Anforderungen der Nutzer oder des Marktes zu optimieren und so Potentiale zur Wertsteigerung zu heben. Vom Re-Development bis zur simplen Umnutzung von Flächen ist in diesem Zusammenhang alles denkbar. Allerdings ist dies mit zusätzlichem Kapitaleinsatz verbunden und die Aktionen sollten in Einklang mit der generellen Unternehmensstrategie stehen. Eine wichtige Unterscheidung ist ebenso zwischen Einzel- und Paketverwertung zu treffen, wobei zwischen der Veräußerung einzelner Immobilien oder eines Bestandes an Immobilien, etwa eines (Teil-)Portfolios, unterschieden wird (Reul & von Stengel 2007: 422; Gondring & Wagner 2016: 450 f). Schließlich spielt auch der zeitliche Horizont der Verwertung eine entscheidende Rolle, der an anderer Stelle noch im Detail behandelt werden wird. Bezüglich des Prozesses der Verwertung ist auf die detaillierte Dokumentation sowie auf die rasche und transparente Abwicklung zu achten, die eine kosteneffiziente und für alle Parteien nachvollziehbare Transaktion sicherstellen soll (Reul & von Stengel 2007: 409). Preuß und Schöne (2006: 159 f) stellen nun die Abhängigkeit der Objektebene

von der Portfoliostrategie dar, zumal Immobilien mit „Hold“ bzw. „Develop-Hold“ Status das Kernportfolio bilden, während Immobilien mit „Sell“ bzw. „Develop-Sell“ Status in den handelbaren Bestand übergehen.

Die Exit-Phase ist eine der wichtigsten Phasen im Immobilienmanagementzyklus, da hier Gewinne realisiert sowie strategische oder finanzielle Ziele erreicht werden (Bosak et al. 2007: 75 f). Der Verkauf ist nach der Verkaufsentscheidung schnell zu realisieren, um nicht unnötig Kapital und Ressourcen zu binden. Ebenso hat der Verkauf einen maßgeblichen Einfluss auf die Kennzahl der Rendite, da diese in Abhängigkeit der Zeit berechnet wird, sodass die Periode der Renditerealisierung für die Performancemessung entscheidend ist. Opportunitäten im Markt oder Verkaufsdruck aus finanziellen oder bilanziellen Gründen nennen Bosak et al. (2007: 76) hier als zwei der wichtigsten Gründe für den Verkauf, die aber in Abgleich mit der Portfolio- und Investmentstrategie gesehen werden müssen. Darüber hinaus bildet der Markt selbst, auch bei detailliertesten Bewertungen, den letztendlichen Ort der Preisbildung für alle Marktteilnehmer. Die Autoren weisen an dieser Stelle ebenso nochmals auf die Notwendigkeit der genauen und lückenlosen Dokumentation sowie auf die rasche und fokussierte Abwicklung von Deals hin. Im Immobilienlebenszyklus gilt die Verwertung nach der folgenden Graphik als dritte Phase im Immobilienmanagementprozess, die Abriss, Vermietung oder Verkauf der Immobilie erlaubt. Hier sind auch spezifische Verwertungsrisiken mit einzubeziehen, die rechtliche, wirtschaftliche oder Counterparty-Risiken umfassen.

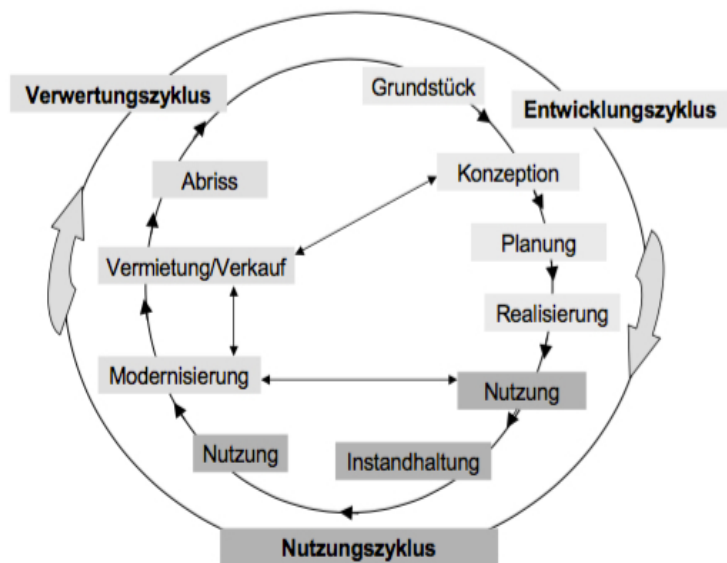


Abbildung 19: Schema des Immobilienlebenszyklus (Stier 2006: 361)



## 4.2 Aspekte der Planung und Durchführung des Exits

Zusammenfassend gibt es drei wichtige Schritte in der Vorbereitung des Exit, die im folgenden Abschnitt samt den Übergängen zwischen den einzelnen Phasen dargestellt werden sollen (Gondring & Wagner 2016: 439 ff). Diese Schritte umfassen die Bestimmung des Exit-Zeitpunkts, die Wahl der passenden Exit-Strategie und die Bestimmung des Exit-Vehikels. Um diese Entscheidungen treffen zu können, bedarf es einer tiefgreifenden Analyse des vorhandenen Immobilienbestandes betreffend der zu realisierenden Potentiale zur Wertschöpfung sowie der Risiken auf den verschiedenen Ebenen des Immobilienmanagementprozesses. Diese Betrachtung stellt die Basis für den Verlauf und die Planung des Exit-Prozesses dar und beeinflusst die nachfolgende Bestimmung des Exit-Zeitpunktes, die maßgeblich von den Zielen und Vorhaben des Veräußernden abhängt und sich ebenso nach den makroökonomischen, immobilien- und kapitalmarktbezogenen Einflussfaktoren richtet. Sobald diese Faktoren berücksichtigt wurden, wird anhängig von den rechtlichen und organisatorischen Rahmenbedingungen das geeignete Exit-Vehikel definiert und die Verwertung dementsprechend vorangetrieben (Gondring & Wagner 2016: 448 ff). Der Exit sollte darüber hinaus von Anfang an in die Portfoliostrategie mit einbezogen werden, da hier schon frühzeitig potentielle Käufer oder Exit-Vehikel in Betracht gezogen werden und so in den gesamten Investmentprozess mit einbezogen werden können (Bosak et al. 2007: 75 f). Flexibilität in der Exit-Durchführung und das Freilassen von Handlungsspielräumen sollten allerdings stets mitbedacht werden, da sich Strategien, Handelspartner und Marktbedingungen auch relativ kurzfristig verschieben können (Preuß & Schöne: 159).

Nach der Entscheidungsfindung in Bezug auf die Veräußerung ist der erste und wichtigste Schritt die Wahl des geeigneten Exit-Zeitpunktes (Gondring & Wagner 2016: 439 f). In diesem Zusammenhang ist zwischen endogenen und exogenen Einflussfaktoren zu unterscheiden. Unter die endogenen Faktoren fallen die finanziellen, strategischen und operativen Ziele, während die exogenen Faktoren vor allem Entwicklungen auf dem Immobilien- und Kapitalmarkt umfassen. Die Basis für die zeitliche und strategische Abwicklung des Exit bilden hierbei die exakte Untersuchung des Portfolios sowie die Bewertung der Wertschöpfungspotentiale abhängig von den aktuellen Marktbedingungen, wobei die detaillierte Datenerfassung und -analyse die Basis für das effektive Treffen von

Entscheidungen darstellen. Der Zusammenhang zwischen der eingeschlagenen Strategie und deren Auswirkung auf den Investmentprozess wurde bereits an anderer Stelle ausführlich besprochen (Preuß & Schöne 2006: 159 f; Lehner 2010: 99 ff). Ein Überblick über die exogenen und endogenen Faktoren in der Exit-Phase kann der folgenden Graphik entnommen werden.

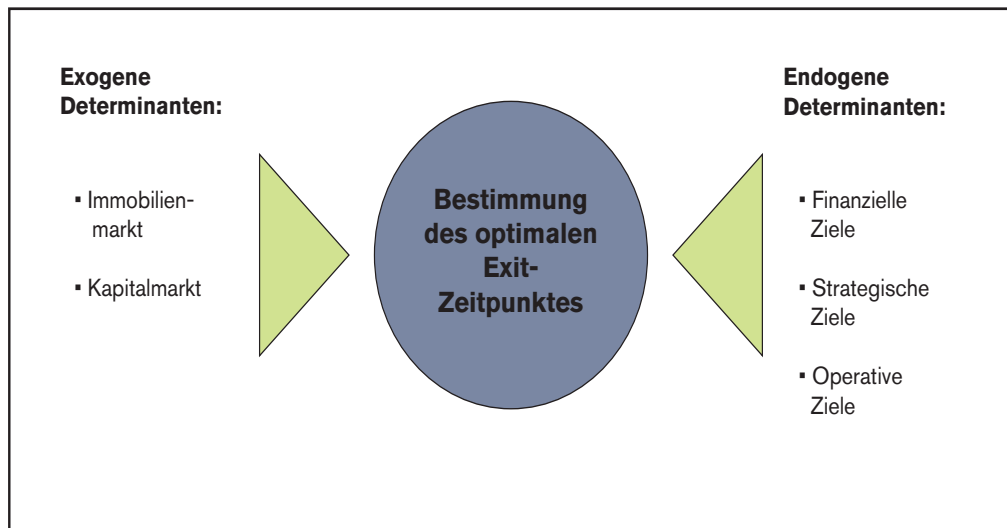


Abbildung 20: Endogene und exogene Determinanten beim Exit (Gondring & Wagner 2016: 439)

Exogene Faktoren müssen im Zuge des Exit-Prozesses weitgehend von den Immobiliengesellschaften akzeptiert und als unveränderbar angesehen werden (Gondring & Wagner 2016: 440 f). Bedeutend ist in diesem Zusammenhang die Prognose und Einschätzung bezüglich der künftigen Entwicklung der exogenen Faktoren, da der tatsächliche Exit zu einem späteren Zeitpunkt erfolgt und darüber hinaus das strategische Potential der Wertschöpfung stets in Relation zu den gegenwärtigen und zukünftigen Bedingungen am Kapital- und Immobilienmarkt beurteilt werden muss. Am Kapitalmarkt ist beispielsweise die Zinsentwicklung zu beachten, die die Finanzierungskosten maßgeblich beeinflusst. Am Immobilienmarkt ist besonders die Entwicklung der Preise und Marktbedingungen in den strategischen Geschäftsfeldern interessant.

Bei den endogenen Faktoren sind die Determinanten in einem bestimmten Rahmen frei festsetzbar, wie z.B. finanzwirtschaftliche oder strategische Ziele. Bis zu einem gewissen Grad sind diese aber von den organisatorischen, wirtschaftlichen oder strategischen Rahmenbedingungen beschränkt, die bestimmte Handlungsoptionen,

Programme oder Entscheidungen nahelegen (z.B. Realisierung von Gewinnen, Hebung von stillen Reserven, Schaffung von Liquidität, etc.) (Gondring & Wagner 2016: 442 f). Unter den finanzwirtschaftlichen Zielen sind vor allem Liquidität sowie bilanzielle und steuerliche Faktoren zu nennen, die in einer Wechselwirkung zueinander stehen. Die strategischen Ziele haben die Steigerung der Wertschöpfung im Auge, es muss aber auf die Verschiebung der Eigentums- und Kontrollverhältnisse im Zuge der Veräußerung geachtet werden. Ebenso ist die Portfoliooptimierung zu nennen, die die Exit-Strategie mit der Portfoliostrategie verbindet. So kann auch durch die Festlegung oder Veränderung der strategischen Ausrichtung der Exit im Rahmen der Portfoliorestrukturierung nötig werden.

Strategische Ziele sind jedenfalls auf Übereinstimmung zu prüfen, da so Ziel- und Interessenskonflikte vermieden werden können. Operative Ziele bei der Verwertung fußen meist auf den Prozessen und Strukturen der Organisation (Gondring & Wagner 2016: 443 f). Besonders wichtig sind funktionale und effiziente Abwicklung der Desinvestition, wobei auch externe Berater hinzugezogen werden können. Einen Überblick über die Ziele bei der Verwertung zeigt die folgende Graphik.

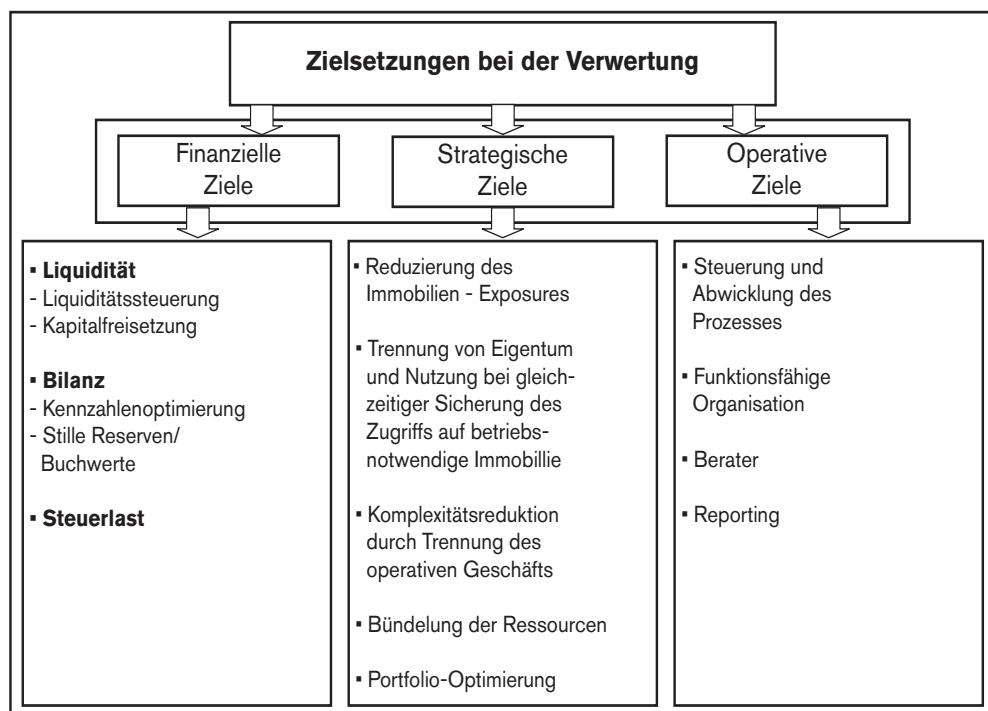


Abbildung 21: Ziele bei der Verwertung von Immobilien (Gondring & Wagner 2016: 443)

Die oben genannten Faktoren haben ihre besondere Relevanz im Zuge der Exit-Phase, allerdings muss trotz der sorgfältigen Prüfung der Einflussgrößen aufgrund plötzlicher Änderungen im strategischen Umfeld, wie etwa dem Eintreten der Subprime-Krise 2008, die Exit-Strategie mitunter rasch angepasst werden (Gondring & Wagner 2016: 441).

Unterschiedliche Investoren verfolgen abhängig von ihrer jeweiligen Unternehmens- und Portfoliostrategie, aber auch den institutionellen Voraussetzungen unterschiedliche Exit-Strategien (Gondring & Wagner 2016: 444 f). Bestandhalter etwa verkaufen im Normalfall, wenn die durch Vermietungen hervorgebrachten Einnahmen nicht mehr die Kosten abdecken oder eine Sanierung aus den wirtschaftlichen und technischen Gesichtspunkten nicht mehr kostendeckend zu realisieren ist. Durch den Verkaufserlös kann Kapital freigesetzt werden, das für die Modernisierung oder Revitalisierung von Bestandsimmobilien oder zur Abdeckung von Verbindlichkeiten verwendet werden kann. Non-Property Companies umfassen Unternehmen, deren Fokus außerhalb der Immobilienbranche liegt. Diese sind aufgrund der Anforderungen der heutigen Wirtschaft häufig gezwungen, sich auf ihr Kerngeschäft zu fokussieren (Gondring & Wagner 2016: 445 f). Dadurch kann es zu einer teilweisen Freisetzung des Kapitals, das in Immobilien gebunden ist, kommen. Dies kann zu einer Senkung an Kosten und Risiken führen. Ebenso kann der Bedarf an Bestandsimmobilien den konkreten, aktuellen Erfordernissen angepasst werden. Im Zuge der Konzentration auf das Kerngeschäft kommt es in den letzten Jahren immer häufiger zu Immobilienveräußerungen von Non-Property Unternehmen. Der Exit und die bevorzugte Exit-Variante sind allerdings im Hinblick auf Standort, Nutzung, Zustand, Portfoliostruktur und -größe sowie die Betriebsnotwendigkeit der Liegenschaften zu untersuchen, vor allem da betriebsnotwendige Immobilien im Einflussbereich des Unternehmens verbleiben sollten.

Im Falle der Immobilienfonds sind Veräußerungen meist strategisch geprägt und dienen in der Regel der Optimierung des Portfolios (z.B. der Beseitigung von Klumpenrisiken, der Steigerung der Diversifizierung oder der Bereitstellung von Liquidität) (Gondring 2013: 769 ff). Die offenen Immobilienfonds können aufgrund ihrer relativen Portfoliogröße und -diversifikation am schnellsten und unmittelbarsten auf Änderungen im Immobilien- und Kapitalmarkt reagieren. Selbst bei demselben Objekt kann nun aufgrund des institutionellen Hintergrundes, aber auch der damit verbundenen strategischen Ziele und organisatorischen Erfordernisse die Strategie

im Zuge des Exit deutlich variieren, da Objektkriterien, aber auch unterschiedliche Marktbedingungen in unterschiedlichen organisatorischen Kontexten unterschiedliche strategische Bedeutung für einzelne Player am Immobilienmarkt haben können (Rottke & Schlump 2007: 41 ff).

Die Wahl des Exit-Vehikels ergibt sich zum großen Teil aus der Analyse des Bestandes und der Marktbedingungen (Gondring & Wagner 2016: 449 f). Es stehen unterschiedliche Optionen bereit, die je nach den wirtschaftlichen Vorgaben des Platzierenden wählbar sind und die sich nach Zeit-, Kosten-, Personalaufwand sowie der Bindung von Managementkapazitäten unterscheiden. Dieses Spektrum reicht von der einfachen Paketveräußerung bis hin zu Kapitalmarktplatzierungen, die einen unvergleichlich höheren Aufwand mit sich bringen, da sie beispielsweise auch finanzmarktrechtlichen Bestimmungen unterliegen. Generell sind hier Sale-and-Lease-Back Transaktionen, die einfache Veräußerung und die Kapitalmarktplatzierung als Exit-Vehikel zu unterscheiden. Ein Überblick über die wichtigsten Exit-Vehikel gibt die folgende Graphik.

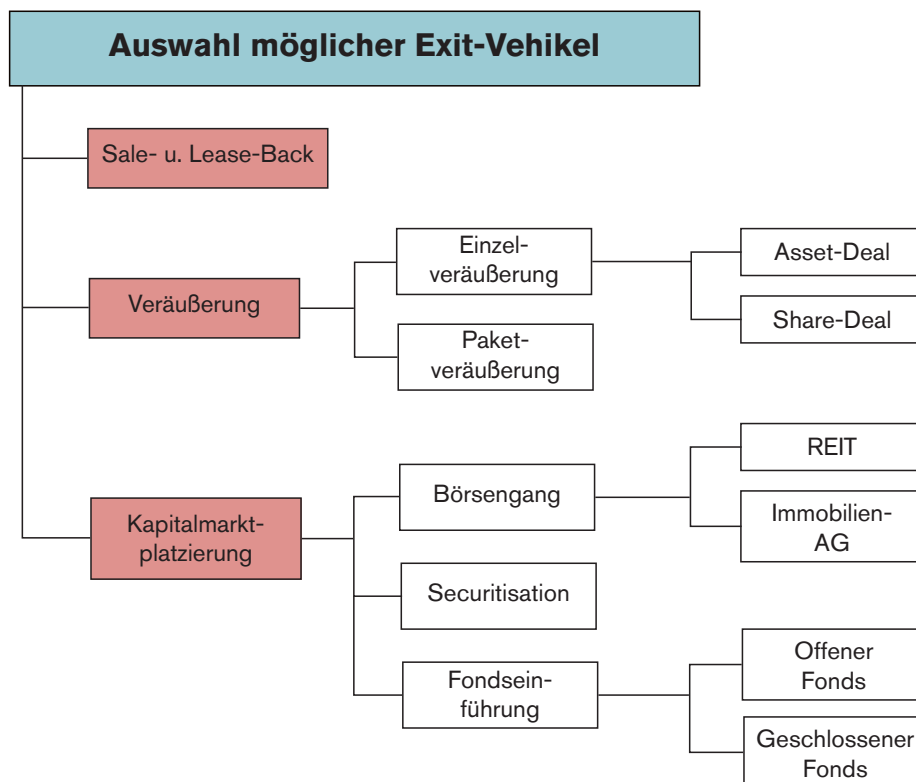


Abbildung 22: Überblick über verschiedene Exit-Vehikel (Gondring & Wagner 2016: 449)

Im Falle von Sale-and-Lease-Back Transaktionen wird die Liegenschaft an eine Leasinggesellschaft veräußert und danach entweder zurück geleast oder gemietet (Sailer et al. 2010/2011: 735). Diese Variante kommt in der Regel zum tragen, wenn das in der Liegenschaft gebundene Kapital benötigt wird und die Liegenschaft weiter genutzt werden soll. Dies kann aus wirtschaftlichen, strategischen, bilanziellen sowie Prestige Gründen passieren. Im Rahmen der Veräußerung gilt es zwischen Einzel- und Paketveräußerung zu unterscheiden. Bei der Einzelveräußerung wird zwischen dem Asset-Deal, bei dem die Liegenschaft selbst Gegenstand der Transaktion ist, und dem Share-Deal, bei dem nicht die Liegenschaft, sondern Gesellschaftsanteile verkauft werden, differenziert (Sailer et al. 2010/2011: 80, 760). Im Falle des Share-Deal liegt im Normalfall ein wesentlich größerer Arbeitsaufwand vor, da im Zuge der Due Dilligence nicht nur die Liegenschaft, sondern auch die Projektgesellschaft selbst überprüft wird, da diese mit all ihren „Altlasten“ übernommen wird. Hier gilt es ebenso, stets mögliches Restrisiko bei der Übertragung einzukalkulieren. In der Regel werden Paketveräußerungen von strategischen, institutionellen und ausschließlichen Finanzinvestoren durchgeführt (Charlier 2007: 71). Diese Variante ist normalerweise relativ rasch umzusetzen, da fast die gesamte Arbeitsleistung an Serviceanbieter im Immobilienbereich, wie beispielsweise Makler oder Investmentbanken, ausgelagert werden kann. In diesem Fall wird im Gegensatz zur Einzelverwertung meist ein geringeres wirtschaftliches Ergebnis erzielt, allerdings sind dem die Vorteile der umfassenden Veräußerung eines Gesamtpaketes in einem eingeschränkten Zeitraum gegenüberzustellen, wobei der gesamte in Frage kommende Bestand an Immobilien auf einmal verkauft und die gesamte Liquidität aus dem Verkauf im Idealfall sofort zur Verfügung gestellt wird. Darüber hinaus ist bei der Einzelverwertung zu beachten, dass durch die schrittweise Veräußerung mehrerer einzelner Immobilien die Liquidität über einen längeren Zeitraum in Tranchen realisiert wird und damit die Finanzierungs- und Opportunitätskosten höher als bei der Paketveräußerung sind.

Die Kapitalmarktplatzierung stellt die mit Abstand aufwändigste Variante dar aufgrund der Finanzmarktvorschriften und den rechtlichen Voraussetzungen, die im Zuge der Platzierung erfüllt werden müssen (Gondring & Wagner 2016: 451 ff). Auch der zeitliche Faktor ist hier zu beachten, da ein enormer rechtlicher und organisatorischer Aufwand schon in der Vorlaufzeit zur Veräußerung mit eingerechnet werden muss. Im Groben kann bei der Kapitalmarktplatzierung

zwischen dem Börsegang, der Fondseinführung und der Securitisation unterschieden werden. Beim Börsegang werden im Zuge eines IPO die Aktien der Immobiliengesellschaft einem breiten Publikum zum Kauf angeboten. Durch die Erlöse des IPOs fließt Liquidität ins Unternehmen, das zur Finanzierung weiterer Projekte genutzt werden kann. Das wesentliche Risiko besteht darin, dass das Unternehmen mit der Platzierung am Kapitalmarkt den allgemeinen Marktschwankungen unterworfen ist und die vergleichsweise Stabilität eines voll im Eigentum befindlichen Unternehmens bis zu einem gewissen Grad aufgegeben wird.

Im Falle der Fondsplatzierung (Mändle & Mändle 2011: 580 ff) werden offene und geschlossene Fonds unterschieden, wobei hier die Bündelung von Kapital und die systematische Anlage im Sinne der Fondsstrategie im Vordergrund stehen. Die letzte Variante ist die „Securitisation“ (Gondring 2013: 820). Diese ist vor allem bei Fremdkapitalfinanzierungen mit großen Volumina interessant und kann eine Alternative zur Finanzierung über Bankkonsortien darstellen. Dabei werden üblicherweise über eine Zweckgesellschaft Assets als Wertpapiere verbrieft und am Kapitalmarkt platziert. So können kurzfristig Bestände platziert werden, ohne dass Kapitalabschläge durch einen Mangel an traditionellen Käufern in Kauf genommen werden müssen. Die freigestellten Mittel können hierbei wiederum in neue Projekte oder rentablere Investitionen fließen. Hier ist zudem der Transfer von Risiken an die Anleger und Kreditrisikoübernehmer zu beachten, der einen wichtigen strategischen Vorteil darstellen kann. Durch die Ereignisse im Zuge der Subprime-Krise leidet der Markt für die Verbriefung von Immobilienvermögen nach wie vor unter einer Vertrauenskrise, auch wenn vereinzelt ein Comeback dieser Art von Transaktionen verzeichnet werden kann (<http://www.economist.com/news/leaders/21593457-once-cause-financial-worlds-problems-securitisation-now-part-solution-its>).

Einen Überblick über die anvisierten Exit-Strategien aus einer Umfrage unter 130 Investoren am deutschen Immobilienmarkt im Jahr 2015 gibt Abbildung 26. Daraus lässt sich ablesen, dass der Direktverkauf von Einzel-Assets im Jahr 2015 die bevorzugte Exit-Strategie bei deutschen Investoren war und dass überdies Portfolioverkäufe bei vielen Investoren im Fokus stehen. Darüber hinaus wollen 78% der Investoren das gute Marktumfeld für Verkäufe nutzen (Ernst & Young 2015: 35). Allerdings plant nur ein Fünftel der Befragten für 2015 überhaupt einen Exit.

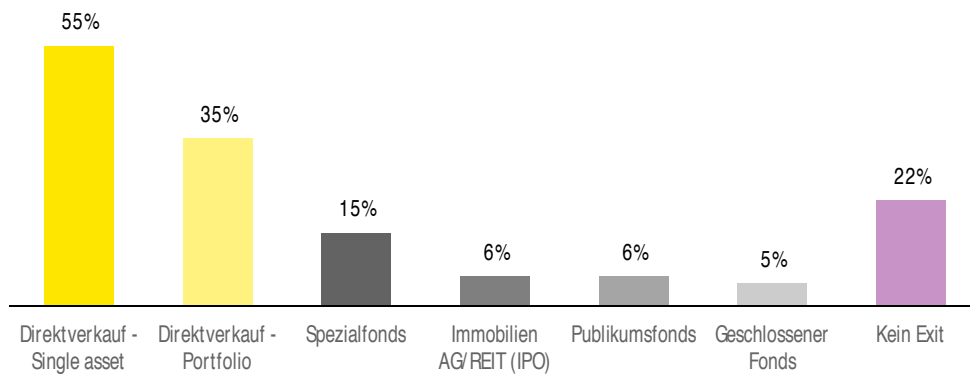


Abbildung 23: Anvisierte Exit-Strategien von Immobilieninvestoren in Deutschland 2015 (Ernst & Young 2015: 35)

### 4.3 Ablauf des idealtypischen Exit-Prozesses

Die effektive Planung und Durchführung der Veräußerung von Immobilien umfasst eine Reihe von vorbereitenden Tätigkeiten, die die Durchführung von Verkäufer Due Dilligence, die Organisation und Einrichtung gebündelter Datenverarbeitung, die Analyse potentieller Investoren, die Verfassung eines Investment-Memorandums, die Strukturierung von möglichen Handlungsalternativen sowie die Führung der Verhandlungen bis zum Vertragsabschluss beinhaltet (Gondring & Wagner 2016: 455). Diese Punkte stellen die Voraussetzung für den effektiven Vermarktungsprozess dar, wobei insbesondere die Bereitstellung und Vollständigkeit von Daten eine wichtige Entscheidungsgrundlage für potentielle Investoren bilden kann. Die Verkäufer Due Dilligence dient dazu, aus der Hand von externen Spezialisten das zu verkaufende Portfolio überprüfen zu lassen in Hinblick auf rechtliche, steuerliche, wirtschaftliche und technische Aspekte, die bei der Veräußerung beachtet werden müssen (Gondring & Wagner 2016: 456). Das Gutachten der Prüfer kann später dazu dienen, den Prüfungsprozess durch den Käufer zu verkürzen und so zu einer reibungslosen und transparenten Abwicklung der Transaktion beitragen. Hier empfiehlt sich auch die möglichst nachvollziehbare und lückenlose Bereitstellung von Daten, die auf Anfrage an interne und externe Teilnehmer des Verkaufsprozesses geliefert werden können.

Vor der eigentlichen Verwertung ist die Analyse der potentiellen Investoren unabdingbar, da sich so mögliche Strategien der Käufer beschreiben lassen und sich Zielobjekte im Portfolio identifizieren lassen können (Gondring & Wagner 2016: 456 ff). Durch die Kenntnis der möglichen Zielgruppe ist es hiernach möglich,



Immobilien oder Portfolioanteile gezielt am Markt zu platzieren und so die Effektivität des Vermarktungs- und Verkaufsprozesses drastisch zu erhöhen. Maximale und minimale Volumina, strategische Ausrichtung, Investorenziele, Risiko- und Renditeerwartung sind nur einige der Informationen, die über die potentiellen Investoren zusammentragen werden können. Auch die Kenntnis spezifischer Präferenzen betreffend die Art der Transaktionen, die steuerliche Ausgestaltung, die Cash Flows, die Verwaltung der Immobilien, etc. können zu einer vollständigeren Darstellung der möglichen Investoren beitragen. Dies kann wiederum auf die Art der Segmentierung des Portfolios und die gesamte Portfoliostrategie zurückwirken, da durch die Restrukturierung von Teilen des Bestandes den Erwartungen und Zielen bestimmter Investoren entsprochen werden kann. Für die jeweiligen Gruppen von Investoren kann dann eine geeignete Vermarktungsstrategie erstellt werden. Im Zuge des Exit-Prozesses kommt es nach der Sichtung der detaillierten, meist vertraulichen Unterlagen des Investment-Memorandums gegebenenfalls zur Angebotslegung oder zur Unterzeichnung eines „Letter of Intent“ (Gondring 2013: 804).

Die Unterteilung des Portfolios in Teilportfolios empfiehlt sich nicht nur bezüglich des Bestandes an Immobilien im Teilportfolio selbst, sondern auch in Hinblick auf die Wahl des geeigneten Exit-Vehikels sowie die Ausgestaltung und den Ablauf des Exit selbst (Gondring & Wagner 2016: 458 ff). So können auch rechtliche und steuerliche Aspekte sowie die Hinzuziehung von Beratern und Vertriebspartnern im Zuge der Restrukturierung des Portfolios sowie der Veräußerung mit in Betracht gezogen werden. Für die einzelnen Teilportfolios können nun Handlungsalternativen erstellt und Veräußerungsstrategien festgelegt werden, sodass ein für das gesamte Portfolio optimales Ergebnis abgeleitet werden kann. Sensitivitätsanalysen können hier die Belastbarkeit der abgeleiteten Szenarien erörtern. Nach der Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung kommt es im Normalfall zur Übergabe des Investment-Memorandums, in dem Informationen zu verschiedenen Objekten sowie zum Portfolio übersichtlich gesammelt sind (Gondring & Wagner 2016: 459 ff; Gladstone 1988: 138 ff). Die Zusammenstellung der Informationen hat große Bedeutung, da schon deren Aufbereitung, Qualität und Vollständigkeit die Verkaufsentscheidung maßgeblich beeinflussen können. Die Genauigkeit und Aussagekraft der Informationen ist hier besonders zu beachten. Dieser Aspekt ist maßgeblich mit dem Funktionieren der Prozesse der Datensammlung und Datenanalyse verknüpft.

Nach der Abgabe der Angebote für den jeweiligen Portfolioteil wird entschieden, mit welchen Investoren die Verhandlungen weitergeführt werden (Gondring & Wagner 2016: 462 f). Die Investoren in den späteren Runden erhalten die Gelegenheit zur intensiven Due Dilligence sowie Zugang zu genauen Objektdaten (Sailer et al. 2010/2011: 263). Nun kommt es auch zu Objektbegehungen und ausführlicher Datensichtung. Bei einer erfolgten, eingehenden Verkäufer Due Dilligence samt externen Beratern, kann der Aufwand für den Käufer deutlich beschränkt werden, was den Exit-Vorgang beschleunigen kann. Nach detaillierter Prüfung werden finale Angebote gestellt, die nach den Bedingungen des Verkäufers ausgerichtet sind (Gondring & Wagner 2016: 461). Im letzten Schritt wird die Vertragsdokumentation verhandelt und es erfolgt der Vertragsabschluss, wobei hier besonders auf Transaktionssicherheit für beide Seiten zu achten ist. Die Ausschaltung von Finanzierungsrisiken, die Einholung nötiger Zustimmungen und Genehmigungen sowie der Abschluss der Due Dilligence haben hier höchste Priorität. All dies gilt es, im Rahmen der vertraglichen Absicherung des Verkaufsprozesses zu bedenken, um für beide Parteien Transparenz und Sicherheit zu schaffen.

Die Dokumentation des Exits ist ebenso zu beachten (Gondring & Wagner 2016: 461 f). Als Teil der Ziel- und Strategieerstellung wird die Exit-Strategie mitunter in den Businessplan integriert, der als Instrument der Planung, der Erfolgskontrolle sowie als strategische Handlungsanleitung dient. Der Exit sollte nun den Zielen des Exit-Betreibers, der Realisierung der geplanten Potentiale sowie der reibungslosen Abwicklung für alle Beteiligten entsprechen. Inhaltliche, wirtschaftliche und zeitliche Ziele sollten definiert und, wenn möglich, erreicht werden. Ebenso sollten die Ergebnisse des Exits in die weitere Strategieplanung mit einbezogen werden. Die genaue Definition der Ziele stellt auch deren mögliche Erfüllung und Überprüfung sicher (Ropeter-Ahlers & Vollrath 2007: 160 ff). Hier müssen auch Bilanz- und Liquiditätsfaktoren in die Gestaltung und den Ablauf des Exits mit einbezogen werden. Die Formulierung der Strategien für Objekte und Teilportfolios umfasst auch Hinweise auf mögliche Platzierungsalternativen, potentielle Investoren und etwaige Back-Up-Strategien für Restanten. Die Einhaltung und die Vorgaben des Businessplanes sind für die Kontrolle des Erfolgs nun unerlässlich, da so budgetäre, zeitliche und strategische Vorgaben auf der Management- und Investmentebene überprüft werden können. Die Kontrolle der Effizienz und des Erfolges der Strategie wirkt hiernach wieder zurück auf den gesamten Prozess des Real Estate Asset Managements bzw. des Portfoliomanagements.

Gondring und Wagner (2016: 462 ff) beschreiben nun darüber hinaus Erfolgsfaktoren, die im Zuge des Exit beachtet werden sollten. Darunter fällt etwa die Glaubhaftigkeit der Veräußerungsabsicht, die den Käufer letztlich dazu bewegt, einen beträchtlichen Ressourcenaufwand zu betreiben, um am Verkaufsprozess teilzunehmen. Darüber hinaus sollte auch für die Abwicklung der Desinvestition eine transparente und effektive Prozessstruktur eingeführt werden, die Zuständigkeiten, Abläufe und Zeitmanagement umfasst und den gesamten Vorgang des Exits abbildet. Ineffizienzen im Prozessmanagement sollten im Zuge der zyklischen Prozessüberprüfung überarbeitet werden. Weiters sind interne und externe Kommunikation entscheidende Faktoren, die einerseits das zeitgerechte und angemessene Bereitstellen von Informationen umfassen, andererseits aber auch den geeigneten Umgang mit sensiblen Informationen betreffen. Daher sollte letztlich auch darauf geachtet werden, welche Informationen welchen Parteien zu welchem Zeitpunkt zugänglich gemacht werden. Wie bereits erwähnt, kann eine umfassende und detaillierte Verkäufer Due Dilligence den Desinvestitionsprozess maßgeblich beschleunigen und vereinfachen. Die Hinzuziehung von externen Spezialisten sorgt darüber hinaus für stichhaltige und verlässliche Informationen. Schließlich kann durch deren Einsatz auch genaues Wissen über Chancen und Risiken im Portfolio erlangt werden. Die koordinierte und möglichst zentrale Ansprache der Investoren von einer Stelle ist ein weiterer Aspekt, der die Professionalität des Auftretens betrifft. Dabei sollten möglichst alle Informationen aus einer Hand kommen und keine Doppelinformation erfolgen, da hier ein anhaltender Eindruck auf der Investoreenseite geschaffen wird. Als letzter Faktor kann noch der Einsatz von Beratern, vor allem in komplexen und großen Portfoliotransaktionen, genannt werden, wobei auf personelle Kontinuität geachtet werden sollte, genauso wie auf die richtige Einschätzung des Arbeitsaufwandes. Grundsätzlich sollte sich der Exit-Betreiber nicht vor einer Auslagerung von Services scheuen, da so die Qualität der angebotenen Dienste maßgeblich erhöht werden kann.

In Bezug auf den Exit-Vorgang kann nun gesagt werden, dass bei der Festlegung von Exit-Strategien und verschiedenen Exit-Optionen eine Analyse der Marktsituation, des Investitionsklimas, aber auch der Stellung des eigenen Unternehmens vorausgehen sollte (Gondring & Wagner 2016: 464 f). Hier sind vor allem steuerliche, strategische, wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen zu beachten. Im Zuge der Abwicklung des Exits ist hiernach auf die angemessene Dokumentation sowie die Koordination der Aufgaben, Prozesse und Abläufe zu

achten. Wie bereits erwähnt, hat der Exit in Hinsicht auf die Wertschöpfung herausragende Bedeutung und die Desinvestition wird von den Markt- und Kapitalmarktbedingungen genauso wie von den eigenen Unternehmenszielen beeinflusst. Die Miteinbeziehung der Marktbedingungen, samt etwaiger Chancen und Risiken, ist daher unerlässlich. Auch betreffend eventueller unvorhergesehener Entwicklungen, ist daher für eine gewisse Flexibilität in der Umsetzung der gewählten Strategie sowie im Zeitmanagement zu sorgen. Vor allem im Zuge größerer Immobilientransaktionen in zunehmend internationalen Märkten ist es zudem zu erwarten, dass die Tätigkeiten und Aufgaben von Maklern tendenziell zunehmen werden, was auch eine Spezialisierung des Angebots an Beratungsleistungen und Dienstleistungen im Immobiliensektor nach sich zieht.

## **5. Methodologie**

Im folgenden Abschnitt wird die Methodologie, die in der Bearbeitung der Forschungsfrage zur Anwendung kommt, behandelt. Ebenso werden die Interviewpartner sowie die Erhebungs- und Analysemethoden kurz vorgestellt.

### **5.1 Ziel des vorliegenden Forschungsprojektes**

Im Rahmen des vorliegenden Forschungsprojektes ist es das Ziel, die Zusammenhänge zwischen Portfolio-, Objekt- und Investmentebene als Bestandteil des Portfoliomanagements, aber auch des Real Estate Asset Managements, bei der Verwertung von Immobilien aus der Praxisperspektive zu erschließen. Besonders die Beeinflussung und Gestaltung der Wechselwirkung zwischen Unternehmensstrategie und dem Exit-Prozess stehen im Zentrum dieser Studie. Damit sollen wertvolle Einsichten aus der Praxis gewonnen werden, wie der Exit als Bestandteil des Portfoliomanagementprozesses im Zusammenspiel zwischen Unternehmensstrategie, Portfolioebene und Objektebene beeinflusst wird und wie diesbezüglich die Entscheidungsfindung in Immobilienunternehmen mitbestimmt wird. Ebenso wird nach exogenen und endogenen Einflussfaktoren auf den Exit-Prozess, Exit-Vehikel sowie Ablauf und Zeitpunkt des Exits gefragt. Die Strategien und Ziele, die den Exit Prozess mitbedingen, stehen darüber hinaus im Zentrum der qualitativen Erhebung. Nachdem in der Literatur zum Immobilienmanagement und dem Immobilienportfoliomanagement der Exit meist nur aus einer theoretischen Perspektive behandelt wurde, kann diese Arbeit somit Einsicht geben in die komplexen Abläufe des Immobilienmanagementprozesses und in die Interaktion zwischen Portfoliostrategie, Objektstrategie, Exit-Prozess und Exit-Strategie im Falle von ausgewählten Immobilienunternehmen im österreichischen Immobilienmarkt. Um in dieser Hinsicht die Meinung von Experten einzuholen und darüber hinaus Einschätzungen aus einer Praxisperspektive zu einem definierten Themengebiet zu sammeln, bietet sich die Methode teilstrukturierter Experteninterviews an, die im Folgenden kurz dargestellt wird.

## 5.2 Teilstrukturierte Experteninterviews

Zur Beantwortung der Forschungsfragen wurde die Erhebungsform von qualitativen, teilstrukturierten Experteninterviews gewählt, die es ermöglichen sollen, in den praktischen Ablauf der Verwertung von Immobilienportfolios Einblick zu nehmen und die spezifischen Perspektiven erfahrener Praktiker zu erheben (Atteslander 2000: 150 ff). Teilstrukturierte Interviews bedienen sich eines Leitfadens, der eine Grundstruktur für den Gesprächsablauf vorgibt und der die Behandlung der in den Forschungsfragen vorgegebenen Themen gewährleisten soll, während gleichzeitig Raum für freie Antworten der Interviewpartner bleibt (Kaiser 2014: 52 ff). Ankerfragen dienen hier dazu, die wichtigsten Themenbereiche und Interessensgebiete abzudecken. Darüber hinaus kann durch Kontingenzfragen oder Nachfragen das Gespräch in bestimmten Bereichen bei Bedarf vertieft werden. Grundsätzlich soll dem Interviewpartner allerdings die Möglichkeit gegeben werden, frei zu sprechen und über die angesprochenen Themen bzw. Fragen frei zu elaborieren. So kann der Wissens- und Erfahrungsschatz des Experten ungezwungen zugänglich gemacht werden und dieser Zugang wird bei Bedarf durch gezieltes Nachfragen oder Vertiefungsfragen erweitert. Das Experteninterview zielt dabei darauf ab, Interviewpartner zu finden, die für den relevanten Forschungsbereich über spezifisches Expertenwissen verfügen, das über Interviews zugänglich gemacht werden kann, sodass die gewählten Forschungsfragen beantwortet werden können (Atteslander 2000: 151 f). Der Leitfaden stellt hierbei sicher, dass die relevanten Forschungsschwerpunkte behandelt und erschlossen werden (Kaiser 2014: 57 ff). Die Interviews werden mittels einem digitalen Aufnahmegerät aufgezeichnet, transkribiert und stellen hiernach die Textbasis für die qualitative Inhaltsanalyse dar (Mayring 2010: 52 ff, 59 ff).

Grundsätzlich kann die gewählte Form der qualitativen Erhebung dazu genutzt werden, einen reichen, praktischen Erfahrungsschatz zu erschließen und in diesem Fall in teilstrukturierten Interviews zugänglich zu machen (Mayring 2010: 43). Dabei steht die vertiefende und individuelle Behandlung eines Themas durch den Interviewten, ausgehend von den Fragen des Interviewenden im Vordergrund. Auf diese Weise kann die Meinung, die praxisbezogene Perspektive und das abstrakte Wissen eines Experten mit Bezug auf die Forschungsfrage im Detail erhoben und zur Beantwortung und Erhellung der Forschungsfragen genutzt werden. Dadurch wird hier versucht, ein komplexes und zum Teil wenig behandeltes Thema der

Immobilienwirtschaft näher und aus einer praxisbezogenen Sicht zu erforschen, die es erlaubt, eine systematische Betrachtung des Exit und der damit verbundenen Vorgänge und Methoden zu erstellen.

### **5.3 Interviewpartner**

Als Interviewpartner wurden fünf Personen gewählt, die in unterschiedlichen Positionen im Bereich des Immobilienportfoliomanagements beschäftigt sind und langjährige Managementenerfahrung aufweisen. In dieser Hinsicht sind sie in die Entscheidungs- und Portfoliomanagementprozesse eingebunden und können so detaillierte Informationen über den praktischen Ablauf sowie den strategischen Hintergrund des Portfoliomanagements liefern. Besonders ihre Meinung in Bezug zu verschiedenen Aspekten des Portfoliomanagements und die Einschätzung bezüglich Verwertung, Ankauf und Restrukturierung von Immobilienbeständen werden hier besonders adressiert. Durch die Ansichten der Experten soll es ermöglicht werden, eine praxisnahe Perspektive auf die eben genannten Vorgänge sowie auf die Einflussfaktoren im Zuge des Exits bzw. der Restrukturierung von Portfolios zu gewinnen. So können wichtige Rückschlüsse auf die Praxis des Verwertungsprozesses, aber auch in Hinblick auf theoretische Implikationen für die Darstellung des Exits im Rahmen des Portfoliomanagements gezogen werden. Mithilfe des speziellen Expertenwissens sollen hiernach die Forschungsfragen beantwortet werden.

Die Experten im vorliegenden Forschungsprojekt weisen allesamt langjährige Erfahrung in der Immobilienbranche bzw. im Management von Immobilienportfolios auf. Daraus kann geschlossen werden, dass weitreichendes und tiefgehendes Wissen bezüglich der strategischen, taktischen und operativen Dimensionen in Bezug auf das Immobilienportfoliomanagement besteht. Prozesse des An- und Verkaufs sowie der Restrukturierung von Portfoliobeständen sind Teil einer jeden Portfoliomanagementstrategie und diese sind meist auch mit der Unternehmensstrategie verbunden. Durch den Erfahrungsschatz der gewählten Experten kann so auf Zusammenhänge zwischen Unternehmensstrategie, Portfoliomanagement und Verwertung geschlossen werden und eben diese Relationen sollen anhand der Interviewfragen in den Gesprächen erhoben werden. Es kann so unmittelbar auf das praktische Wissen der Experten in Bezug zu den formulierten Forschungsfragen sowie auch auf deren Perspektive in Hinblick auf die theoretische Basis des Themas zugegriffen werden. Die Ergebnisse des

Forschungsvorhabens können hiernach für die Analyse des Themenbereiches, ebenso wie für den Entwurf weiterer Forschungsprojekte genutzt werden. Die Expertennamen wurden anonymisiert und werden im Text mit Nummern versehen.

## **5.4 Analysemethode**

Zur Analyse des im Rahmen der Interviews gesammelten Datenmaterials wurde Mayrings zusammenfassende Inhaltsanalyse gewählt (Mayring 2010: 67 ff). Diese erlaubt es, das Datenmaterial zu komprimieren, zu selektieren und bestimmten Kategorien zuzuweisen, sodass dieses im Sinne des zu behandelnden Forschungsinteresses strukturiert wird. Es wurde ein induktives Verfahren der Kategorienbildung gewählt, wobei die Kategorien während der Auswertung mit Rücksicht auf die theoretischen Grundlagen entworfen wurden (Mayring 2010: 68 ff). Die Kategorien zielen dabei auf die Beantwortung der Forschungsfragen, aufbauend auf den Erkenntnissen des Theorieteils. Theoretischer Hintergrund und Forschungsfragen bilden den Rahmen für die Kategorienbildung. In der Analyse wurde das Material so lange überprüft, bis keine neuen Kategorien hinzukamen.

Aufbauend auf dem komprimierten Material können hiernach strukturierte Antworten zu den einzelnen Forschungsfragen und Themenbereichen abgeleitet werden. Die Breite der gegebenen Antworten ermöglichte es schließlich, das Themengebiet umfassend und detailliert darzustellen sowie Wissen zu etlichen thematischen Teilbereichen zugänglich zu machen. Durch die Kategorisierung soll darüber hinaus erreicht werden, dass die einzelnen Analyseeinheiten bestimmten Themenbereichen zugeordnet werden, was die Zusammenfassung, Beschreibung und Darstellung des Materials erleichtert. Die zusammenfassende Inhaltsanalyse eignet sich hier ausgezeichnet, um große Datenmengen zu komprimieren und exakte Aussagen aus längeren Textpassagen zu destillieren. Diese werden hiernach dazu verwendet, um den angesprochenen Themenbereich darzustellen, zu beschreiben und die Forschungsfragen zu beantworten. Aufgrund der praktischen Einsichten und der umfassenden Antworten, die im Rahmen der Interviews generiert wurden, scheint sich die zusammenfassende Inhaltsanalyse hier ausgezeichnet für die angestrebten Ziele des vorliegenden Projektes zu eignen. Der Zusammenhang zwischen theoretischem Hintergrund, Forschungsfragen, Interviewfragen und Analyseebenen stellt hierbei den thematischen und analytischen Zusammenhang sicher, der die detaillierte Beantwortung der Forschungsfragen ermöglicht.



## 6. Empirische Ergebnisse

Im nachfolgenden Abschnitt werden nun die Ergebnisse der einzelnen Interviews zusammengefasst, bevor im letzten Abschnitt die Resultate in Hinblick auf die Forschungsfragen formuliert werden.

### Interviewpartner 1

Interviewpartner 1 arbeitet in führender Position bei einer privaten Immobiliengesellschaft, wobei das Halten von Immobilien im Portfolio im Vordergrund der Unternehmensstrategie steht, um im Portfolio langfristige Wertsteigerungen zu realisieren. Themen bezüglich Cash Flow sind der Generierung von Wertsteigerungen im Portfolio hier weitgehend untergeordnet. Der Verkauf der Immobilien im Rahmen des Exits erfolgt entweder auf kommerzieller Ebene an andere Immobilienunternehmen oder an den Endverbraucher. Es werden zudem mehrere Investmentvehikel für Investoren angeboten, über die diese an unterschiedlichen Immobilienbeständen der Gesellschaft teilhaben können. Der Fokus der Geschäftstätigkeit liegt auf dem Thema Wohnen und weiters auf der Region Wien. Bestände außerhalb von Wien bzw. im Geschäftsimmobiliensektor werden, wenn sie beispielsweise über Portfoliodeals in den Bestand kommen, schnellstmöglich wieder veräußert. Grundsätzlich lässt sich die Objektstrategie durch Ertragssteigerung oder Entwicklung von Immobilien mit anschließendem Exit oder andernfalls mit dem langfristigen Verbleib im Portfolio beschreiben.

Das Unternehmen stellt sich im Allgemeinen als „Universaldienstleister“ dar, der Investment, Immobilienentwicklung, Sanierung, Vermarktung, Bewertung, Consulting, Property Management und die Begabe von Immobilieninvestmentprodukten behandelt. Der Schwerpunkt liegt dabei allerdings im frei finanzierten Wohnbau bzw. im Bereich Zinshäuser in Wien und hier nimmt das Unternehmen eine führende Marktposition ein. In Hinblick auf die Portfoliostrategie gibt es kein eindeutig und explizit formuliertes Vorgehen, da die Entscheidungen je nach Liegenschaft individuell getroffen werden. Da die GmbH im Privateigentum steht, zeichnet sie sich durch flache Hierarchien und eine rasche Entscheidungsfindung aus. Jede in Frage kommende Immobilie wird nun durch eine eigenständige Potential- und Risikoanalyse abgebildet, danach wird in periodischen Treffen der Geschäftsführer über die weitere Vorgehensweise bezüglich der zu behandelnden Immobilien abgestimmt. Hier werden auch etwaige Umschichtungen

im Portfolio besprochen, die zu einem Exit oder einer breiteren Portfoliobereinigung führen können. Die Objekte werden dabei nach Ertrag, Lage, Nutzungsart, Mieterstruktur und rechtlichen Anwendungsbereichen differenziert, wobei eine möglichst breite Streuung von Risiko im Portfolio erreicht werden soll. Im Laufe der Zeit soll nun im Zuge der Unternehmensstrategie das Portfolio durch gezielte Käufe und Verkäufe vergrößert werden und ein Mix aus verschiedenen Zinshauslagen und -größen entstehen. Zudem sollen durch nachhaltiges Management Baureserven geschaffen werden, die sich in höheren Buchwerten der Liegenschaften bzw. in höheren Verkaufserlösen widerspiegeln.

In Hinblick auf den Exit wird der vorhandene Bestand kontinuierlich auf Marktchancen und Entwicklungsmöglichkeiten überprüft. Als Auswirkung der Strategieentscheidungen auf Portfolioebene werden dann einzelne oder Gruppen von Immobilien am Markt zum Verkauf angeboten, wobei der Fokus grundsätzlich auf der Einzelverwertung liegt. Paketverwertungen werden nur aufgrund von explizitem Wunsch angeboten oder wenn sich spezielle Synergien aus der Bündelung von Immobilien ergeben. Die letztendliche Entscheidung, ob ein Objekt auf dem Markt zum Verkauf angeboten wird, erfolgt allerdings stets auf Objektebene. Für den Exit können nun eine Reihe von typischen Gründen vorliegen: Einerseits kann die aktive Entwicklung der Immobilie abgeschlossen sein bzw. das Potential zur Wertsteigerung ausgeschöpft sein, andererseits können aber auch ein positive Marktsituation oder eine hohe Nachfrage eine Veräußerung begünstigen. Zudem können Möglichkeiten zur Realisierung eines geplanten Projektergebnisses genutzt werden oder aber Risikominimierung, beispielsweise aus rechtlichen oder politischen Gründen, betrieben werden.

Bezüglich der endogenen Faktoren zur Realisierung des Exits werden nun ebenso die Realisierung eines angepeilten Projektergebnisses, die Rückführung von Eigenkapital bzw. Liquidität, die Verbesserung der Eigenkapitalquote im Unternehmen, die Kapitalbeschaffung für neue Projekte, die faktische Ausschöpfung von weiterem Potential zur Wertsteigerung, Risikominimierung und -streuung sowie die Aufdeckung von stillen Reserven genannt. Die exogenen Faktoren umfassen das Zinsniveau am Kapitalmarkt, das Angebot an alternativen Anlageformen, die allgemeine wirtschaftliche Lage in Österreich und in Europa, die Möglichkeiten zur Finanzierung und die damit verbundenen Anforderungen an das Eigenkapital, die demographische Entwicklung in der Gesellschaft, die rechtlichen

und politischen Rahmenbedingungen sowie die Konkurrenzsituation und das Preisniveau am Verkaufsmarkt. Der Zeitpunkt des Exit wird hingegen weitgehend von den Marktzyklen, den Anforderungen der Käufer, der Finanzierungsdauer sowie der Dauer der Entwicklungsphase einzelner oder mehrerer Immobilien bestimmt.

Kennzahlen, die in Bezug auf die Entscheidung um den Exit generiert werden, drehen sich im Fall von Unternehmen 1 meist um die einzelnen Objekte selbst, da auf der Unternehmensebene aufgrund der Unternehmensform als eigentümergeführte Immobiliengesellschaft keine Erfolgskennzahlen erfüllt werden müssen bzw. keine Dividende generiert werden muss. Das Managementinformationssystem, das dem Exit zugrunde liegt, basiert daher weitgehend auf den quantitativen und qualitativen Scores der einzelnen Objekte sowie auf den Ergebnissen der einzelnen Geschäftsbereiche. Grundsätzlich ist der Exit ein Teil des allgemeinen Managementprozesses und diesem kommt in Hinblick auf die Realisierung von effektivem Wertsteigerungspotential besondere Bedeutung zu, vor allem weil sich daran auch der effiziente Einsatz von Ressourcen misst. Ganze Portfolios werden eher seltener angekauft, sind aber interessant, wenn Potential bezüglich Ausbau, Sanierung, Restrukturierung und damit verbundene Ertrags- und Wertsteigerung besteht. Im Allgemeinen können eine Reihe von Kennzahlen identifiziert werden, die in Hinblick auf mögliches Wertsteigerungspotential eine signifikante Rolle spielen. Dabei sind insbesondere die Bruttoanfangsrendite, die Leerstandssituation, die Substanz der Gebäude und das Potential zum Aus- oder Zubau, die Lage und der Preis der Objekte, die Mieterstruktur, der Nettohauptmietzins und die Befristung der Mietverhältnisse, die rechtliche Einordnung des Objekts (MRG, Denkmalsschutz, etc.), der Grundriss sowie der immobilientechnische Bearbeitungsgrad zu nennen.

Als vornehmliches Exit-Vehikel wird von Interviewpartner 1 der Asset-Deal genannt. Dies steht auch mit der Neigung zur Einzelverwertung in Zusammenhang. Wenn allerdings zwischen einzelnen Immobilien Synergien hergestellt werden können, ist auch ein Share-Deal denkbar, wobei die infrage kommenden Immobilien in eine Projektgesellschaft eingebracht und so verkauft werden. Wenn es Synergien zwischen Immobilien gibt, wird schon beim Einkauf in Hinblick auf den geplanten Exit agiert. Bezüglich des Exit-Vehikels und der zu wählenden Exit-Strategie sind vor allem das zu platzierende Volumen der zu veräußernden Liegenschaften, die Nachfrage am Markt, das aktuelle Zinsniveau sowie die individuellen

Kundenanforderungen entscheidend. Der Erfolg des Exit-Prozesses wird laut Interviewpartner 1 schließlich von der möglichst raschen Reaktion auf Marktentwicklungen, einer umfassenden Marktkennntnis und der Erfahrung der Beteiligten, der kompetenten Abwicklung des Exits und der Formulierung eines klaren Angebots für eine möglichst eindeutig definierte Zielgruppe, von der Reputation des Unternehmens sowie von den beim Exit involvierten Partnern im Markt (Makler, Vermittler, Berater,....) und dem „Kundenstamm“ des Unternehmens beeinflusst.

Generell zeichnet Interviewpartner 1 das Bild einer opportunistischen Strategie, die weitgehend von den Eigentümern geleitet wird und sich an dem Potential einzelner Objekte oder Gruppen von Objekten orientiert. Der Exit ist hier natürlicher Teil der Anlagestrategie und wird schon beim Kauf mit bedacht. Es existiert eine Vielzahl an Einflussfaktoren für den Kauf, die Entwicklung und die Desinvestition, die allerdings im Gremium der Geschäftsführer gegeneinander abgewogen werden. Die Unternehmensstrategie kann hier als eine gemeinsame Ausrichtung der Gesellschaft verstanden werden, die allerdings nicht explizit formuliert ist und dennoch den Investitionsprozess anleitet. Die Entscheidungen zum Exit, aber auch zum Kauf werden meist auf Einzelobjektebene getroffen, wobei sich Entscheidungen auf Portfolioebene ebenfalls auf die einzelnen Immobilien auswirken.

## **Interviewpartner 2**

Interviewpartner 2 ist in leitender Position bei einem österreichischen Immobilienfonds tätig, der von einer französischen Immobiliengesellschaft betrieben wird. Da der Fonds der österreichischen Gesetzgebung unterliegt, ist die Strategie weitgehend von den rechtlichen Vorschriften bestimmt und die Strategie somit konservativ, auf „Buy and Hold“, ausgerichtet. Die Strategie des Fonds ist ebenso langfristig ausgelegt und es wird mir einem Behaltezeitraum von zehn Jahren gerechnet, der auch als Grundlage für die Strategie des Fonds dient. Die Kunden des Fonds sind hauptsächlich institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen. Das Hauptziel des Fonds ist es, einen angemessenen und konstanten Cash Flow zu generieren. Wertsteigerungen der Immobilien sind natürlich willkommen, aber stellen, auch gemäß der Buy and Hold-Strategie, nicht das vornehmliche Ziel dar. Das objektbezogene Ziel ist es weiters, dass sich die erworbenen Objekte inklusive der Investitionskosten selbst tragen und zusätzlich

Cash Flow generieren, aus dem dann weitere Investitionen getätigt werden können und ebenso Liquidität für den Fonds bereitgestellt werden kann. Neben einem konstanten Cash Flow wird auch auf einen nicht zu hohen Einkaufspreis geachtet, da hierunter die Rendite des Portfolios leiden könnte. Aus der Strategie des Unternehmens ergibt sich auch die Gewichtung der einzelnen Risikosegmente im Portfolio, das dementsprechend größtenteils im Core- bzw. im Core-Plus-Segment angesiedelt ist bzw. auch geringe Value-Added-Anteile enthalten kann.

Die Rolle des Exits wird im Falle von beiden von dem Unternehmen begebenen Fonds von der Portfoliostrategie vorgegeben. Da die Strategie weitgehend von der Gesetzgebung bestimmt wird, sind beide Fonds auf ein Halten der Immobilien ausgelegt und ein Exit ist daher eher die Ausnahme. Die Fälle, in denen ein Exit dennoch vorkommt sind entweder eine Änderung der Portfoliostrategie oder aber um Liquidität für eine Auszahlung an die Fondsinhaber bereitzustellen. Der Exit ist daher tendenziell kein Teil des eigentlichen Business Plans. Neben der Generierung von Liquidität für die Ausschüttung an die Investoren oder Portfolioumschichtungen können allerdings auch Faktoren auf taktischer Objektebene oder auf strategischer Portfolioebene vorliegen. Als exogener Faktor für den Exit kann vor allem auch eine gute Marktpreislage den Verkauf von Teilen des Portfolios nahelegen, die nicht im Kern-Segment angesiedelt sind. Je höher die Preise steigen, desto eher wird in der Folge auch über den Verkauf von Core-Teilen des Portfolios nachgedacht. Kapitalmarktbezogene Faktoren haben laut dem Interviewpartner allerdings eher keinen Einfluss auf den Exit. Aufgrund der langfristigen Ausrichtung stehen opportunistische Strategien aber eher im Hintergrund und Portfoliobereinigung, Realisierung von erfolgten Wertsteigerungen oder der Abbau von problematischen Objekten stehen im Zentrum.

Beim Aufbau des Portfolios stehen des Weiteren eher Einzelobjekte und in Einzelfällen kleine Portfolios im Vordergrund (3-4 Objekte), wobei immer auf die Eignung der einzelnen Objekte Rücksicht genommen wird. Value-Objekte stehen bei der Investition im Vordergrund und Lage, Anbindung, eine solide Mieterbasis, eine gute Substanz in Relation zum Preis sowie Miethöhe, Bonität der Mieter und Weitervermietungschancen sind die wichtigsten Kaufgründe. Portfoliokäufe kommen daher nur in Frage, wenn der Bestand der Objekte in Verhältnis zum Preis attraktiv erscheint, wobei stets auf die Erzielung von konstanten Cash Flows als oberstes Ziel geachtet wird. Eventuelles Wertsteigerungspotential soll sicher und rasch

realisiert werden, wobei die Objekte dann aber eher im Bestand erhalten bleiben. Die Konzentration auf Immobilien mit bester Lage und Substanz erleichtert zudem die Suche nach Investoren. Ebenso kommen aber auch B-Lagen mit wenig Risiko und wenig Zyklizität, daher geringer Tendenz zur Blasenbildung, in Frage, da eben der Cash Flow gegenüber dem durch Kauf und Verkauf erzielten Erlös übergeordnete Stellung einnimmt.

Wenn es schließlich zum Exit kommt, werden bei Einzelobjekten Asset-Deals meist bevorzugt, da die Nebenkosten in diesem Fall geringer sind, sodass diese Form des Exit den Regelfall für Desinvestitionen darstellt. Bei kleinen Portfoliodeals werden dann Share-Deals in Betracht gezogen, die über ein SPV abgewickelt werden, wobei sich die Nebenkosten dann über die größere Anzahl an gehandelten Immobilien rechtfertigen lassen. Bezüglich des Exit-Zeitpunkts gibt es dementsprechend kein vorgefertigtes Schema, wobei die Gründe für den Exit bereits weiter oben erläutert wurden, allerdings dient die Dauer von zehn Jahren als rechnerische Haltedauer. Auf die Praxis im Unternehmen hat diese Größe aber keinen direkten Einfluss. Die Möglichkeit des Exits über Kapitalmarktstrategien ist laut dem Interviewpartner ebenso vorhanden und beinhaltet in diesem Fall die Platzierung des gesamten Fonds auf dem Kapitalmarkt. Dies wird vor allem als Exit-Möglichkeit „im großen Stil“ in einem mittel- bis langfristigen Horizont diskutiert. Als Erfolgsfaktoren für den Exit werden schließlich die Abstimmung auf die Phasen des Marktes und die damit zusammenhängende Wahl des konkreten Exit-Zeitpunktes genannt. Ebenso werden die Vorbereitung des Exits und eine Grundlage verlässlicher Daten als Voraussetzungen für einen gelungenen Exit erwähnt. Schließlich ist das Verhältnis zu den Marktpartnern von entscheidender Bedeutung und wie bestimmte Objekte von bestimmten Maklern möglichst gewinnbringend bearbeitet werden können. Der Exit-Prozess baut sich dann grundlegend so auf, dass vor der Einleitung der Desinvestition eine interne technische und wirtschaftliche Analyse erfolgt, von der aus dann ein Stärken-Schwächen-Profil erstellt wird. Basierend auf diesen Ergebnissen, werden dann die Entscheidungen bezüglich der Vorgehensweise beim Exit getroffen und die geeigneten Marktpartner gewählt, um den Verkauf durchzuführen bzw. Käufer zu finden.

Zusammenfassend kann gesagt werden, dass in diesem Fall der Exit eine eher untergeordnete Rolle in Zusammenhang mit der allgemeinen Portfoliostrategie spielt, da der Exit im Rahmen der Buy-and-Hold-Strategie nur im Ausnahmefall

vorkommt. Gründe für den Exit können in der Bereitstellung von Liquidität, in objektbezogenen Faktoren oder aber auch in der allgemeinen Umschichtung des Portfolios gefunden werden, wobei aber im Rahmen der grundlegenden Unternehmens- und Portfoliostrategie die Generierung von langfristig konstanten Cash Flows im Vordergrund steht. Erfolgsfaktoren für den Exit werden im richtigen Timing in Bezug zur Marktphase, in der Wahl der richtigen Partner für den Exit sowie in der Vorbereitung des Exits gesehen. Auch eine hohe Qualität der Objektdaten ist für Be- und Verwertung entscheidend. Bezüglich der Form des Exits wird der Asset-Deal für Einzelobjekte bevorzugt und ein Share-Deal kommt ab drei bis vier Objekten in Form eines SPV in Frage. Da der Fonds auf Werterhalt und konservative Anlage ausgerichtet ist, ist der Exit für die Anlagestrategie nun nicht zentral, nimmt aber in einzelnen Situationen eine wichtige Rolle ein, da hier Steigerungen im Wert der Immobilien de facto realisiert werden. So ist der Exit ein notwendiger und natürlicher Teil des Immobilieninvestitionsprozesses, auch wenn er keinen zentralen Teil der Portfolio- und Unternehmensstrategie darstellt.

### **Interviewpartner 3**

Interviewpartner 3 ist im Immobilienfondsmanagement eines bedeutenden österreichischen Bankinstituts tätig. Der Fonds unterliegt ebenfalls der österreichischen Gesetzgebung und ist dementsprechend konservativ auf Buy-and-Hold ausgelegt. So spielt der aktive Handel mit Immobilien als Anlagestrategie eine stark untergeordnete Rolle und es wird eine konservative und, soweit möglich, von Konjunkturschwankungen unabhängige Strategie verfolgt. Hier werden ebenso konstante Cash-Flows und sichere Mieteinnahmen angestrebt und es wird mit einer sehr langen Haltedauer operiert (> 10 Jahre), wobei ein geplanter Ausstieg aus den Investments nicht Teil der basalen Anlagestrategie ist. Ein Exit kann, im Falle des Falles, nun aufgrund einer grundlegenden Strategieänderung oder einer Änderung der Anlageziele erfolgen, wodurch bestimmte Lagen, Nutzungsarten oder Marktsegmente ausscheiden können und daher eine Portfoliobereinigung erfolgt. Ebenso kann es sein, dass Einzelwerte nicht die gewünschte Entwicklung zeigen und daher aus dem Portfolio ausscheiden. Portfoliooptimierung, Strategiewechsel oder taktischer Exit im Einzelfall sind aber die wichtigsten Exit-Gründe, bei einer sonstigen Buy-and-Hold-Strategie. In diesem Sinne ist der hier angesprochene Fonds dem zuvor beschriebenen Fonds ähnlich, da auch dieselbe gesetzliche Grundlage herrscht. Der Fonds wird darüber hinaus im Vertrieb des Bankhauses angeboten, was ebenso für eine konservative und werterhaltende Ausrichtung

spricht. Zu den Zielen des Fonds gehört es einerseits, Innovationsführer bei Trends und Ausrichtung unter den Immobilienfonds zu sein, aber auch höchste Qualität bei den Investmentobjekten und den verarbeitenden Systemen zu liefern.

Während der Grund für den Exit oft in Strategieänderungen bzw. in der Entwicklung von Einzelimmobilien liegt, ist für den Exit selbst ein klarer Prozess vorgegeben. So werden von allen Objekten laufende Scorings angefertigt, die in ein gemeinsames Rating-System überführt werden, aus dem sich dann Kennzahlen und Handlungsnotwendigkeiten ableiten lassen. Die einzelnen Objekte und Handlungsoptionen werden hiernach im Aufsichtsrat des Fonds diskutiert, danach wird ein standardisierter Exit-Prozess eingeleitet. Die laufend erstellten Ratings sind hierbei die Grundlage für die Objektstrategie, die nicht nur das Halten, sondern auch die Optimierung von Immobilien oder eben den Exit umfasst. Die Strategie im Portfolio bleibt allerdings mittel- bis langfristig eher konstant und es kommt eher zu Desinvestitionen nach größeren strategischen Grundsatzentscheidungen. Zu große Abflüsse aus dem Fonds werden aber auch deshalb vermieden, um keine beunruhigenden Signale an den Markt zu senden und das Credo der Stabilität in Anlage und Bestand aufrecht zu erhalten. Neben der Strategie oder der taktischen Objektebene wird auch hier Liquidität als untergeordneter Exit-Grund angeführt. Diese kommt im täglichen Geschäft aber nur mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit zum Tragen und würde die massenhafte Rückgabe von Fondsanteilen voraussetzen. Das Unternehmen berechnet daher die Kennzahl der „Distance Liquidity“, die abbildet, wie rasch ein Liquiditätsrisiko im Fonds eintritt, wenn massenhaft Anteile retourniert werden. Das Liquiditätsrisiko tritt daher nur im Ausnahmefall ein und trotzdem ist das Unternehmen durch eine lückenlose und laufende Bewertung auf die mögliche Notwendigkeit der zeitnahen Verwertung vorbereitet, vor allem auch da beim Verkauf weniger Due Dilligence als beim Kauf vorgenommen wird.

Beim Ankauf neuer Immobilien wird nun bereits ein detaillierter Plan für die Nutzung oder Entwicklung der Immobilie angefertigt, die grundsätzlich auf langfristiges Halten ausgelegt ist. Bei Immobilien im Portfolio mit Entwicklungspotential wird dieses durch gezieltes „Refurbishment“ ausgenutzt, wobei die Immobilie dann weiter im Bestand verbleiben oder veräußert werden kann. Ein weiterer Grund für den Exit kann aber auch sein, wenn ein Objekt hinter den Erwartungen zurückbleibt und eine Entwicklung zu aufwändig oder untunlich erscheint. Der allgemeine Trend zur



Entwicklung von Immobilien ist allerdings im Moment aufgrund der sehr guten Preislage intakt, die das Halten von Immobilien begünstigt. Ein weiterer Geschäftszweig ist die Neuentwicklung von Immobilien, die das Heben von Wertsteigerungspotential in unterschiedlichen, erfolgversprechenden Lagen erlaubt. Der Exit-Prozess ist in der Folge, aufbauend auf der Generierung von Daten und dem internen Scoring, je nach Markt auf verschiedene externe Partner aufgebaut. Je nach dem Markt, in dem man sich bewegt, übernehmen die Partner (Makler, Berater, etc.) unterschiedliche Aufgaben in der Platzierung der Immobilien. Vor allem in Wien kann man hierbei auf langfristige Partnerunternehmen bauen, die mit großer Verlässlichkeit agieren. Der Exit selbst wird dementsprechend mit den jeweiligen Partnern abgestimmt und nimmt in unterschiedlichen Märkten unterschiedliche Formen an.

Im Rahmen der Portfoliostrategie werden nun Käufe eher selten in Form von Portfolios getätigt, da aufgrund der gesetzlichen Vorgaben das gekaufte Portfolio zum großen Teil zur Strategie und zur Portfoliozusammensetzung des Fonds passen muss und ergo wenig Anpassungs- und Entwicklungsbedarf vorliegen sollte. Beim Exit gibt es allerdings schon die Möglichkeit, Immobilien in SPVs zu poolen, die dann über Share-Deals veräußert werden. Die Regel ist allerdings bei Weitem die Einzelverwertung, da geringerer Verwaltungs- und Dokumentationsaufwand vorliegt. Die Einzelverwertung erfolgt über Asset- oder auch Share-Deal, je nachdem wie die Immobilien gehalten wird. Eine Kapitalmarktplatzierung wurde vom Interviewpartner zum jetzigen Zeitpunkt ausgeschlossen. Der Interviewpartner sieht zudem einen Bedarf für Portfoliodeals im Markt, da die Preise und auch die gehandelten Volumina laufend steigen, aber da der Fonds zur Reinvestition der freigesetzten Liquidität gezwungen ist, ist die Veräußerung nicht das vornehmliche Ziel, sondern Kaufen, um zu halten bzw. um zu vermieten. In diesem Zusammenhang wird auch mögliches Wertsteigerungspotential laufend realisiert und durch ständige Bewertung in den Managementinformationssystemen abgebildet. Da sich der Wert der im Besitz befindlichen Immobilien letztlich im Fondswert spiegelt, ist das Risiko bei der Verwertung dann am geringsten, wenn der Fondswert den Buchwert und gleichzeitig den Verkehrswert der Immobilien abbildet, zu dem gegebenenfalls ein Exit zeitnah durchgeführt werden kann. Die Genauigkeit und Aktualität der Bewertung sind damit Voraussetzung für die Steuerung des Fonds und der Entscheidungsfindung.

Als erklärtes Ziel des Exits wird von dem Interviewpartner die Vermeidung von buchhalterischem Verlust angeführt, wobei auch die Nebenkosten von Kauf, Verkauf und gegebenenfalls Entwicklung in die Bewertung des Deals mit einbezogen werden. Der buchhalterische Rechenwert sollte somit beim Exit positiv ausfallen. Das Ziel der Strategie ist allerdings, wie schon erwähnt, nicht der Handel mit Immobilien, sondern nachhaltiger Cash Flow und auf lange Sicht positiver Ertrag auf die investierten Summen. Dabei wird vor allem die netto nachhaltig erzielbare Rendite inklusive Nebenkosten, Entwicklungskosten, Investitionen, etc. in Betracht gezogen. Die langfristige, nachhaltige Nettorendite ist dementsprechend die wichtigste Kennzahl, allerdings werden sogenannte „Schnäppchen“ im Markt nach Möglichkeit dennoch ausgenutzt, auch wenn die Rendite niedriger liegt. Als Erfolgsfaktoren des Exits spricht der Interviewpartner die Klarheit und Transparenz des Exit-Prozesses für alle Beteiligten an, ebenso wie die hohe Qualität der Daten und Unterlagen, da nur so möglichst eindeutige und nachvollziehbare Entscheidungen getroffen werden können. Ein guter Bestand an Immobilien und gutes Bestandsmanagement stellen des Weiteren sicher, dass der Wert von Objekten sich auch in angemessenen Verkaufspreisen spiegelt, sodass Wertsteigerungen auch im Exit-Prozess abgebildet und verwirklicht werden können. Schließlich ist auch ein professionelles und strukturiertes Vorgehen entscheidend für den Erfolg beim Exit, nicht nur um die gewünschten Resultate zu erzielen, sondern auch um Vertrauen bei den Investoren und Marktpartnern zu erzeugen. Die Kombination aus gutem Bestand, professionellem Bestandsmanagement und strukturiertem Exit-Prozess sollte es ermöglichen, ein bestmögliches Resultat zu erzielen.

Zusammenfassend zeigt der zweite Fondsmanager ähnliche Ansichten, wie Interviewpartner 2, was vor allem auch an der gesetzlich vorgeschriebenen Ausrichtung liegt. Auch hier werden Strategiewechsel, Portfoliooptimierung oder Exit im Einzelfall als wichtigste Exit-Gründe beschrieben. Die Strategie ist ebenso auf konstante Cash Flows ausgerichtet und Opportunitäten können zwar realisiert werden, jedoch liegt der aktive Handel mit Immobilien nicht im Fokus des Fonds. Als Formen des Exits kommen, je nach Art des Immobilienbesitzes, sowohl Asset- als auch Share-Deal in Frage. Die Einzelverwertung von Immobilien wird der Portfolioverwertung vorgezogen, wobei die Kapitalmarktplatzierung ausscheidet. Im Allgemeinen ist auch hier der Exit im Vorhinein nicht geplant, da der Fonds auf Halten auf uneingeschränkte Dauer ausgelegt ist. Im Falle des Exits sind aber klare,

transparente Prozesse, laufende und lückenlose Bewertung, höchste Qualität der Daten und Unterlagen sowie die Zusammenarbeit mit verlässlichen Marktpartnern entscheidend.

#### **Interviewpartner 4**

Bei Interviewpartner 4 handelt es sich um einen geschäftsführenden Gesellschafter bei einem großen Wiener Immobiliendienstleistungsunternehmen, das auch in der Bewertung und Beratung tätig ist. Operatives Immobiliengeschäft, Handel oder Verwaltung werden hier nicht geleistet. Interviewpartner 4 nimmt dementsprechend eine eher analytische Außensicht des Exits ein, anstatt einer unmittelbaren praktischen Sichtweise eines Portfoliomanagers. In der Meinung dieses Interviewpartners sind die Anlageidee und die damit verbundene Portfoliostrategie die Grundlage für die Investitions- und Desinvestitionsentscheidung, wobei die Umsetzung beider in der Akquisitionsabteilung zu erfolgen hat. Die Unternehmens- und Portfoliostrategie beeinflussen somit An- und Verkauf, indem sie die Grundlage für diese bilden, wobei stets alternative Strategien für bestimmte Geschäfts- oder Marktzyklen vorliegen. Im Rahmen der Anlagestrategie werden hierbei nun die grundlegenden Werte des Unternehmens und die Unternehmensziele kommuniziert, wie Nachhaltigkeit, Langfristigkeit, Handel oder Halten, etc. Die Portfoliostrategie vermittelt dann die Unternehmensstrategie in Hinblick auf den Kauf oder Verkauf von einzelnen Assets, die im Rahmen der Objektstrategie dann verwirklicht wird. Die Strategie des Unternehmens bildet daher auch die wichtigsten endogenen Faktoren für einen Exit ab, während zu den exogenen Faktoren besonders spezielle Marktchancen oder -risiken bzw. auch Zyklen im Markt gerechnet werden. Im Konkreten können die exogenen Faktoren daher Zinsen, Liquidität, das Vorhandensein von Angebot und Nachfrage sowie Zugang zu Finanzierung oder zum Markt umfassen. Die bedeutendsten endogenen Faktoren betreffen vor allem die rechtliche Form der Immobiliengesellschaft, die Anlagestrategie oder auch die Anlageziele. Die Unternehmensstrategie ist im Immobilienmanagement den anderen strategischen Bereichen übergeordnet und beeinflusst somit die Portfoliostrategie und in weiterer Folge auch die Objektstrategie. Im Moment sieht der Interviewpartner vor allem eine Haltestrategie im Markt als vorherrschend, da die hohen Preise zu einer Verknappung an Wiederveranlagungschancen führen. Ein Beispiel für die rechtliche Beschränkung der Strategie eines Immobilienunternehmens wird bei den österreichischen Immobilienfonds erkannt, die per Gesetz eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen müssen. Manche Fonds

haben zudem vorgeschriebene Behaltdauern (z.B. 10 Jahre oder länger), bevor an einen Verkauf oder eine Umschichtung gedacht werden kann. Vor allem in Deutschland haben die hohen Preise in letzter Zeit aber oft zu kürzeren Umschlagszyklen geführt, wobei konservativ angelegte Fonds allerdings trotzdem eine Buy-and-Hold-Strategie verfolgen.

In Bezug auf den Exit, sollte die Exit-Strategie stets Teil der Unternehmensstrategie sein und dementsprechend auch in die Planungsrechnung einfließen. Die Exit-Zeitpunkte sind dementsprechend auch immer abhängig von der erwarteten Rendite und deren Abbildung in der Planungsrechnung. In Bezug auf den Handel mit Portfolios werden vor allem die Größe des Portfolios, dessen Homogenität, die rechtliche Gestaltung des Portfoliodeals bzw. ein möglicher Portfolioauf- oder Abschlag als wichtige Einflussgrößen genannt, die einerseits vom eigenen Bestand an Immobilien, von der Unternehmensstrategie, aber auch von den Erwartungen der Käufer abhängen. Portfolioabschläge werden in diesem Zusammenhang eher gewährt, wenn Unternehmen relativ rasch verkaufen müssen. Zuschläge sind vor allem üblich, wenn ein Portfolio speziell für einen Käufer strukturiert wurde bzw. ein maßgeschneiderter Deal angeboten wird. Beim Abschlag ist weiters der Druck auf den Verkäufer, zusammen mit der Heterogenität des angebotenen Portfolios, entscheidend. Sehr heterogene Portfolios entstehen oft, wenn ein Bestand einzelverwertet wird und danach ein Restportfolio übrig bleibt, das mit großen Abschlägen verkauft werden muss. Als wichtigstes Einflussmerkmal zur Erzielung von Wertsteigerungen bei Portfolios werden hier die Steigerung der Cash Flows bzw. die Beseitigung von Risiken, etwa rechtlichen Risiken, Leerständen, etc., genannt, die sehr rasch die Rentabilität eines Bestandes heben können. Eine andere Möglichkeit wäre die Entwicklung des Bestandes, wobei hier eine langfristige Übereinstimmung mit der Unternehmensstrategie vorherrschen muss. Abgesehen von der Generierung von Cash Flows, sind auch die Wertsteigerung durch die Optimierung der Mieter oder aber die Entwicklung von Objekten im Portfolio stets ein Thema.

In Bezug auf die Abwicklung des Exits sind die Wünsche des Käufers immer ein wichtiger Faktor. Vor allem in Österreich werden hier Asset-Deals fast immer bevorzugt, während ausländische Investoren eher Share-Deals anstreben. Bei Portfolios sind eher Share-Deals üblich, wobei auch immer die Steueroptimierung in Hinblick auf die Grunderwerbssteuer einen Grund für Share-Deals darstellt. In

Bezug auf die Differenzierung zwischen Portfoliideal und Einzelverwertung sind die Bedürfnisse des Unternehmens mit den Bedürfnissen des Käufers abzugleichen. Bei manchen Beständen ist ein Portfoliideal eher möglich und ratsam (Gruppierung nach Lagen, Nutzungsarten, etc.), wobei aber immer der Käufer mit der gewählten Exit-Form einverstanden sein muss. Im Allgemeinen sind Portfoliideals aber eher bei großen Unternehmen anzutreffen. Ein Grund dafür ist beispielsweise die umfassende Due Dilligence bei großen Portfoliideals, die zahlreiche Ressourcen und auch Fachwissen verlangt. Zu den Erfolgsfaktoren für den Exit werden schließlich die Planung und Vorbereitung, die Wahl des Exit-Zeitpunktes, auch in Hinblick auf Immobilienzyklen, die Übereinstimmung mit der allgemeinen Unternehmensstrategie sowie die Aktualität und Qualität der Daten genannt. Auf jeden Fall sollte, nachdem alle wichtigen Entscheidungen getroffen wurden, der Exit möglichst rasch durchgeführt werden, damit keine Ressourcen unnötig gebunden werden und vor allem rasch Liquidität freigesetzt wird.

Interviewpartner 4 stellt hier eine eher analytische Perspektive auf den Exit bereit, die vor allem auch die Zusammenhänge zwischen Unternehmens-, Portfolio- und Exit-Strategie beleuchtet. Vor allem im Vergleich zu den Praktikerperspektiven stellt dies nun eine geeignete Ergänzung des Spektrums an Antworten dar.

### **Interviewpartner 5**

Interviewpartner 5 ist als ein Hauptinvestor und geschäftsführender Gesellschafter eines Family Office in Wien tätig, das mit Kapital aus einem ehemaligen Industriebetrieb gegründet wurde. Das Unternehmen wird in Form einer GmbH geführt und verfolgt eine opportunistische Strategie, die das Ausnutzen von Chancen zum gewinnbringenden Kauf und Verkauf nutzen möchte. Immobilien dienen hier als langfristig werterhaltendes Anlagegut, mit dem in der Gesellschaft gehandelt wird und das als Wertanlage für die Inhaber gilt. Als Märkte dienen vor allem Wien und Berlin. Die Strategie lässt sich in Kurzform durch Ankauf, Optimierung, Verkauf und Reinvestition beschreiben, wobei die Umsetzung der Objektstrategien meist im Zeitraum von drei bis fünf Jahren erfolgt. Hier stehen vor allem Immobilien im Vordergrund, die eben dieses mittelfristige Wertsteigerungspotential aufweisen. Die Strategie für einzelne Objekte wird hierbei intern entschieden. Die Kernkompetenzen werden hierbei intern beschafft, während Zusatzkompetenzen extern zugekauft bzw. ausgelagert werden.

Die Portfoliostrategie und auch die Ausrichtung des Unternehmens haben signifikanten Einfluss auf den Exit: So werden Immobilien mit einem geplanten Wertsteigerungspotential versehen, ab dessen Erreichen ein Immobilien verkauft werden kann. Dies ist auch der wichtigste endogene Exit-Faktor: Nach Erreichen des geplanten Wertsteigerungspotentials wird verkauft. Zu den wichtigsten exogenen Faktoren zählen einerseits die Finanzierungsbedingungen, aber auch die Marktbedingungen, die gegebenenfalls einen Exit erfordern können. Der planmäßige Exit ist somit auch schon Teil der allgemeinen Unternehmensstrategie, der allerdings in jeder Phase der Entwicklung der Immobilie eintreten kann, sobald das gewünschte Wertsteigerungsziel eintritt. Die letzte Entscheidung liegt aber bei den Inhabern und, während drei bis fünf Jahre als ideale Haltedauer gelten, kann der Exit auch vorher oder aber viel später erfolgen. Auch der Kauf von Portfolios ist für das Unternehmen sehr interessant, da hier meist viel Potential vorhanden ist, das es zu heben gilt. Allerdings sind beim Ankauf marktconforme bzw. günstige Preise wichtig. Beim Ankauf von Portfolios kommt es hiernach zur internen Restrukturierung des Bestandes und danach zum Verkauf. Die wichtigsten Aspekte für diese Restrukturierung sind der Preis pro Quadratmeter, die Lage, die bauliche Widmung sowie Rendite und Renditepotential. Bei der Restrukturierung von Portfolios geht es im Wesentlichen dann darum, Potentiale im Portfolio aufzuzeigen, zu bündeln und eventuell notwendige Genehmigungsverfahren durchzusetzen, während die Umsetzung eher den Käufern überlassen wird. Der Portfoliokauf ist dementsprechend die häufigste Kaufvariante, während der Verkauf im Portfolio erfolgen kann oder aber sehr oft auf auch einzeln, um das Wertsteigerungspotential zu maximieren.

Ob nun Paket- oder Einzelverkäufe vorgenommen werden, hängt maßgeblich auch vom Kunden ab. Beim Paketverkauf werden oft spezifische Anpassungen für den Kunden vorgenommen. Auch ob Asset- oder Share-Deal genutzt wird, hängt weitgehend vom Kunden ab. Share-Deals bieten grundsätzlich einige Vorteile, vor allem steuerlicher Art, sind aber komplexer in der Umsetzung. Auch eine Kapitalmarktplatzierung scheint denkbar, kommt aber im Moment eher nicht in Frage. Wichtig sind dem Unternehmen vor allem auch professionelle Partner beim Verkauf, da viele Services hier ausgelagert werden. Vertrauenswürdige Partner vermindern nicht nur das Risiko, sondern erhöhen auch den möglichen Profit. Zu den wichtigsten Erfolgsfaktoren zählt nun eine ausführliche Due Dilligence vor dem Kauf, sodass mögliche Potentiale erkannt und dann möglichst schnell gehoben

werden können, damit dann gegebenenfalls relativ schnell wieder ein Exit vorgenommen werden kann. Ebenso ist hier eine ausführliche rechtliche und bautechnische Prüfung durchzuführen, die Chancen und Risiken frühzeitig erkennbar macht. Ein weiterer entscheidender Punkt ist die Aufarbeitung der Daten für den Käufer, sodass die Potentiale auch angemessen präsentiert und monetarisiert werden können.

Zusammenfassend bietet Interviewpartner 5 einen Einblick in eine opportunistische Strategie, die auf das rasche Heben und Kommerzialisieren von Entwicklungspotential in einem Immobilienbestand abzielt. Wichtig ist es hier, frühzeitig Chancen und Risiken zu erkennen, die dann im weiteren Prozess bearbeitet werden können und in einer profitablen Veräußerung münden sollen. Ebenso ist hier auch besonders auf den Markt zu achten und auf die Wünsche der Käufer einzugehen, da so ein signifikanter Mehrwert erzielt werden kann. Da es sich hier um eine eher kleine Firma handelt, sind auch die Geschäftspartner entscheidend, die bei der Vermarktung, beim Verkauf und der Dokumentation zum Einsatz kommen. Die Betrachtung einer opportunistischen Strategie kann hier ein geeignetes Gegengewicht zu den eher konservativen Anlagestrategien der Fonds darstellen und komplettiert die Perspektiven in Hinblick auf den Exit im Rahmen dieser Erhebung.

Nachdem hier die einzelnen Ergebnisse der Interviews zusammengefasst wurden, werden nun im nachfolgenden Abschnitt die Resultate dieser Arbeit dargestellt und vor allem die Forschungsfragen beantwortet.

## **7. Zusammenfassung und Beantwortung der Forschungsfragen**

Im diesem abschließenden Abschnitt werden nun die Forschungsfragen beantwortet und somit die erzielten Ergebnisse nochmals zusammengefasst. Ebenso sollen mögliche Ansatzpunkte für die weitere Forschung bzw. etwaige Tipps für die Unternehmenspraxis formuliert werden.

### **Welche Ziele werden im Rahmen des Exits im Immobilienportfolio-management vom platzierenden Unternehmen verfolgt?**

Die Ziele der veräußernden Unternehmen stehen meist in engem Zusammenhang mit der jeweiligen Unternehmens- bzw. Portfoliostrategie, wie die Interviews zeigten. So gibt die Unternehmensstrategie die allgemeinen Werte und Richtlinien für die Portfoliostrategie, aber letztlich auch für die Objektstrategie vor und damit auch für die Entscheidungsfindung in Zusammenhang mit dem Exit. Besonders deutlich tritt dies bei den beiden Fonds zu Tage, die per Gesetz an eine konservative Strategie, weitgehend „Buy-and-Hold“ im Core-Segment, gebunden sind. Hier gibt der gesetzliche Rahmen die Ausrichtung der Fonds vor, wobei diese sie dann im Rahmen der Portfoliostrategie im gesamten Bestand umsetzen. Die Bereinigung oder Neuausrichtung des Portfolios geschieht daher als Folge der Portfoliostrategieentscheidungen und die Objektstrategie bzw. der Exit sind weitgehend eine Folge dieser Entscheidungen. Der Exit wird hier als natürliche Folge der Entscheidungen auf Portfolioebene gesehen und wird weitgehend nach etablierten Standardprozessen abgewickelt. Besonders wichtig bei der Abwicklung erscheint, wie auch in den anderen befragten Unternehmen, die Rolle lokaler Partner im Markt, die bestimmte Dienstleistungen übernehmen, zu denen insbesondere die Platzierung der zu veräußernden Immobilien gehört. Hier sind auch Vorhandensein und Weitergabe von aktuellen und zutreffenden Daten essentiell, um mit den Partnern im Rahmen des Exits effizient zusammenarbeiten zu können. Ebenso ist es bei den Fonds entscheidend, über einen standardisierten Prozess in Hinblick auf den Exit zu verfügen, der jederzeit abgerufen werden kann, damit zeitnah auf Änderungen im Markt oder aber in der Strategie reagiert werden kann. Es wurde allerdings auch erwähnt, dass einzelne Objekte auch aus dem Portfolio ausscheiden können, wenn sie bestimmte Erwartungen nicht erfüllt haben, wobei hier die Gründe und Ziele für den Exit auf der Objektebene liegen. Des Weiteren wurde als Ziel genannt, dass kein Verlust mit dem jeweiligen Investment



entstehen soll, sodass der Kaufpreis inklusive Nebenkosten und möglichen Investitionen buchhalterisch zumindest beim Verkauf erzielt werden sollte. Beide Fonds haben weiters einen sehr langen Haltezeitraum von mindestens zehn Jahren und der Exit ist hier eher die Ausnahme als die Regel, da die grundlegende Strategie auf Halten und die Generierung von Cash Flows ausgelegt ist, die für neue Investitionen bzw. Ausschüttungen genutzt werden. Die wichtigsten Gründe für den Exit sind bei den Fonds somit Änderungen in der Portfoliostrategie, die Generierung von Liquidität (eher Ausnahme) oder objektbezogene Faktoren. Die Ziele des Exits werden weitgehend durch die allgemeine Strategie oder aber durch objektbezogene Faktoren vorgegeben.

Im Falle des Family Office (Unternehmen 5) steht eine opportunistische Strategie im Vordergrund und damit die Realisierung rascher Steigerungen im Wert der Immobilien. Der Zeithorizont ist mit drei bis fünf Jahren auch deutlich geringer als bei den Fonds und die Exit-Ziele sind vor allem auf die konkrete Realisierung von Wertsteigerungen, meist als Folge des Zyklus „Ankauf-Optimierung-Verkauf-Reinvestition“, ausgerichtet. Der Exit steht auch hier im direkten Zusammenspiel zwischen Unternehmens- und Portfoliostrategie, wobei dieser schon beim Kauf der Immobilien mit bedacht wird. Schon zu diesem Zeitpunkt werden nun mögliche bzw. konkrete Strategien auf der Objektebene formuliert und somit geplant, wie mit den einzelnen Immobilien verfahren werden soll. Der Exit ist dann auch und vor allem Resultat der raschen und effizienten Umsetzung der geplanten Strategie. Wenn die Objektziele bezüglich Optimierung und Entwicklung dann erreicht sind, kann dementsprechend der Exit eingeleitet werden, wobei auch hier auf professionelle Partner im Markt zurückgegriffen wird. Die Formen und Vehikel, die für den Exit gewählt werden, sind weiters von den möglichen Käufern abhängig, auf die ebenso eingegangen werden soll. Schließlich wird auch der Ankauf von Portfolios mit dem Ziel der Einzelverwertung oder der Restrukturierung und Paketverwertung erwähnt, was großes Potential zur Hebung von Wertsteigerungen bieten.

Unternehmen 1 wiederum stellt eine Immobiliengesellschaft im Privateigentum dar, die einerseits auf den Aufbau eines Portfolios an Wohnimmobilien bzw. Zinshäusern abzielt, andererseits aber den aktiven Handel mit Immobilien sehr wohl auch als Kern der Geschäftstätigkeit ansieht. Das Ziel ist daher eine rasche Ertragssteigerung bei den Objekten mit anschließendem zeitnahe Exit oder aber der langfristige Verbleib der Objekte im Kernportfolio. Die Entscheidungen zum

Kauf, aber auch zum Verkauf werden dabei jeweils auf Objektebene im Gremium der Gesellschafter getroffen, wobei durch die flache Hierarchie eine möglichst rasche Entscheidungsfindung möglich gemacht werden soll. Eine definierte Portfoliostrategie gibt es daher nicht, die Ausrichtung des Unternehmens wird in Bezug auf den Einzelfall umgesetzt und nach Entscheidung der Inhaber durchgeführt. Zu den expliziten Zielen beim Exit zählen die Realisierung des geplanten Projektergebnisses, die Rückführung von Eigenkapital bzw. die Verbesserung der Eigenkapitalquote, die Kapitalbeschaffung für neue Investitionen, Risikominimierung und -streuung sowie die Aufdeckung stiller Reserven. Der Fokus liegt auch hier auf der Einzelverwertung, außer wenn die Ziele des Unternehmens bei bestimmten Marktteilnehmern besser durch einen Paketverkauf realisiert werden können. Die Unternehmensziele im Allgemeinen umfassen hier die nachhaltige Entwicklung von Immobilien und das Erzielen von Wertsteigerungen im Portfolio, die dann im Einzelfall durch den Exit realisiert werden. Der Exit ist weiters zentraler Teil des Managementprozesses und essentiell für das Geschäftsmodell, wobei auch hier die Strategie, durch die Ausrichtung auf Wertsteigerungen, klar opportunistisch ausgerichtet ist. Es wird aus den letzten beiden Beispielen deutlich, dass bei den opportunistischen Playern der Exit eine weit wichtigere Rolle als bei den Fonds einnimmt und die Entscheidungen weitgehend auf Objektebene getroffen werden, weil auch dort das Wertsteigerungspotential realisiert wird, womit die Unternehmensstrategie somit zwar das gesamte Portfolio betrifft, aber auf der Objektebene fundamental umgesetzt wird.

Interviewpartner 4 streicht vor allem den Zusammenhang zwischen Unternehmensstrategie, Portfoliostrategie und letztlich Objektstrategie heraus. Besonders werden hier grundlegende Werte wie Anlagehorizont, Anlagestrategie, Renditeerwartung, Risikoneigung, etc. erwähnt, die sich von der Unternehmensstrategie bis auf die Objektebene auswirken. Es dürfen aber objektbezogene Faktoren nicht außer Acht gelassen werden, die den unmittelbaren Ausschlag für den Verkauf geben können, eben wenn spezielle Marktchancen vorliegen, gewisse Kennzahlen erfüllt wurden oder aber wenn objektbezogene Risiken vermieden werden sollen. Endogene und exogene Exit-Faktoren spielen dabei in Hinblick auf die Realisierung der Exit-Ziele jeweils eine besondere Rolle, wobei hier vor allem Marktchancen und -risiken, Bedürfnisse der Käufer und Marktpartner, die wirtschaftliche Lage sowie interne Kennzahlen, strategische, taktische und objektbezogene Faktoren sowie Renditeerwartungen und Liquidität

genannt wurden. Vor allem die Hierarchie im Unternehmen kann des Weiteren auf die Umsetzung des Exits in Abhängigkeit von den Unternehmenszielen einwirken, wie auch schon die anderen angeführten Beispiele gezeigt haben. Auch die rasche und professionelle Abwicklung des Exits ist meist ein Ziel der Unternehmen, da so die Exit-Ziele möglichst schnell realisiert und Risiken minimiert werden können und Ressourcen nicht unnötig gebunden werden. Neben Marktchancen, der allgemeinen Ausrichtung des Unternehmens oder objektbezogenen Faktoren, ist auch der rechtliche Status der Unternehmen zu beachten, wie das Beispiel der Fonds zeigt. Daraus können sich spezifische Behaltdauern, Ziele für den Exit oder für die Portfoliostrategie ergeben, die die Parameter für den Exit im Einzelfall mit bestimmen. Bezüglich der Wahl des Exit-Vehikels stellt Interviewpartner 4 fest, dass die jeweilige Form den Zielen des Unternehmen, aber auch den Zielen der Käufer angemessen sein muss, da hier eindeutige Synergien erzeugt werden können.

**Welche Strategien kommen im Rahmen des Exit-Prozesses zur Anwendung und wie hängt dieser mit der Portfolio- und Unternehmensstrategie zusammen?**

Wie bereits erwähnt, sind Portfolio-, Unternehmens- und Objektstrategie aufs engste miteinander verknüpft und sollten in Einklang zueinander stehen. Die einzelnen Strategieebenen, aber auch der konkrete Exit sind sehr stark von der Eigentümerstruktur und weiters von der rechtlichen Gestaltung des Unternehmens abhängig. Im Falle der Fonds ist durch den rechtlichen Rahmen schon ein Großteil der Unternehmensstrategie und damit der Portfolio- und Objektstrategie vorgegeben. Bei den opportunistischen und eigentümergeführten Gesellschaften nehmen die einzelnen Geschäftsführer direkten Einfluss auf die Kauf- und Verkaufsentscheidungen. Die Unternehmensstrategie wird hier durch die Gesellschafter verkörpert und direkt in die Objektebene getragen. Auch von Interviewpartner 4 wird der Zusammenhang zwischen Unternehmens-, Portfolio- und Objektebene grundlegend bestätigt. Wichtig ist in allen Fällen, dass die Unternehmensstrategie auf einer übergeordneten Ebene relativ direkt die Grundvoraussetzungen für den Exit vorgibt. Im Falle der Fonds bedeutet das, dass der Exit kein Teil der eigentlichen Unternehmensstrategie ist und daher nur in Ausnahmefällen vorkommt. Wenn es aber geschieht, handelt es sich um einen stark strukturierten Standardprozess, der auf der Portfolioebene mitgetragen wird. Hier ist die Strukturierung und Stabilität der Vorgehensweise essentiell, die auch die Ausrichtung der Fonds als Vehikel zum Werterhalt und zur sicheren Anlage

widerspiegelt. Bei den opportunistischen Playern gilt der Zusammenhang zwischen Unternehmens- und Exit-Strategie ebenso, wobei sich hier logischerweise der Hang zur Erzielung von Wertsteigerungen und deren Realisierung im Rahmen des Exits zeigt. Das bedeutet auch, dass sich die Ziele des Exits auch hier unmittelbar von der Unternehmensstrategie ableiten lassen, was sich wiederum in der Objektstrategie spiegelt, wie auch schon der letzte Abschnitt aufzeigte. Exit-Ziele, Unternehmens- und Portfoliostrategie stehen somit in einem natürlichen und beinahe unauflösbaren Zusammenhang zueinander, vor allem wenn die einzelnen Strategieebenen auf Umsetzung, Form und Zeitpunkt des Exits einwirken.

Auch die gewählten Formen des Exits hängen somit maßgeblich von der Strategie im Unternehmen bzw. den Zielen des Exits ab. In den meisten, oben genannten Fällen wird die Einzelverwertung vorgezogen, da der Verwaltungsaufwand geringer ist und sich so auch meist die größten Wertsteigerungen erzielen lassen. Portfoliodeals kommen in Frage, wenn ein Angebot für einzelne Marktteilnehmer explizit zusammengestellt wird oder auch wenn steuerliche Vorteile realisiert werden können. Stets stehen aber auch die Präferenzen der Käufer im Vordergrund, die die Vorgehensweise beim Exit fundamental mit beeinflussen. Der Zeitpunkt des Exits wird von den übergeordneten Strategieebenen im Unternehmen mit beeinflusst, bezieht aber auch maßgeblich exogene Exit-Faktoren, wie Marktumfeld, Zinsniveau oder die allgemeine wirtschaftliche Lage, mit ein. In der Umsetzung der Exit-Strategie setzen fast alle Befragten auf die Hilfe von professionellen Partnern bzw. Immobiliendienstleistern zur Platzierung des Angebots. Ebenso wird eine rasche Umsetzung bevorzugt, um die Ergebnisse zeitnah zu realisieren, die Risiken zu minimieren und Ressourcen und Kapital schnell wieder freizusetzen. Zusammenfassend kann gesagt werden, dass, ausgehend vom rechtlichen Umfeld und den Eigentumsverhältnissen, Unternehmens-, Portfolio- und Objektstrategie auf engste miteinander verbunden sind, was sich in der Umsetzung des Exits zeigt. Konkrete Zusammenhänge müssen aber im Einzelfall analysiert werden und gehen meist von der Unternehmensstrategie und deren Folgen auf der Objektebene aus.

### **Welche endogenen und exogenen Faktoren beeinflussen Exit-Zeitpunkt, Exit-Prozess und Exit-Vehikel?**

Die bedeutendsten endogenen Einflussfaktoren auf den Exit sowie dessen konkrete Formen und Modalitäten hängen sicherlich mit der Unternehmens- und Portfoliostrategie zusammen, die die Parameter für den Exit selbst, aber auch

dessen Umsetzung auf der Objektebene vorgeben. So werden insbesondere die Realisierung von objektbezogenen Zielen (eher im Falle opportunistischer Strategien), aber auch die Umsetzung der Portfoliostrategie (eher bei Fonds und institutionellen Investoren) als endogene Einflussfaktoren genannt, die konkret auf den Zeitpunkt des Exits, den Exit-Prozess selbst und die Entscheidungsfindung in Zusammenhang mit dem Exit einwirken. Auch wird der Exit auf unterschiedliche Art und Weise in die Unternehmensstrategie mit einbezogen und diese wirkt sich so auch logischerweise auf die konkrete Umsetzung des Exits aus. Bei den endogenen, objektbezogenen Faktoren kann es auch vorkommen, dass ein Objekt die Erwartungen nicht erfüllt und deshalb ausgeschieden wird. Ebenso wirkt sich eine Änderung der Portfoliostrategie unmittelbar auf die Objektebene aus und kann in einer systematischen Portfoliobereinigung münden. Ebenso sind die Rückführung von Eigenkapital sowie die konkrete Realisierung von Wertsteigerungen durch den Verkauf zu nennen, die sich vor allem bei den opportunistischen Playern im Rahmen der Strategie äußern. Hier stehen auch die Kapitalbeschaffung für neue Projekte und die Verbesserung der Eigenkapitalquote als endogene Faktoren im Vordergrund. Zusätzlich können Risikominimierung und Risikostreuung oder auch die Aufdeckung stiller Reserven endogene Gründe für einen Exit darstellen. Vor allem wenn die Ziele des Unternehmens oder der Eigentümer auf Objekt- oder Portfolioebene erfüllt sind, liegt ein wichtiger endogener Exit-Grund vor, der in der konkreten Entscheidung für einen Exit münden kann. Asset-Deals sind bei den opportunistischen Playern eher anzutreffen, allerdings sind auch Share-Deals möglich. Kapitalmarktplatzierungen scheiden eher aus, könnten aber zu einem späteren Zeitpunkt relevant werden.

Bei den institutionellen Investoren bilden die Portfoliostrategie und die rechtlichen Vorgaben einen wichtigen Rahmen für die mögliche Umsetzung des Exits. So sind meist (sehr lange) Haltedauern bei den Fonds vorgeschrieben, die auch den Zeithorizont für einen Exit vorgeben, wobei der Exit per se nicht Teil der Unternehmensstrategie ist, da die Fonds auf eine „Buy-and-Hold-Strategie“ abzielen. Andere endogene Gründe sind bei den Fonds weitgehend mit der Portfoliostrategie verbunden, die sich dann in einem strukturierten Exit-Prozess auf der Objektebene auswirken kann, wenn es etwa zu einer Umschichtung oder Neuausrichtung des Portfolios kommt. Ebenso können die Bereitstellung von Liquidität, unter anderem zur Ausschüttung von Kapital an die Investoren, aber auch objektbezogene Faktoren zu den endogenen Gründen hinzukommen. Wenn die

Entscheidung für den Exit einmal gefallen ist, gilt es, meist möglichst rasch, aber vor allem mit verlässlichen Partnern, den Exit umzusetzen. Als Form des Exits werden hier meist Asset-Deals und damit zusammenhängend die Einzelverwertung gewählt, da die Komplexität und auch die Dokumentation hier überschaubar bleiben. Wenn Pakete abgestoßen werden, kommt auch ein Portfoliideal in Frage, der tendenziell eher als Share-Deal abzuwickeln ist, da sich hier die Komplexität und der damit verbundene Aufwand eher rechtfertigen lassen. Außerdem können hier Steuervorteile durch die Verwendung von SPVs erzielt werden. Grundsätzlich sind aber sowohl Share- als auch Asset-Deals denkbar, je nachdem in welcher Form die Immobilien gehalten werden und was für die Beteiligten am vorteilhaftesten ist. Auch die Wahl von Einzel- oder Paketverwertung hängt von dem konkreten Bestand ab und was Käufer oder Verkäufer bevorzugen. Es wird zudem versucht, auf die Wünsche des Käufers einzugehen, da hier ein Mehrwert und auch ein höherer Preis erzielt werden können. Kapitalmarktplatzierungen werden auch hier nur als mögliche, großangelegte Exit-Strategie gesehen, die im täglichen Geschäft aber eine untergeordnete Rolle spielen.

Als wichtige exogene Faktoren für den Exit werden etwa die allgemeine wirtschaftliche Lage und Marktsituation, das Zinsniveau, das Vorhandensein von Finanzierungsmöglichkeiten, die Bevorzugung von bestimmten Lagen, Nutzungsarten, Objekten, etc. im Markt oder aber auch die Neigung der Käufer zu bestimmten Formen, Vehikeln oder Zeitpunkten des Exits gesehen. Vor allem bei opportunistischen Strategien stehen die Marktbedingungen und Marktzyklen im Vordergrund, die einen Exit nahelegen und somit in Absprache mit den jeweiligen Entscheidungsinstanzen einen Exit-Prozess einleiten können. Allerdings liegt auch bei Fonds oder institutionellen Investoren ein Verkauf eher nahe, wenn ein entsprechendes Preisniveau herrscht, wobei hier allerdings eher auf die allgemeine Portfoliostrategie Rücksicht genommen wird. Die Vermeidung von buchhalterischem Verlust wurde hier als Voraussetzung für den Verkauf ebenso genannt, was ein wichtiger endogener Grund ist, der aber auch von den exogenen Bedingungen (Marktpreisen, Verkaufsbedingungen) abhängt. Die Berücksichtigung der Marktverhältnisse sollte in jedem Fall ein selbstverständlicher Teil der Exit-Entscheidung sein. Ein wichtiger exogener Grund für die Wahl der Formen und Vehikel des Exits sind die Bedürfnisse der Kunden, die von fast allen Beteiligten genannt wurden. Während die jeweiligen Unternehmen eigene Vorgaben und Vorlieben haben, wird versucht, auf die Bedürfnisse der Kunden einzugehen, um für

diese auch Mehrwert zu generieren und gegebenenfalls einen höheren Marktpreis zu erzielen. Dies gilt für die Entscheidung zwischen Asset- oder Share-Deal ebenso, wie für jene zwischen Einzel- und Paketverwertung. Die Kooperation mit geeigneten Partnern zur Platzierung der Immobilien oder auch zur Beratung und rechtlichen Unterstützung sind hier essentiell. Auch die zeitnahe und lückenlose Bereitstellung von Daten ist für die effiziente Abwicklung des Exits hier von großer Bedeutung. Dies gilt auch für die Entscheidung, ob ein Exit überhaupt durchzuführen ist. Generell können auch die allgemeine Lage an den Kapitalmärkten sowie die Attraktivität anderer Anlagegüter die Entscheidung und Abwicklung des Exits beeinflussen, da diese eng mit den allgemeinen Marktbedingungen verbunden sind. Ein weiterer wichtiger Faktor ist auch die Vertrautheit mit dem Markt sowie die Verbindung zu lokalen Marktpartnern, die bei der Abwicklung des Exits hinzugezogen werden können. Auch der Zugang zu Finanzierungen und das allgemeine Zinsniveau sind eng mit der Stimmung im Markt und mit der Präsenz von Käufern und Verkäufern verbunden. Wichtig ist auch, hervorzuheben, dass exogene Faktoren einen unterschiedlichen Einfluss haben, je nachdem welche Strategie beim Unternehmen vorliegt. Für opportunistische Investoren ergibt sich hier eher Anlass zum Kauf bzw. Verkauf, um mögliche Marktpotentiale zu auszunutzen. Institutionelle Investoren sind eher von der allgemeinen Portfoliostrategie und der langfristigen Position im Markt abhängig, die auch durch die gesetzlichen Rahmenbedingungen vorgegeben werden. Die Preislage ist somit eine wichtige Rahmenbedingung, aber nicht allein entscheidend für den Verkauf.

Im Rahmen der Beantwortung der Forschungsfragen konnte nun ein detaillierter Überblick über die gewonnenen Ergebnisse erarbeitet werden. Vor allem die Zusammenhänge zwischen Unternehmens-, Portfolio- und Objektstrategie wurden hier besonders hervorgehoben. Auch wurden die Wechselwirkungen zwischen diesen Ebenen und deren Einfluss auf den Exit detailliert beschrieben. Endogene und exogene Faktoren für den Exit und deren Einwirkung auf Exit-Vehikel, Exit-Zeitpunkt und Exit-Formen wurden diskutiert. Ebenso wurden die Zusammenhänge zwischen Exit-Zielen, Strategien und deren Einbettung in die interne und externe Ausrichtung des Unternehmens behandelt. Allgemein konnte so ein detaillierter Überblick über das Themengebiet gewonnen und das Forschungsinteresse im empirischen Teil umfassend abgedeckt werden.

Für die Praxis ergeben sich vor allem in der Verbindung zwischen der Ausrichtung des Unternehmens sowie der Portfolio- und Objektstrategie wichtige Ansatzpunkte für das nachhaltige Management von Immobilienunternehmen. Auch eine rasche Entscheidungsfindung und eine professionelle Umsetzung des Exits sind von essentieller Bedeutung für einen erfolgreichen Desinvestitionsprozess. Eine detaillierte und lückenlose Dokumentation des Exits sowie die Verfügbarkeit von aktuellen und genauen Daten sind ebenso wichtige Erfolgsfaktoren für den Exit. Ebenso ist die Zusammenarbeit mit verlässlichen und professionellen Partnern für alle Interviewten essentiell. Der Exit erweist sich als fundamentaler Teil der Realisierung von Wertsteigerungspotential und der Erzielung der Rendite, auch wenn diesen, je nach Unternehmensstrategie unterschiedliche Bedeutung zukommt. Dennoch sollten stets die Vorkehrungen getroffen werden, um im Bedarfsfall einen Exit effizient und zeitnah durchführen zu können.

Für die weitere Forschung in dem behandelten Bereich bieten sich nun die einzelnen Teilbereiche des Exits und deren besondere Gestaltung an, wobei hier auch die Fächer des Rechts, des Bauingenieurwesens, etc. betroffen sein können. Auch das Zusammenwirken von unterschiedlichen Kennzahlen auf Objekt-, Portfolio- und Unternehmensebene kann einen fruchtbaren weiteren Forschungsstrang darstellen, wofür aber eine umfassende und weitreichende Datenbasis benötigt wird. Ebenso können die Rollen unterschiedlicher Partner im Markt in umfassenderen qualitativen Studien berücksichtigt werden, die auch andere Perspektiven auf den Exit-Prozess beleuchten können.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass der Exit aus verschiedenen Gründen einen zentralen Teil im Immobilienmanagement einnimmt. Auch wenn viele, dem Exit vorangehende Prozesse eher im Zentrum des alltäglichen Managements von Immobilienunternehmen stehen, so kommt der Exit im Zuge des Immobilienmanagement-Zyklus an einem letztlich für den Erfolg entscheidenden Punkt zum Tragen, besonders da mit dem Exit Wertsteigerungspotentiale und damit auch konkrete Profite realisiert werden und damit über die Rentabilität des Handels mit Immobilien sowie über die Effizienz des Ressourcen-Einsatzes entschieden wird. Als ergebnisbestimmendes Element des Immobilienmanagementprozesses und der Unternehmensstrategie kann dem Exit somit höchste Bedeutung beigemessen werden, was die weitere Forschung in diesem Bereich in jedem Fall rechtfertigt.



## Anhang

### Ziele und Aufgaben des Real Estate Asset Managements

Der Real Estate Asset Manager wird gemäß der eben eingebrachten Definitionen weitgehend als Vermittler und Koordinator zwischen finanzwirtschaftlicher und operativer Ebene im Immobilienmanagementprozess verstanden (Gondring & Wagner 2016: 19). Der Vorgang des REAM ist somit als kontinuierlicher, zyklischer, strategischer und systematischer Prozess zu verstehen, der das Ziel hat, ökonomischen Wert zu erhalten und zu optimieren, Potentiale zur Steigerung des Immobilien- oder Portfoliowertes auszunützen sowie die mit dem Immobilienmanagementprozess verbundenen Kosten wenn möglich zu senken, indem die Anlageobjekte während ihres gesamten Lebenszyklus und in der gesamten Wertschöpfungskette gemanagt, kontrolliert und optimiert werden (Bosak et al. 2007: 13). Die Optimierung der Performance der Immobilie, das bedeutet die Steigerung des Wertes und des Ertrags, stellt normalerweise das wichtigste Ziel in diesem Zusammenhang dar. Das Leistungsspektrum des Asset-Managers in Abgrenzung zu den anderen Bereichen des REM kann der folgenden Graphik entnommen werden.

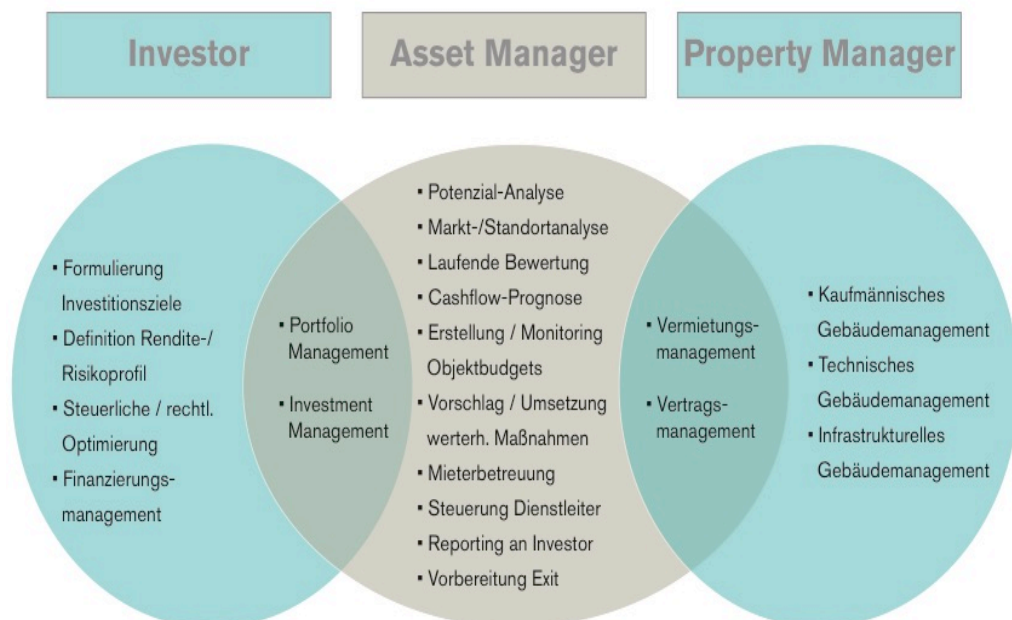


Abbildung 24: Leistungsspektrum des Asset Managers (Gondring & Wagner 2016: 20)

Der Prozess des REAM kann nun nach Gondring und Wagner (2016: 20) in die folgenden Wertschöpfungsphasen unterteilt werden:

- Investmentmanagement
- Performanceoptimierung im Bestand sowie
- Vorbereitung des Exit

Die wichtigsten Aufgaben des REAM das Investmentmanagement betreffend stellen die Markt- und Standortanalyse, das Sourcing der Objekte, Wirtschaftlichkeitsberechnungen, Koordination der Due Dilligence, Begleitung bei Kaufvertragsverhandlungen, Beratung bei der Strukturierung der Finanzierung, die Begleitung bei der Beurkundung, Monitoring der Kaufvertragsbedingungen sowie die Dokumentation des Investmentprozesses dar (Gondring & Wagner 2016: 20). Im Zuge des erfolgreichen REAM sollte zudem der Mikro- und Makrostandort laufend beobachtet und analysiert werden. Außerdem sollten Potentiale zu Ertrags- und Wertsteigerung erkannt und realisiert werden sowie Objektrisiken limitiert und gemanagt werden. Im Rahmen der Ist-Analyse sollte primär die Mieter- und Kostenstruktur kontinuierlich optimiert und aktualisiert werden, sodass die vertraglichen Rahmenbedingungen danach ausgerichtet werden können. Idealerweise werden kurzfristige Marktchancen erkannt und längerfristige Trends berücksichtigt, um Marktentwicklungen und Veränderungen zeitgerecht wahrzunehmen und das wirtschaftliche Potential verschiedener Objekte optimal auszunützen. Grundsätzlich können Strategien zum Immobilienmanagement auf Top-Down oder Bottom-Up Gesichtspunkten aufbauen, wobei sich der Top-Down Ansatz an der Portfoliooptimierung anhand von Benchmarks und Trends der Immobilienmärkte orientiert, während beim Bottom-Up Ansatz die Analyse des eigenen Bestandes die Grundlage für die Strategie bildet.

Des Weiteren werden im Zuge des Investmentmanagements wichtige Entscheidungen zur Entwicklung der Immobilie, wie Vorgaben bezüglich des Ertrages, der Kosten bzw. der Ertragskalkulationen sowie die Erstellung von Liquiditäts- und Zeitablaufplänen getroffen, wobei stets auf die Vorgaben des Investors bzw. Eigentümers unter Kapitalanlagegesichtspunkten Rücksicht genommen wird (Pfnür 2004: 64 f). Zusätzlich wird auch der Vorbereitung und Durchführung von Akquisitionen, Verkäufen und der Umschichtung des Portfolios ein hoher Stellenwert zugerechnet (Gondring & Wagner 2016: 21 f). Dabei umfasst

das REAM die Begleitung des gesamten Prozesses beginnend bei der Akquisition von Objekten bis hin zur Dokumentation von Kauf-, Verkauf- und Betriebsprozessen. Im Weiteren kommt der Optimierung im Bestand große Bedeutung in der Erzielung von Wert- und Mietsteigerungspotentialen zu und diese nimmt eine besondere Position im Immobilienmanagementprozess ein.

Die zentralen Aufgaben im REAM sind das Reporting an den Investor, die laufende Überprüfung der Marktposition und der Marktwerte, Liquiditäts- und Kostenplanung, Entwicklung und Überwachung von objektbezogenen Businesspläne, die Durchführung von Maßnahmen zu Wertsteigerung von Objekten, die Planung und der Abgleich von Budgets sowie die Weitergabe von Berichten und Researchdaten an Investoren und Banken (Gondring & Wagner 2016: 22). Schließlich stehen ebenso das Objektmarketing, das Management von Vermietungen, das Leerstandsmanagement, die Koordination von anderen immobilienbezogenen Dienstleistern, wie Property- und Facility-Managern, sowie die Überwachung und Verhandlung der Finanzierungsoptionen im Vordergrund. Das REAM beschäftigt sich in Austausch mit den Portfoliomanagern ebenso mit der systematischen Planung, Steuerung und Kontrolle des Bestanden auf Portfolioebene und versucht so Synergien zwischen den einzelnen Anlageobjekten, Anlageklassen und Investorenzielen zu schaffen (Gondring 2013: 521 ff). Dabei soll vor allem das Rendite-Risiko-Profil in der Gesamtbetrachtung der Immobilienanlagen optimiert werden. Ein zentraler Faktor in der Bestandsphase ist hiernach ebenso die laufende Potentialanalyse, um Chancen und Risiken rechtzeitig zu erkennen und dementsprechend die Strategie anzupassen. Aufgrund der Vorgaben der Anleger wird für das Immobilienportfolio eine Zielstruktur erstellt, deren Umsetzung dann durch An- und Verkäufe von Immobilien auf der taktischen und operativen Ebene des Portfoliomanagements umgesetzt wird. Die strategische Ebene befasst sich hierbei mit der Festlegung des Zielportfolios, während die Umsetzung auf der taktischen und operativen Ebene erfolgt.

Bei der Durchführung des Exits im Zuge des REAM stehen vor allem Marktresearch, Beratung bei der Bestimmung des Exit-Vehikels und des Exit-Zeitpunkts, die Analyse von möglichen Investoren, die Informationsaufbereitung, die Koordination der Verkäufer Due Dilligence, die Begleitung und Durchführung des Exits sowie die abschließende Dokumentation des Exit-Prozesses im Vordergrund (Gondring & Wagner 2016: 24 f). Es können unterschiedliche Gründe für einen Exit

vorliegen. Zu den wichtigsten Gründen zählen Veränderungen im Marktumfeld, Änderungen in der strategischen Ausrichtung des Investors, Kapitalfreisetzung, Verbesserung der Bilanzkennzahlen, Zeitfaktoren – beispielsweise bei geschlossenen Fonds – sowie die Realisierung von Gewinnen bzw. die Begrenzung von Verlusten. Zu den strategischen Zielen des Exits zählen zudem die Konzentration auf bestimmte Asset-Klassen, die Reduktion des Exposures in bestimmten Bereichen sowie die strategische Asset-Allokation. Es gibt zahlreiche Exit-Formen, die von der strategischen Zielsetzung oder von wirtschaftlichen Faktoren geprägt sein können. Hierbei sind vor allem Einzel- oder Paketveräußerungen zu erwähnen bzw. Sale-and-Lease-Back Vereinbarungen. Die Veräußerung kann weiters im Rahmen von Share- oder Asset-Deals stattfinden. Kapitel 3.3 wird sich mit dem Exit-Prozess im Detail auseinandersetzen.

## Aufbau und Leistungsbereiche des REAM

Auch der Ablauf und Prozess des Immobilienmanagements kann aus verschiedenen Perspektiven und unter unterschiedlichen Gesichtspunkten beschrieben werden. Im folgenden Abschnitt werden einzelne Phasen und Ablaufschritte im REAM-Prozess hervorgehoben sowie Aufgabenbereiche und Tätigkeiten beschrieben, die im Zuge effizienten und erfolgreichen REAMs regelmäßig zum Einsatz kommen. Einen Überblick über die Kernleistungsbereiche und daran anschließende Leistungsbereiche im REAM gibt einleitend die folgende Graphik.

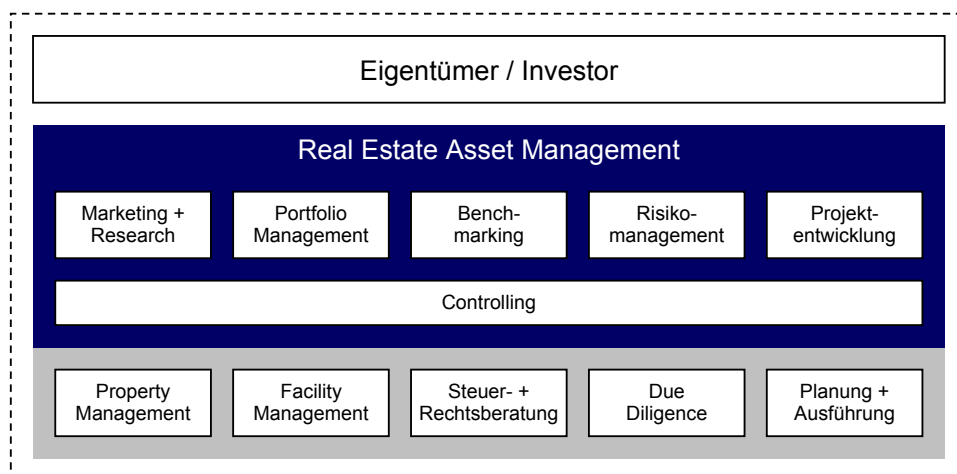


Abbildung 25: Kernleistungsbereiche und angrenzende Bereiche im REAM ([http://www.hft-stuttgart.de/Studienbereiche/ArchitekturGestaltung/International-Project-Management/Programme/MasterThesis/KF\\_Jochen%20Guenther/en](http://www.hft-stuttgart.de/Studienbereiche/ArchitekturGestaltung/International-Project-Management/Programme/MasterThesis/KF_Jochen%20Guenther/en))

Grundlegend können unterschiedliche, am REAM–Wertschöpfungsprozess beteiligte Parteien auf der Investment-, Portfolio- und Objektebene verortet werden, wobei der Real Estate Asset Manager laut der Definition der GIF vornehmlich auf strategischen Objektebene angesiedelt ist und zwischen den unterschiedlichen Beteiligten auf unterschiedlichen Ebenen im REAM-Prozess vermittelt. Gondring und Wagner hingegen stellen den Real Estate Asset Manager auf der Portfolioebene dar, dieser stellt aber auch hier ein wichtiges Bindeglied zur Objektebene her, wie der nachfolgenden Graphik entnommen werden kann (Gondring & Wagner 2016: 33). Auch im Rahmen dieser Arbeit wird der Zusammenhang zwischen Objekt-, Portfolio- und Investmentebene besonders betont, weshalb gerade der Position als Vermittelter zwischen den einzelnen Teilbereichen im REAM-Prozess besondere Bedeutung zukommt. Der Real Estate Asset Manager bildet somit auch in dieser Darstellung die Verknüpfung zwischen Portfolio- und Investmentstrategie und koordiniert die Umsetzung auf Objektebene.

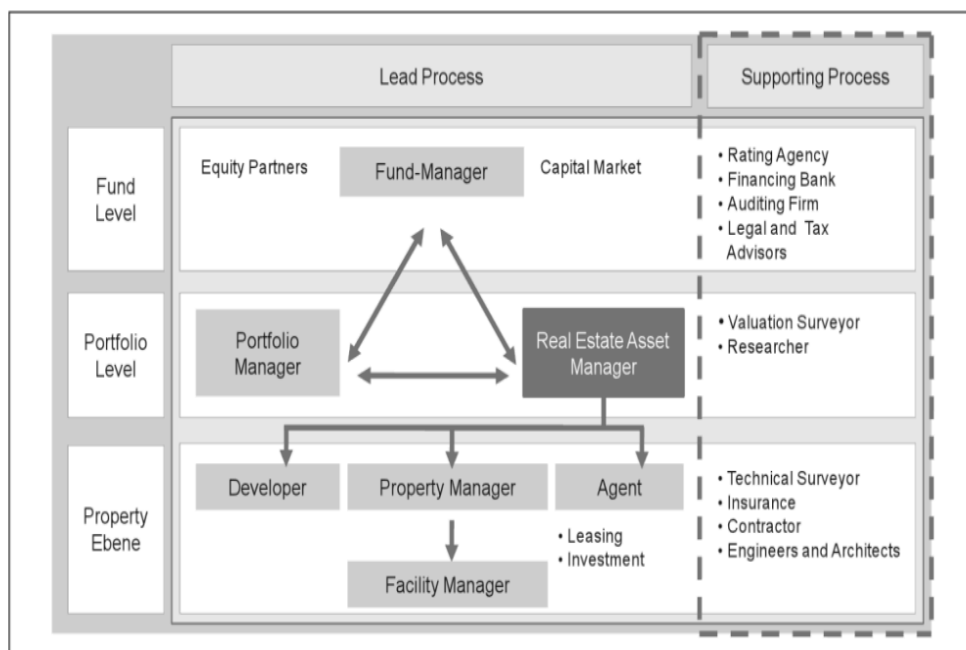


Abbildung 26: Rolle des REAM zwischen Portfolio- und Objektebene (Gondring & Wagner 2016: 33)

Auf der Investmentebene werden hier diverse Eigenkapitalgeber (Equity-Partner) zusammengefasst, wobei deren strategische Ausrichtung stark von den jeweiligen wirtschaftlichen Zielsetzungen, der Risikobereitschaft und der jeweiligen Investmentstrategie abhängt (Gondring & Wagner 2016: 34). Die Teilnehmer auf der Investmentebene sind normalerweise gewinnorientiert eingestellt, wie zum Beispiel

Hedgefonds oder REITs, bzw. risikoavers, wie etwa Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, öffentliche Institutionen, etc.. Ein genauer Überblick über die Teilnehmer am Immobilienmarkt wird in einem nachfolgenden Kapitel gegeben werden. Auf der Portfolioebene besteht die Hauptaufgabe weitgehend darin, die Strategie, die von der Investmentebene vorgegeben wird, umzusetzen, wobei besonderes Augenmerk auf Transparenz sowie die Optimierung der Rendite- und Risikorelation gelegt werden muss (Gondring & Wagner 2016: 35 f). Darüber hinaus werden aus der Portfolioplanung und Strategieumsetzung die Aktivitäten auf der Objektebene abgeleitet, gesteuert und überwacht. Schließlich wird auch an die Investorenebene berichtet und die Entwicklung des Portfoliobestandes wird ständig einem Soll/Ist-Vergleich unterzogen. Das REAM übernimmt hier auch eine koordinative Funktion, die zwischen den einzelnen Ebenen des REAM-Wertschöpfungsprozesses vermittelt, diese koordiniert sowie die effiziente Umsetzung der Strategie auf Objektebene sicherstellt.

Auf der Objektebene werden in Bezug zu jeder einzelnen Immobilie die Vorgaben der Portfolioebene umgesetzt. Dabei sind über den gesamten Lebenszyklus der Immobilie, von Projektentwicklung und -konzeption, über Property- oder Facility-Management, bis hin zur Vermarktung der einzelnen Flächen durch den Makler, unterschiedliche Parteien involviert. Auf der Objektebene fungiert der Asset-Manager als „*treuhändischer Eigentümervertreter, formuliert die Objektstrategie und übernimmt die wertorientierte Planung, Steuerung und Kontrolle von einzelnen Immobilien und Objektdienstleistungen*“ (Gondring & Wagner 2016: 35). Die Stellung des Asset-Managements im Rahmen des Immobilienmanagements kann auch der nachfolgenden Graphik entnommen werden, die ebenso Beteiligte des Immobilienmanagementprozesses anführt und diese den einzelnen Phasen dieses Prozesses zuweist (Kämpf-Dern & Pfnür 2009: 26). Hier wird auch deutlich, wie viele unterschiedliche Beteiligte am REAM-Wertschöpfungsprozess teilhaben, wodurch sich auch die Vielfalt der theoretischen und konzeptionellen Ansätze im Immobilienmanagement sowie im REAM erklärt. Ebenso wird auch in dieser Graphik die Stellung des REAM zwischen Portfolio- und Objektebene deutlich, die sich allerdings in der strategischen Gestaltung mit den anderen Ebenen des Immobilienmanagementprozesses andauernd auseinandersetzen muss. Schon aus den beiden hier angeführten Graphiken wird die unterschiedliche Auslegung des Themenbereichs REAM greifbar, der sich aber stets auf die objektbezogenen Aktivitäten des Immobilienmanagements in Koordination mit der Portfolio-, aber



## Ziel und Prozess des REAM

Das Ziel des REAM-Prozesses ist die weitgehende Entwicklung von Aktionsprogrammen auf der Portfolioebene, die Umsetzung der Strategien der Investmentebene und die Begleitung der Umsetzung auf der Objektebene, ausgerichtet an den Investmentzielen, wobei die Teilnehmer und involvierten Teilbereiche im Sinne eines integrierten Asset-Managements verbunden werden (Gondring & Wagner 2016: 36 ff). Es lassen sich unterschiedliche Elemente des REAM-Prozesses identifizieren, die als voneinander abhängig und daher aus einer interdisziplinären Perspektive betrachtet werden müssen, sodass sich ein zyklischer Prozess ableiten lässt, der dem erfolgreichen REAM regelmäßig zugrunde liegt (Teichmann 2009: 68).

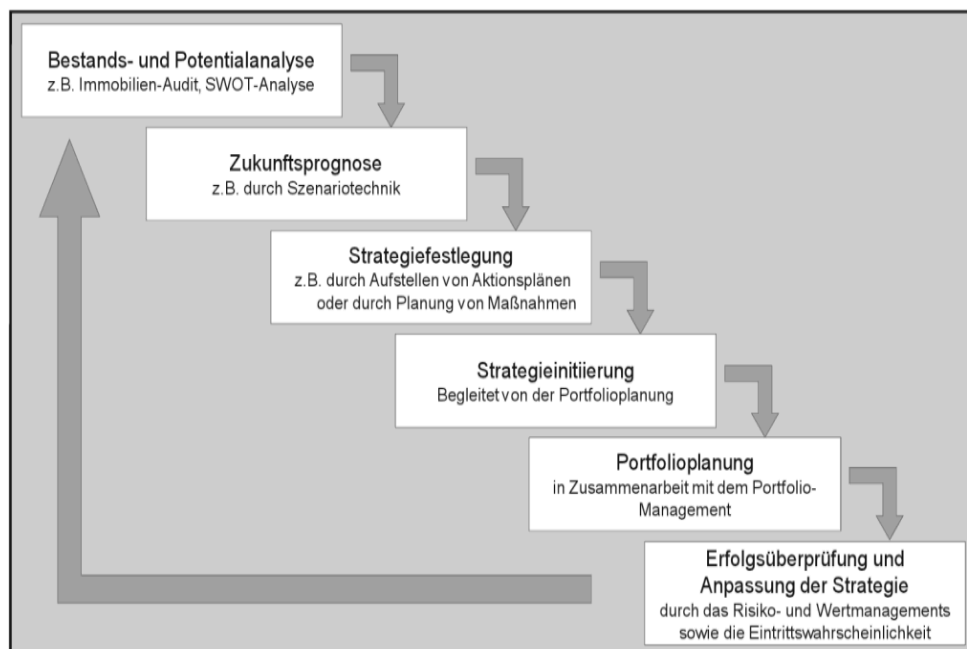


Abbildung 28: Prozess des REAM (Teichmann 2009: 68)

Als erstes Element des REAM-Prozesses wird im Normalfall eine Bestands- und Potentialanalyse jeder einzelnen Immobilie durchgeführt, wobei auch das gesamte Marktumfeld und die allgemeinen wirtschaftlichen Begebenheiten berücksichtigt werden (Gondring & Wagner 2016: 37 ff). Zudem können im Rahmen der Bestands- und Potentialanalyse Immobilienaudits bzw. SWOT-Analysen durchgeführt und deren Ergebnisse in der nachfolgenden Entscheidungsfindung berücksichtigt werden. Aufbauend auf der Bestands- und Potentialanalyse können mit Hinblick auf



die Investmentstrategie Zukunftsprognosen bezüglich bestimmter wirtschaftlicher Parameter und deren Einfluss auf die Performance eines Immobilienbestandes getroffen werden. Zudem können durch die Aufstellung von Zukunftsprognosen bzw. durch die Ableitung von Zukunftsszenarien Grundlagen für Entscheidungen im Rahmen der Strategieentwicklung geschaffen werden. Nach Abschluss der Bestands- und Potentialanalyse sowie der Erstellung von damit verbundenen Zukunftsprognosen, erfolgt die Festlegung der Strategie, die sich auf die Ableitung von kurzfristigen, aktiven Handlungsoptionen, bis hin zu einer langfristigen Unternehmensstrategie erstreckt (Gondring & Wagner 2016: 40 f). Die Ausformulierung dieser strategischen Ziele auf der Investimentebene ist von größter Bedeutung, da sich hiervon die Vorgaben für das REAM ableiten. Die strategischen Vorgaben der Investimentebene können sich auf die Portfolio-, aber auch auf die Objektebene beziehen. Das Potential des Portfolios sowie einzelner Objekte kann hier von der Bestandsanalyse sowie der Zukunftsprognose abgeleitet werden. Renditegesichtspunkte bestimmen hiernach den Kern der Festlegung der Portfolio- sowie der allgemeinen Unternehmensstrategie. Hier müssen Parallelen zum Portfoliomanagementprozess hervorgehoben werden, der sich nach ähnlichen Gesichtspunkten und Abläufen gestaltet, da sich der Prozess der Strategieerstellung in beiden Fällen auf das Portfolio bzw. auf den Immobilienbestand als Zielobjekt der Strategie richtet (Wellner 2003: 54 ff). Der Ablauf des Portfoliomanagementprozesses wird an anderer Stelle noch im Detail behandelt werden.

Es können nun taktische Managementaktionen, die den regelmäßigen Mieterkontakt, die Erkennung von Rationalisierungs- und Expansionsmöglichkeiten, die Überprüfung und Einhaltung der kaufmännischen und unternehmerischen Verträge sowie die Einschätzung und Umsetzung von objektbezogenen, kurzfristigen Optimierungsmaßnahmen umfassen, sowie strategische Managementaktionen, die langfristig ausgerichtet sind und sich auf langfristige Mieterverhältnisse, die Analyse langfristiger Nutzungsmöglichkeiten, langfristige Potentialplanung und die Erarbeitung von Marketingkonzepten konzentrieren, unterschieden werden. Im Zuge der Strategieinitiierung wird die Strategie in die Umsetzungsprozesse integriert, wobei dies bei existierendem Immobilienbestand etwa durch den Beginn von Baumaßnahmen oder die Optimierung der Finanzierung erfolgen kann oder die Suche nach geeigneten Objekten oder Absatzmöglichkeiten, wenn das Portfolio verändert wird (Gondring & Wagner 2016: 41).

Im Zuge der systematischen und strategischen Portfolioplanung wird es dem Investor nun möglich, die festgelegten Ziele im Rahmen einer Gesamtportfoliostrategie umzusetzen und ein dementsprechendes ertrags- bzw. kostenoptimiertes Portfolio zu bilden. Hier erschließt sich auch die besondere Bedeutung der Recherche- und Planungsphase, da hier die Parameter erarbeitet werden, die hiernach zur Beurteilung des Erfolges der Strategie herangezogen werden und die Grundlage für die nachfolgenden Anlageentscheidungen darstellen (Wüstefeld 2007: 80 ff). Die Daten und Prognosen auf Objektebene bilden so letztlich die Basis für die Planung des Portfolios und gleichzeitig die Grundlage für die Entscheidungen und Strategievorgaben auf der Investorenebene. Auf der Portfolioebene werden somit auch einzelne Asset- und Objektgruppen nach den Präferenzen der unterschiedlichen Investoren bewertet und nach deren Risiko- und Renditeprofil in das mögliche Zielfortfolio aufgenommen oder ausgeschieden. Während der Portfoliomanager sich nun eher aus einer Top-Down Perspektive mit der Vermittlung der Ziele des Investors auseinandersetzt, richtet sich der Real Estate Asset Manager eher an einem Bottom-Up Ansatz aus und versucht das Portfolio besonders auch von der Objektebene aus zu optimieren (Wellner 2003: 56). Beide Parteien zielen dabei aus unterschiedlichen Zugangsweisen auf die Optimierung des Immobilienportfolios ab. Die Zusammenarbeit zwischen beiden Bereichen ist bei der Umsetzung der Strategien somit unerlässlich.

Der Erfolg des Immobilienportfolios und der umgesetzten Strategie wird regelmäßig an den absoluten Wertsteigerungen und der langfristigen Entwicklung der Immobilienanlagen gemessen, wobei sowohl kurzfristige Gewinnmaximierung als auch langfristige Wertsteigerung im Vordergrund stehen können (Gondring & Wagner 2016: 42 ff). Die Ausprägung verschiedener gegenwärtiger und zukünftiger Maßgrößen wird hier regelmäßig berücksichtigt, um die aktuelle sowie die zukünftige Performance von Immobilieninvestments zu steuern und Rückschlüsse auf die Modifikation des Anlageprozesses zu ziehen. Im Zuge der Erfolgsüberprüfung und der Anpassung der Strategie erfolgt meist auch eine umfassende Betrachtung im Sinne des Risikomanagements, die regelmäßig die Risikoidentifikation und -bewertung, die Risikomessung und -analyse, die Risikosteuerung sowie die laufende Risikokontrolle umfasst (Gondring & Wagner 2016: 43 f). Dabei geht es vor allem auch darum, mögliche Risikofaktoren und -einflüsse zeitgerecht zu identifizieren, deren Werteeinfluss abzuschätzen sowie deren Relation zu unterschiedlichen Chancen und Wertsteigerungspotentialen des aktuellen oder des

Zielportfolios festzustellen, was hiernach auf die Anpassung der Portfoliostrategie und es REAM-Prozesses zurückwirkt. Bei der Beurteilung von Chancen und Risiken können schließlich monetäre und nicht monetäre Werte im Vordergrund stehen. Nach der Beurteilung der Strategie und der möglichen Anpassungen erfolgt wiederum die Recherche, Planung und Umsetzung bezüglich der definierten Ziele im Zuge des zyklischen REAM-Prozesses.

## Phasen des zyklischen REAM-Prozesses

Im Zentrum der Entwicklung und Umsetzung des REAM-Prozesses steht somit der Vorgang der kontinuierlichen Überprüfung der Strategie und deren Anpassung im Sinne einer ganzheitlichen Perspektive auf das Immobilienmanagement und seine Aufgabenbereiche (Gondring & Wagner 2016: 44f). Dieser zyklische Ablauf im REAM umfasst dabei wiederum die regelmäßige und wiederkehrende „Analyse, Planung, Umsetzung und Kontrolle des Grundstücks- und Immobilienbestandes.“ (Gondring & Wagner 2016: 44) Jung (2008) teilt die Umsetzung dieser Teilaufgaben in vier Prozessstufen ein, die er als Input, strategische Asset-Allocation, taktische Asset-Allocation sowie Erfolgskontrolle und Risikomanagement definiert. Die folgende Graphik gibt Aufschluss über die Stufen des REAM-Prozesses in Verbindung mit dessen zyklischen, revolvierenden, interdependenten Abläufen.

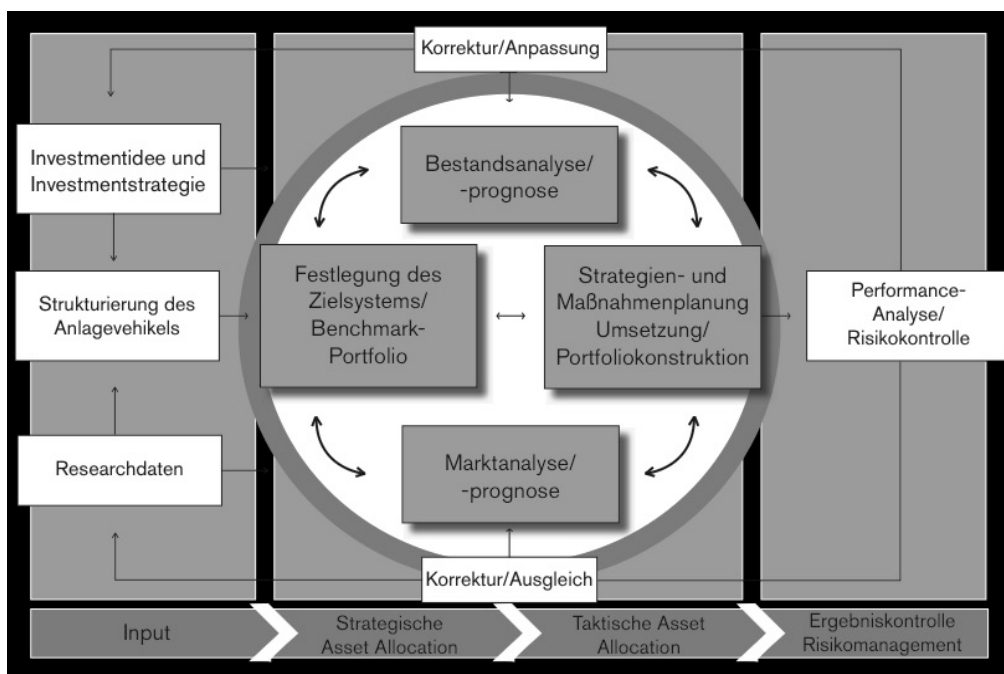


Abbildung 29: Stufen des REAM-Prozesses (Gondring & Wagner 2016: 57)

Im Zuge der Input-Phase wird zunächst eine auf Markt- oder Sektorchancen basierende Anlageidee aufgebaut, auf die dann im Rahmen einer organisierten und von geeigneter Recherche und Analyse gestützten Investmentidee Bezug genommen werden kann (Gondring & Wagner 2016: 46). Die strukturierte Sammlung und Bearbeitung von Marktdaten ist hier für die Erstellung einer umfassenden Analyse unerlässlich. Von der Anlagestrategie werden schließlich Planungsprämissen, Anlageziele und das zu erreichende Entwicklungspotential eines Immobilienbestandes bzw. bestimmter Assets und Asset-Klassen regelmäßig abgeleitet. In der Inputphase wird nun ebenso das gewünschte Anlagevehikel gewählt, mit dem bestimmte Strategien, Pläne und Ideen umgesetzt werden sollen. In dieser Phase erfolgt auch die Ausformulierung der Anlageziele in Bezug zu übergeordneten Unternehmenszielen sowie Finanzierungs- und Kapitalanlageaspekten (Gondring & Wagner 2016: 47). Es gilt bei der Zieldefinition wiederum auch, Interaktionen zwischen den Zielen zu beachten sowie das optimale Verhältnis aus Rendite, Risiko und etwaigen sonstigen Erwartungen abzuleiten. Das Asset Management kann in dieser Phase besonders wichtige Inputs für die Investorenebene geben und den strategischen Entscheidungsprozess mit marktnahen Informationen unterstützen (Bosak et al. 2007: 19 f).

In der Inputphase werden nun auch Entscheidungen über die gewählten Rechtsformen, die Einwerbung und mögliche Verwendung von Investitionsmitteln, die Vorbereitung von Entscheidungen für das Research sowie möglicherweise auch für potentielle Exit-Szenarien getroffen (Gondring & Wagner 2016: 48 ff). Während die Rechtsform sowie die Einwerbung und Strukturierung von Investitionsmitteln sehr direkt auch den strategischen Rahmen der geplanten Operationen, ebenso wie die Wahrnehmung der Organisation am Markt betreffen, muss vor allem der Recherche höchste Priorität geschenkt werden, da hierdurch die Qualität von Entscheidungen maßgeblich verbessert werden kann (Bosak et al. 2007: 20 f). Schließlich können in Überlegungen zur Exit-Strategie bereits strategische Optionen zum Ausstieg und einer möglichen Auflösung der Gesellschaft nach der Beendigung des Investitionsvorhabens skizziert werden.

In der anschließenden Phase der strategischen Asset-Allocation werden hiernach die Grundpfeiler der Strukturierung des Portfolios festgelegt (Gondring & Wagner 2016: 50 ff). Dabei gilt es wiederum, das Portfolio aufbauend auf den Präferenzen der Investoren vor allem in Bezug zu Risiko und Rendite zu optimieren und

strategisch zu positionieren. Hier wird im Normalfall ein Ziel-Portfolio oder Soll-Portfolio bestimmt, das die Ziele der involvierten Stakeholder und Investoren berücksichtigt (Lehner 2010: 104 ff). Im Zuge der Portfolioselektion wird nun eine für den oder die Investoren optimale Zusammenstellung von Assets mit bestimmten Rendite-/Risikoprofilen, gemäß den Vorgaben der Investoren bzw. der Anlageidee, erstellt, die auch den sonstigen Anlegerpräferenzen sowie den gewünschten Korrelationen zwischen einzelnen Asset-Klassen entsprechen (Wellner 2003: 59 f).

Das Zielportfolio versucht hiernach ein ideales Portfolio abzubilden, das nach Regionen, Nutzungsarten, Lebenszyklusstadien der Immobilien sowie nach Anlagearten diversifizieren kann und so die Anforderungen des Investors konkret abbildet. Das Benchmark-Portfolio wird hingegen als Referenzportfolio verstanden, das ähnlichen Prämissen und Restriktionen unterliegt, wie das geplante oder zu beurteilende Portfolio (Rottke & Schlump 2007: 46 f). Anhand dieses Portfolios und in Differenz zu diesem wird der Asset-Manager in der Folge die Strategie auslegen, wobei das Benchmark-Portfolio auch zur Beurteilung des Erfolges der Managementstrategie herangezogen wird.

Ebenso in der Phase der strategischen Asset-Allocation erfolgt die Analyse und Bewertung eines möglichen Ist-Portfolios, wobei es vor allem darum geht, den Bestand samt dessen Potentialen, den inhärenten Rendite-/Risikoprofilen sowie dessen Eignung für ein mögliches Zielportfolio abzubilden, wobei sich hier ebenso die eben genannte Segmentierung nach Objektklassen, Nutzungsarten, Regionen, Zustand der Immobilien oder der Vermieterstruktur anbieten kann. Für unterschiedliche Segmente oder Asset-Kategorien lassen sich hiernach gesonderte Handlungsstrategien entwickeln (Gondring & Wagner 2016: 54). Immobilien, die im Bestand bleiben, sollten, wenn möglich, optimiert werden. Für Immobilien mit mittel- bis kurzfristigen Anlagehorizonten sollte ein geeigneter Exit-Zeitpunkt und eine passende Exit-Strategie gewählt werden. Der Ankauf und Verkauf von Immobilien muss hiernach im Zuge eines integrierten Asset-Management-Prozesses verwaltet und angeleitet werden, da hier langfristige Ziele regelmäßig im Vordergrund stehen und sich Asset-Management-Strategien im Sinne einer umfassenden Unternehmensstrategie meist nur mittel- bis langfristig realisieren lassen (Bosak et al. 2007: 25).

Die taktische Asset-Allocation baut hiernach auf der strategischen Asset-Allocation auf und verbindet die Top-Down formulierten Ziele und Strategien mit einer Analyse der einzelnen Objekte und der Umsetzung der Strategie auf Objektebene (Gondring & Wagner 2016: 54 ff). Die Bottom-Up Analyse des Immobilienbestandes bildet hier die Basis für die konkrete Umsetzung der Strategie. Auf die Einzelobjektperspektive bezieht sich letztlich ebenso auch die faktische Umstrukturierung eines vorhandenen Portfolios im Hinblick auf das zu erreichende Zielfportfolio. Dabei werden die zuvor definierten Strategien in Bezug zu einzelnen Objekten und unter Zuhilfenahme von Investitionsberechnungen, entwickelten Handlungsalternativen – abhängig von der jeweiligen Marktentwicklung –, detaillierten Einzelobjektanalysen sowie einer Optimierung der Ressourcen implementiert. Nun werden einerseits taktische Markt-, Angebots- und Wettbewerbsanalysen durchgeführt, die die Mikro- und Makrorelationen eines Objektes zu seiner unmittelbaren Umgebung, aber auch zu der weiteren Marktumgebung beurteilen (Gondring & Wagner 2016: 55 ff). Weiters werden die Objektdaten für das jeweilige Gebäude, dessen Zustand und Gestaltung, die Nutzung der Flächen, die Nutzungsflexibilität, die Effizienz der Auslastung und Bewirtschaftung sowie die Mieterbestände und Mietverhältnisse analysiert (Gondring & Wagner 2016: 56). Aufbauend auf einer detaillierten Analyse der Objektdaten sowie insbesondere der baulichen Substanz wird anschließend die Ertragskraft einzelner Immobilien ermittelt, die in die Cashflow-Analyse und die Berechnung von Renditeprognosen integriert werden kann. Ein Überblick über die Kriterien und Einflussfaktoren der Wertsteigerung bei Anlageobjekten gibt die folgende Graphik von Rappaport:

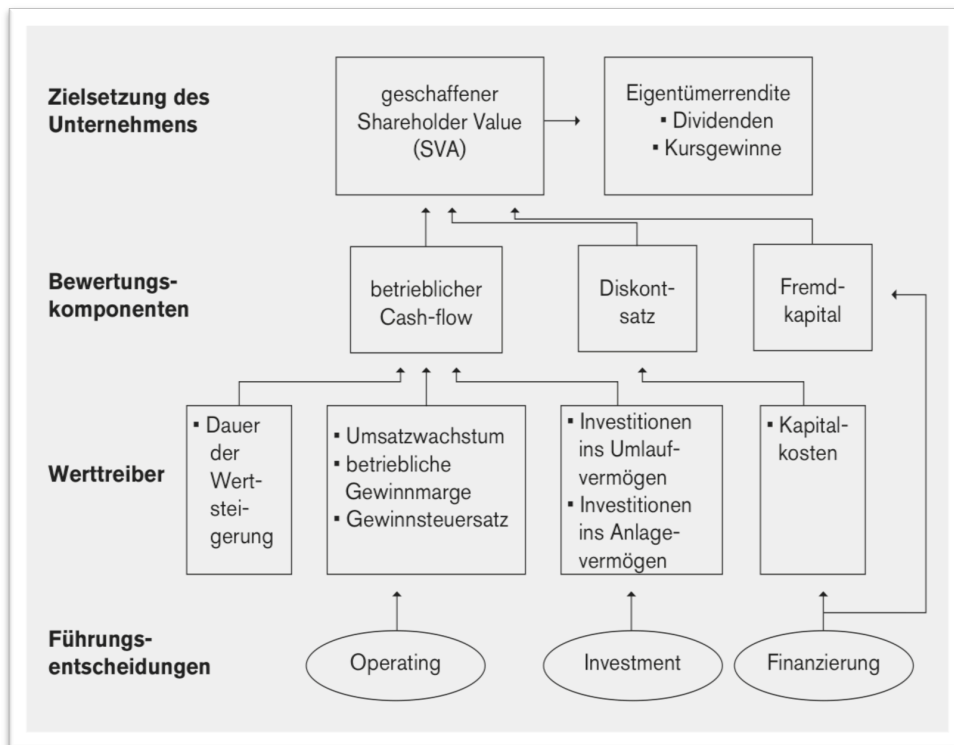


Abbildung 30: Grundkonzept und Einflussfaktoren des Shareholder-Value (Rappaport 1999: 68)

Aus den Stärken und Schwächen des Objektes sowie den übrigen eingeführten Analysedimensionen lassen sich hiernach eine Objektstrategie sowie Handlungsoptionen für die weitere Nutzung und Behandlung der Immobilie ableiten (Gondring & Wagner 2016: 59 ff). Des Weiteren ist es auch von Bedeutung, den lang- bzw. mittelfristigen Wert der Immobilie, etwa durch Anwendung des DCF-Verfahrens, zu ermitteln, Objekte laufend zu bewerten sowie Objektbudgets und Objektrisiken laufend zu überwachen. Schließlich ist das Reporting über die Entwicklung von Miet- und Preisentwicklungen bei den einzelnen Immobilien bzw. den einzelnen Segmenten von größter Bedeutung, da so nicht zuletzt Transparenz, auch über Zielerreichung und Strategieumsetzung, bei den Investoren hergestellt werden kann (Gondring & Wagner 2016: 62 f). Zusätzlich zum aktuellen Stand von Bewirtschaftung und Instandhaltung umfasst das Reporting Cashflow-Rechnungen, Informationen über Mietverhältnisse, Listen offener Posten und möglicher Zahlungsrückstände, Übersichten über Akquisitionen, Kennzahlen- und Benchmark-Berichte, Kostenanalysen, Maßnahmenberichte, Marktdaten, Soll-Ist-Vergleiche der Budgets sowie Meldungen über Ablauf und die Erledigung von Maßnahmen in der Instandhaltung von Immobilien (Gondring & Wagner 2016: 62).

Die Preisfindung betrifft einen der wichtigsten Punkte in der Veräußerung. Der eigentlichen Preisfindung geht die Bewertung des Bestandes bzw. der Immobilie voraus (Sailer et al. 2010/2011: 186f). Diese kann intern oder extern erfolgen (anhand von quantitativen und qualitativen Kriterien). Bei der Bewertung bestehen unterschiedliche Verfahren, wie etwa das Verkehrswertverfahren, das Ertragswertverfahren oder das Sachwertverfahren. Wichtig ist dabei, die geeignete Methode zu wählen, um die richtigen Rückschlüsse für die Veräußerungsstrategie ziehen zu können. Um einen Richtwert für die Veräußerung zu gewinnen, eignet sich dabei vor allem das Verkehrswertverfahren. Die Bewertung selbst wird hiernach mit den Möglichkeiten, Chancen und Risiken am Immobilienmarkt in Verbindung gebracht (<http://www.iww.de/bbp/unternehmensberatung/immobilienbewertung-preisfindung-zwischen-wunsch-und-realitaet-diese-faktoren-nehmen-einfluss-f56638>). So wird versucht, die Bewertung von Immobilien mit tatsächlichen Marktwerten abzugleichen. Der eigentliche Marktwert und der erzielbare Preis können dabei höher oder niedriger sein als die Bewertung. Die Ermittlung des Potenzials für den eigentlichen Preis kann daher aus Marktstudien, einer Übersicht über ähnliche Transaktionen und einer Analyse der Handlungsempfehlungen und Chancen in Bezug auf einzelne Objekte, ect. hervorgehen. Darüber hinaus kann das praktische Wissen von Maklern herangezogen werden, um die Chancen bei der Veräußerung besser beurteilen zu können. Bei zu niedrigen Preisen wird ein Teil des Werts der Immobilie nicht realisiert, bei zu hoher Auslegung kann sich die Veräußerung verzögern und dadurch können Kosten oder strategische Probleme entstehen.

Den letzten, allerdings nicht minder bedeutenden Punkt nimmt nun die Vorbereitung und Durchführung des Exits ein (Gondring & Wagner 2016: 439 ff; Preuß & Schöne 2006: 156 ff). Hier ist insbesondere die Wahl des richtigen Zeitpunkts von Bedeutung, die vor dem Hintergrund zeitnaher Prognosen über die Entwicklung der Preise und Märkte zu treffen ist. Ebenso ist die Wahl der geeigneten Exit-Strategie bzw. eines geeigneten Exit-Vehikels von entscheidender Bedeutung und sollte möglichst schon bei der Erstellung der allgemeinen Anlagestrategie in die Überlegungen mit einbezogen werden (Bosak et al. 2007: 75 f). Sobald der Verkaufszeitpunkt feststeht, ist es ratsam, den Verkauf so rasch wie möglich durchzuführen, da andernfalls Ressourcen unnötig lange gebunden werden und blockiert werden können. Ebenso ist die Dokumentation und rechtliche Begleitung der Transaktion von größter Bedeutung, bei der der Asset-Manager eine wichtige



koordinierende Rolle einnehmen kann. Erst nach dem erfolgten Exit kann, in Kenntnis aller transaktionsbezogenen Daten, eine Aussage über die Rentabilität bzw. das Resultat des Investments getroffen werden.

Die vierte Phase im Zyklus des REAM-Management-Prozesses umfasst die Kontrolle der Ergebnisse und der Zielerreichung, da an dieser Stelle im Normalfall das Soll- mit dem aktuellen Ist-Portfolio gegenübergestellt sowie auch ein Vergleich zwischen der effektiven Rendite in Relation zum Risiko sowie zu anderen Zielgrößen vorgenommen wird (Gondring und Wagner 2016: 63 ff). Im Zuge der Kontrolle der quantitativen Ergebnisse wird eine integrierte Performancemessung vorgenommen, die die Performance und den Erfolg einzelner Kapitalanlagen (extern) sowie des gesamten Asset-Allocation-Vorgangs (intern) ermittelt und analysiert. Dabei werden Rendite und Risiko regelmäßig gegenübergestellt, sodass Performance meist als risikoadjustierte Rendite interpretiert wird, die entweder absolut oder in Beziehung zu einem bestimmten Benchmark-Portfolio betrachtet wird. Ebenso werden Objektrenditen ermittelt, die die laufenden oder mit der Finanzierung verbundenen Kosten der Wertentwicklung der Immobilie zu einem bestimmten Stichtag gegenüberstellen. Die analytische Aufschlüsselung von Kosten und Erträgen sowie deren Vergleich mit unterschiedlichen Investmentalternativen und -strategien, stellt hier eine der wichtigsten Entscheidungsgrundlagen für die rekursive Planung eines Immobilienbestandes sowie einer integrierten Unternehmensstrategie dar (Bosak et al. 2007: 65 ff).

Die Performance ist somit einer der wichtigsten Faktoren bei der Beurteilung von Immobilieninvestments und -strategien. Im Vergleich dazu erstreckt sich das Risikomanagement auf die systematische Analyse von Risiken, die die Ertrags-, Vermögens- oder Finanzlage und den ungefährdeten Bestand von Immobilien betreffen (Gondring & Wagner 2016: 65 f). Dabei werden der strategische sowie auch der operative Bereich untersucht, wobei besonders auf die Transparenz, die Aufbereitung, Zusammenführung und das Vorhandensein von Daten geachtet werden muss. Infolge der Ergebniskontrolle wird auch die Änderung der Objekt- oder Portfoliostrategien thematisiert sowie ein adaptierter Handlungspfad für die weitere Bearbeitung von Immobilien oder Gruppen von Immobilien abgeleitet. Es scheint an dieser Stelle offensichtlich, dass die Ergebniskontrolle und -optimierung nun wiederum auf die weitere Implementierung und Anpassung des zyklischen REAM-Prozesses und dessen einzelne Phasen zurückwirkt.

Gondring und Wagner (2016: 66) geben hier auch einige Tipps zu Optimierung des REAM-Prozesses, die die Auswahl geeigneter REAM-Manager, die detaillierte und umfassende Definition von Investmentzielen und -präferenzen von Seiten des Investors, die Optimierung von Kommunikationsschnittstellen, die Analyse und Optimierung von internen Prozessen und Kennzahlen, den Einsatz von Immobilien-Portfolio-Management-Systemen sowie das gezielte Outsourcing verschiedener Kompetenzen und die damit verbundene Konzentration auf Kernkompetenzen umfasst. Im gegenständlichen Abschnitt konnte nun der zyklische, rekursive Charakter des REAM-Prozesses darlegt werden und die Bedeutung der kontinuierlichen Anpassung, Optimierung und Abstimmung von Zielen, Prozessen, Strategien, aber von auch konkreten Objektentscheidungen erläutert werden. Es sei hier ebenso erwähnt, dass Teilaspekte des REAM sich mit Themen und Prozessen des Portfoliomanagements überschneiden, insofern beide auf einer ähnlichen Ebene, allerdings mit leicht geänderter Ausrichtung tätig sind. Im nachfolgenden Abschnitt werden die wichtigsten Teilnehmer am Immobilienmarkt sowie die wichtigsten Immobilienarten nochmals kurz vorgestellt, bevor auf den Teilbereich des Portfoliomanagements nochmals gezielt eingegangen wird.

## Überblick über unterschiedliche Immobilienarten

Immobilienart	Beispiele		
Wohnimmobilien	Einfamilienhäuser (alleinstehend, Reihenhaus, Doppelhaus), Zweifamilienhäuser, Mehrfamilienhäuser, Eigentumswohnungen		
Gewerbeimmobilien	Büroimmobilien	z.B. Businesscenter	
	Handelsimmobilien	z.B. SB-Märkte, Einkaufszentren, Shopping-Center, Warenhäuser, Bau- und Heimwerkermärkte, Ladenlokale, Fachmärkte, Gartencenter, Factory Outlet Center, Kaufhäuser, Discounter, Galerien, Passagen, Einzelhandelsgeschäfte	
	Industrieimmobilien	z.B. Fertigungsgebäude, Lagerhallen, Werkstätten, Distributionszentren, Industrieparks, Technologieparks	
	weitere Gewerbeimmobilienarten, Sonderimmobilien	Gesundheitsbereich	z.B. Kliniken, Rehaeinrichtungen, Pflegeheime, Sozialimmobilien
		Unterhaltungsbereich, Sport und Freizeit	z.B. Multiplexkinos, Urban Entertainment Center, Indoor-Spielplätze, Theater, Stadien, Bäder, Zoos
		Beherbergungs- und Bewirtungsbereich	z.B. Hotels, Gaststätten, Restaurants, Pensionen, Großküchen
		Verkehrsimmobilien	z.B. Flughäfen, Bahnhöfe, Raststätten
weitere Immobilien	z.B. Parkhäuser, Tankstellen, Schrebergartenhäuser, Gewächshäuser		

Tabelle 3: Überblick über verschiedene Immobilienarten (Hellerforth 2007: 5)

## Literaturverzeichnis

Allendorf Martin und Kurzrock Björn-Martin (2007): Portfoliomanagement mithilfe qualitativer Modelle. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.) Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 121 – 144

Atteslander Peter (2000): Methoden der empirischen Sozialforschung. 9. Auflage, De Gruyter, Berlin/New York

Bank Austria Unicredit (2015): Der österreichische Immobilienmarkt – zu klein für die erste Liga?. Unicredit Bank Austria AG, Wien

Bank Austria Unicredit (2014): Wie stabil ist der österreichische Immobilienmarkt?. Unicredit Bank Austria AG, Wien

Bone-Winkel Stephan (1994): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie. Band 1, Immobilien Manager Verlag, Köln

Bosak Alexander et al. (2007): Real Estate Asset Management. Europe Real Estate Publishers, Den Haag/Wien

BulwienGesa (2012): Marktprofil – Immobilien-Investmentmarkt Deutschland 2010/2011. BulwienGesa AG, München

Charlier Georg (2007): Immobilien-Monetarisierung aus Sicht eines deutschen Immobilienbestandhalters. Diplomica Verlag, Hamburg

Commerz Real (2012): Immobilieninvestments bei institutionellen Investoren. Commerz Real AG/Research Center for Financial Services der Steinbeis Hochschule, Berlin

Elamine Olivier (2011): Real Estate Investment Trust (REIT) in Deutschland. In: Schäfer Jürgen und Conzen Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. Beck, München, S. 181 – 194

Ernst & Young (2016): Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt – Österreich 2016. EY Österreich, Wien

Ernst & Young (2015): Trendbarometer Immobilien-Investmentmarkt – Deutschland 2015. EY Deutschland, Frankfurt

Falk Bernd et al. (2004): Fachlexikon Immobilienwirtschaft. 3. Auflage, Müller, Köln

gif (2004): Richtlinie, Definition und Leistungskatalog Real Estate Investment Management, in: gif Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Arbeitskreis Real Estate Investment Management, Wiesbaden, 2004

Gondring Hanspeter (2013): Immobilienwirtschaft. 3. Auflage, Vahlen, München

Gondring Hanspeter und Wagner Thomas (2016): Real Estate Asset Management. 2. Auflage, Vahlen, München

- Gladstone David (1988): *Venture Capital Handbook*. Prentice Hall, Englewood Cliffs
- Hellerforth Michaela (2007): *BWL für die Immobilienwirtschaft*. Oldenburg, München
- Jung Stephan (2008): *Wertsteigerungspotentiale ausschöpfen durch Asset Management*. IRR Konferenz Real Estate Asset Management, Frankfurt
- Kämpf-Dern Annette (2009): *Immobilienwirtschaftliche Managementebenen und -aufgaben. Definitions- und Leistungskatalog des Immobilienmanagements*. In: Pfnür Andreas (Hrsg.): *Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis*. Band 15, Forschungscenter betriebliche Immobilienwirtschaft, Darmstadt
- Kaiser Robert (2014): *Qualitative Experteninterviews*. Springer, Wiesbaden
- Klages Annette (2002): *Grundlagen des Asset Management*. In: Hockmann Heinz-Josef und Thiessen Friedrich (Hrsg.): *Investment Banking*. 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Lehner Claus (2010): *Erfolgreiches Portfolio- und Asset-Management für Immobilienunternehmen – Die 8 Werthebel*. Immobilien-Zeitung-Edition, Wiesbaden
- Mayring Philipp (2010): *Qualitative Inhaltsanalyse*. 11. Auflage, Beltz, Weinheim/Basel
- Pfleiderer Georg und Schanz Stephan (2013): *Wohnimmobilien als Assetklasse*. In: *Immobilienfaktor*. No. 1, 2013, S. 17 – 25
- Pfnür Andreas (2004): *Modernes Immobilienmanagement*. 2. Auflage, Springer, Berlin/Heidelberg
- Preuß Norbert und Schöne Lars (2006): *Real Estate und Facility Management*. 2. Auflage, Springer, Berlin/Heidelberg
- Rappaport Alfred (1999): *Shareholder Value*. 2. Auflage, Schäffer-Poeschel, Stuttgart
- Rebitzer Dieter (2011): *Anlageformen, generelle Aspekte der Immobilieninvestition sowie Immobilieninvestoren*. In: Schäfer Jürgen und Conzen Georg (Hrsg.): *Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen*. Beck, München, S. 1 – 39
- Reul Georg und von Stengel Rüdiger (2007): *Investmentprozess*. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 407 – 424
- Ropeter-Ahlers Sven-Eric und Vollrath Justus (2007): *Planung von Immobilienportfolios*. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 159 – 181
- Rottke Nico und Schlump Patrick (2007): *Strategieentwicklung*. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 39 – 64
- Sailer Erwin et al. (2010/2011): *Immobilien-Fachwissen*. 9. Auflage, Grabener, Kiel

- Schäfer Jürgen und Conzen Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. Beck, München
- Schäfers Wolfgang und Schulte Kai-Magnus (2011): Immobilien-AG. In: Schäfer Jürgen und Conzen Georg (Hrsg.): Praxishandbuch der Immobilien-Investitionen. Beck, München, S. 141 – 179
- Schmidtmayr Holger (2012): Entwicklung der Immobilienaktiengesellschaften in Österreich. In: Trübestein Michael (Hrsg.): Praxishandbuch Immobilieninvestments. Gabler, Wiesbaden, S. 185 – 208
- Schneider Martin et al. (2016): OeNB-Immobilienmarktmonitor Mai 2016: Starke Beschleunigung des Preisauftriebs bei Wohnimmobilien im vierten Quartal 2015. Österreichische Nationalbank, Wien
- Schulte Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement. Immobilien Management Verlag, Köln
- Schulte Karl-Werner (2008): Immobilienökonomie. 4. Auflage, Oldenburg, München/Wien
- Stier Daniel (2006): Die Berücksichtigung des Immobilienzyklus bei der Immobilienbewertung mit DCF-Verfahren. In: Controlling & Management: 50. Jg., 2006, H 6, S. 360 – 366
- Teichmann Sven (2007): Bestimmung und Abgrenzung von Managementdisziplinen im Kontext des Immobilien- und Facilities-Managements. In: ZIO, 2/2007, S. 5 – 38
- Teichmann Sven (2009): Integriertes Facilities Management in Europa – Theoretische Konzeption, empirische Untersuchung und Marktanalyse zur Gestaltung und Steuerung von Wertschöpfungspartnerschaften im internationalen Kontext. In: Schulte Karl-Werner und Bone-Winkel Stephan (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie. Band 55, Immobilien Manager Verlag, Regensburg
- Thiels Peter (2001): Real Estate Asset Management in der US-amerikanischen Praxis. In: Gondring Hans-Peter und Lammel Eckhart (Hrsg.): Handbuch Immobilienwirtschaft, Gabler, Wiesbaden
- Thomas Matthias und Wellner Kerstin (2007): Portfoliomanagement mithilfe quantitativer Modelle, In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 83 – 106
- Wellner Kerstin (2003): Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems. Books on Demand, Norderstedt
- Wüstefeld Hermann (2007): Strategische Asset-Allokation. In: Schulte Karl-Werner (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement. Immobilien Management Verlag, Köln, S. 65 – 82

## **Internetquellen:**

Börse Frankfurt (2016)

<http://www.boerse-frankfurt.de/index/DIMAX#Überblick>). - abgerufen am: 14.5.2016

Die Welt (2014): In den deutschen Metropolen boomt der Bau.

<http://www.welt.de/finanzen/immobilien/article128732958/In-den-deutschen-Metropolen-boomt-der-Bau.html> - abgerufen am: 2.12.2015

Elmar Pfeiffer Real Estate Advisory (2014)

<http://www.stalys.de/data/immobilieninvestmentstile1.htm> - abgerufen am: 27.6.2016

Ernst & Young Österreich (2016)

<http://www.ey.com/AT/de/Newsroom/News-releases/EY-20160112-EY-Trendbarometer-Immobilien-Investmentmarkt-Oesterreich> - abgerufen am: 27.6.2016

GIF Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (2011)

<http://www.gif-wiki.de/w/Begrifflichkeiten/Managementebenen/Funktionsbereiche>

<http://www.gif-wiki.de/images/1/1a/Image2a.png>

<https://www.gif-ev.de/onlineshop/detail/67>- abgerufen am: 11.1.2016

Günther Jochen: Kurzusammenfassung Masterthese. HFT Stuttgart

[http://www.hft-stuttgart.de/Studienbereiche/ArchitekturGestaltung/International-Project-Management/Programme/MasterThesis/KF\\_Jochen%20Guenther/en](http://www.hft-stuttgart.de/Studienbereiche/ArchitekturGestaltung/International-Project-Management/Programme/MasterThesis/KF_Jochen%20Guenther/en) - abgerufen am: 20.3.2016

IWW

<http://www.iww.de/bbp/unternehmensberatung/immobilienbewertung-preisfindung-zwischen-wunsch-und-realitaet-diese-faktoren-nehmen-einfluss-f56638> - abgerufen am: 04.08.2016

The Economist,(2014): Securitisation – It’s back.

<http://www.economist.com/news/leaders/21593457-once-cause-financial-worlds-problems-securitisation-now-part-solution-its> - abgerufen am: 24.5.2016

RICS Deutschland (2013)

<https://consultations.rics.org/consult.ti/assetmanagementdeutschland/viewCompoundDoc?docid=6302228&partId=6302292&sessionId=&voteid=> - abgerufen am: 11.4.2016

## Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Ebenen des Immobilienmanagements (Gondring & Wagner 2016: 11)	6
Abbildung 2: Funktionsbereiche des Immobilienmanagements und deren Abgrenzung ( <a href="http://www.gif-wiki.de/images/1/1a/Image2a.png">http://www.gif-wiki.de/images/1/1a/Image2a.png</a> )	11
Abbildung 3: Immobilieninvestitionen institutioneller Investoren in Deutschland ab 2001, 2011 nur Gewerbeimmobilientransaktionen (BulwienGesa 2012: 3)	15
Abbildung 4: Risiko-/Renditeverhältnis verschiedener Immobilienanlagevehikel (Wüstefeld 2007: 72)	16
Abbildung 5: Risiko-/Renditeverhältnis unterschiedlicher Immobilienanlagevehikel (Lehner 2010: 128)	16
Abbildung 6: Verteilung des Immobilienbestandes in Deutschland 2011 (Pfleiderer & Schanz 2013: 18)	19
Abbildung 7: Transaktionsvolumina in Mrd. Euro in Deutschland 2005 – 2014 (Ernst & Young 2015: 3)	20
Abbildung 8: Investitionsvolumen in kommerzielle Immobilien in Österreich in Mrd. Euro 2006 – 2014 (Bank Austria Unicredit 2015: 7)	21
Abbildung 9: Investitionsvolumen je Nutzungsart (Bank Austria Unicredit 2015: 7)	21
Abbildung 10: Total Return IPD-Portfolio (Bank Austria Unicredit 2015: 9)	22
Abbildung 11: Spread von Immobilieninvestments zu	22
Abbildung 12: Anstieg der Wohnungsmieten in Relation zum	23
Abbildung 13: Wohnungsaufwand vs. Immobilienpreise	23
Abbildung 14: Linie effizienter Portfolios (Thomas & Wellner 2007: 99)	25
Abbildung 15: Einordnung des Portfoliomanagements im Rahmen des Immobilienmanagements (Wellner 2003: 41)	30
Abbildung 16: Strategien europäischer Anlagevehikel nach INREV 2007, GAV: Gross Asset Value (Rottke & Schlump 2007: 51)	34
Abbildung 17: Prozess Immobilienportfoliomanagement (Wellner 2003: 57)	35
Abbildung 18: Inhalt einer Immobilienstrategie (Preuß & Schöne 2006: 156)	43
Abbildung 19: Schema des Immobilienlebenszyklus (Stier 2006: 361)	44
Abbildung 20: Endogene und exogene Determinanten beim Exit (Gondring & Wagner 2016: 439)	46
Abbildung 21: Ziele der Immobilienverwertung (Gondring & Wagner 2016: 443)	47
Abbildung 22: Überblick über Exit-Vehikel (Gondring & Wagner 2016: 449)	49
Abbildung 23: Anvisierte Exit-Strategien von Immobilieninvestoren in Deutschland	52
Abbildung 24: Leistungsspektrum Asset Manager (Gondring & Wagner 2016: 20)	85
Abbildung 25: Kernleistungsbereiche und angrenzende Bereiche im REAM	88
Abbildung 26: Rolle des REAM zwischen Portfolio- und Objektebene (Gondring & Wagner 2016: 33)	89
Abbildung 27: Phasen und Teilnehmer im REM (Kämpf-Dern & Pfnür 2009: 26)	91
Abbildung 28: Prozess des REAM (Teichmann 2009: 68)	92
Abbildung 29: Stufen des REAM-Prozesses (Gondring & Wagner 2016: 57)	95
Abbildung 30: Grundkonzept und Einflussfaktoren des Shareholder-Value (Rappaport 1999: 68)	99



## **Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Marktteilnehmer am Immobilienmarkt (Hellerforth 2007: 4) .....	18
Tabelle 2: Grundschemata der Strategieausrichtung (Rottke & Schlump 2007: 47)...	34
Tabelle 3: Überblick über verschiedene Immobilienarten (Hellerforth 2007: 5) .....	103